



Asset Management
& Global Wealth

Consecuencias de la guerra arancelaria

Impacto en economía y mercados

Equipo de Estrategia
Global

Madrid, 3 de abril 2025



Mejor Equipo de Asset Allocation y
Multiactivos en Gestora Nacional



Mejor Equipo de Sostenibilidad
en Gestora Nacional



Firmante de
los UNPRI



Firmante The Net Zero
Asset Managers

Principales mensajes

Las medidas arancelarias anunciadas por la administración Trump son peores de lo esperado. Restarán crecimiento, subirán la inflación, ponen presión en las bolsas y el dólar esta vez puede no ser moneda refugio.

Pero los inversores no deben dejarse llevar por el pánico y deben actuar con calma, tomando decisiones informadas. Y si su cartera actual está bien diversificada y se adecúa a su perfil de riesgo, posiblemente lo mejor que puedan hacer es esperar a que se calmen los mercados, tener información adicional, y confiar en los gestores de su patrimonio y en un proceso inversor que sabrá adaptarse a las circunstancias.

Medidas adoptadas

El 2 de abril, el presidente de Estados Unidos ha formalizado un cambio drástico en la política comercial norteamericana, que redefine las condiciones de acceso al mayor mercado del mundo y desafía el equilibrio del sistema multilateral construido tras la Segunda Guerra Mundial. Las medidas incluyen un arancel mínimo del 10% sobre todas las importaciones a partir del 5 de abril, acompañado de tarifas recíprocas por país que alcanzan niveles del 20% al 54% para socios clave como la Unión Europea, Japón, India o China. Solo Canadá, México y el Reino Unido quedan temporalmente exentos de esta segunda capa de gravámenes.

Ahora bien, es fundamental remarcar que no estamos hablando de un desenlace inevitable. El verdadero impacto macroeconómico dependerá del tiempo que estas tarifas permanezcan en vigor. Si se consolidan y se mantienen sin ajustes —ya no digamos si vienen acompañadas por represalias de los socios comerciales de Estados Unidos—, el daño será más profundo y prolongado. Pero si el anuncio marca el inicio de una negociación bilateral que conduzca a una desescalada progresiva, los efectos negativos podrían limitarse y revertirse con el tiempo.

Contexto general como cierto atenuante

La parte privada de las economías, consumidores y empresas, no presenta desequilibrios estructurales relevantes, y el proceso de desendeudamiento desde la crisis del 2007 ha sido intenso, tanto en EE.UU. como en Europa. Además, el sector financiero en las dos zonas parte una situación saneada y, en muchos casos, con exceso de capital.

El sector servicios es cada vez más relevante en las principales economías, porque supone aproximadamente un 70% del PIB, y concentra gran parte del empleo y de la creación del mismo. Tiene inercia positiva, está menos expuesto al comercio internacional y no se detiene fácilmente, aunque

obviamente no es inmune al canal de transmisión más inmediato derivado de las medidas arancelarias, la confianza de los consumidores.

Asumiendo que estamos en un nuevo contexto geopolítico y comercial, es lógico que el impacto inicial sea negativo, en especial para las regiones netamente exportadoras como la EU y Emergentes. Pero a medio plazo, podemos considerar que ha podido llegar el momento en el que las compañías europeas se centren más en el mercado doméstico, reclamando con urgencia menos burocracia y más facilidad para hacer negocios. Países principalmente exportadores o con menos ahorro, sufrirán más.

Además, Europa va a contar en los próximos años con un impulso fiscal inesperado, el gasto en defensa y el plan de infraestructuras alemán. El impacto positivo en el crecimiento de la UE es del 0,5% anual, atenuando parcialmente el efecto de los nuevos aranceles.

Impacto en crecimiento

El impacto de los aranceles es negativo en actividad, y su severidad dependerá del tiempo que se mantengan en vigor, así como de las represalias del resto de países. La teoría económica nos dice que cuando un país aumenta el coste de las importaciones, el consumo se reduce al aumentar los precios y las empresas que dependen del sector exterior se enfrentan a mayores costes. Además, las exportaciones se pueden ver debilitadas ante las represalias comerciales. Por último, el aumento de la incertidumbre también adquiere un papel relevante, dificultando las decisiones de inversión y lastrando la confianza de los consumidores.

Con la información disponible, el impacto en los próximos doce meses podría ser de -2pp en EE.UU., por lo que el crecimiento del PIB de 2025 se acercaría al rango del 1-1,5%, desde el 2,8% de 2024. En la eurozona, el impacto negativo de los aranceles podría verse compensado parcialmente por las políticas de gasto anunciadas en marzo, dejando el PIB de 2025 en torno a 0,3-0,7%.

Impacto en inflación

La subida de los aranceles impacta en la inflación de dos maneras. En el corto plazo, se produce un aumento puntual en los precios. Diversos estudios sugieren que la inflación de EE.UU. podría aumentar entre 1 y 1,5pp en 2025, acercándose al 4% o incluso al 5%. En Europa, el impacto en inflación es ambiguo: por una parte, la caída de la demanda disminuye la inflación; por otro lado, los precios de importación podrían aumentar en función de las represalias que tome la UE y del movimiento del euro-dólar. En neto, creemos que el impacto en la inflación europea podría ser cercano a cero, cerrando 2025 cerca del 2%. Pasado el año, sin embargo, el impacto de los aranceles desaparece de la inflación (al tratarse de una tasa interanual), y se vuelven más relevantes los efectos desinflacionistas derivados de una menor demanda.

Impacto en tipos de interés

La respuesta de la Fed no es fácil dado el impacto a la baja en actividad y al alza en inflación. En su última reunión, Powell habló de mantener el tipo de interés en su nivel actual, o reducirlo, dando más peso al estado de la economía que al aumento transitorio de los precios debido a los aranceles. Por tanto, si antes pensábamos que la Fed podría bajar los tipos de interés en 50pb en 2025, ahora dependerá de hasta qué punto pone mayor foco en el crecimiento que en la inflación. Podemos pensar que así lo hará, pero no tendría por qué embarcarse en una dinámica de bajadas aceleradas.

En Europa, creemos que la dirección es mucho más clara. El impacto arancelario será negativo para el crecimiento y poco significativo en la inflación. Si anteriormente preveíamos que el BCE bajase su tipo de depósito al 2%, ahora vemos probable que tenga que ir más allá para dar soporte a la economía.

La situación en China es algo más compleja, ya que mantener el valor de su divisa no es compatible con una relajación de su política monetaria. Con un tipo de interés ya bajo (1,5%), es posible que lo mantengan sin cambios y opte por otras medidas de estímulo complementarias.

Impacto en bolsas

Las revisiones a la baja de los beneficios empresariales por parte de los analistas llegarán en las próximas semanas. De momento sabemos que las mayores damnificadas serán las compañías exportadoras, especialmente a EE.UU., las grandes multinacionales expuestas a cadenas de suministro y comercio internacional y, en general, los valores más cíclicos y con valoraciones en bolsa más altas. En el lado opuesto, saldrán más indemnes las empresas domésticas, no cíclicas y/o con bajas valoraciones.

La peor parte se la puede llevar la bolsa estadounidense, mientras que Europa, paradójicamente, puede actuar en este caso como cierto refugio, porque en sí mismo es un mercado "doméstico" inmenso y por el paquete de gasto anunciado recientemente. En bolsas emergentes sale mejor parado México, mientras que el impacto en China y en otros países será grande.

Impacto en divisas

El impacto en el dólar es más ambiguo, con elementos a favor y en contra de una apreciación global. En primer lugar, la caída de las importaciones implica una reducción de la demanda de divisas extranjeras, lo que tiende a fortalecer al dólar. Sin embargo, el aumento de la incertidumbre y la expectativa de ralentización económica puede implicar una mayor salida de capitales de EE.UU., debilitando la divisa. Además, en un contexto de mayores bajadas de tipos, el diferencial de EE.UU. frente a sus principales socios puede volverse menos positivo, lo que afectaría negativamente al dólar. Por último, el impacto final dependerá también del grado de represalias comerciales que adopten el resto de países. Si bien es

cierto que, históricamente, el dólar se ha fortalecido ante situaciones de alta volatilidad, la idiosincrasia del escenario actual puede implicar que esta vez sea diferente.

Variables a monitorizar

En las próximas semanas dos grupos de datos nos darán pistas sobre la gravedad de la situación. Por un lado, los datos de economía real (ventas al por menor, empleo, inversión empresarial), porque los de confianza ya han caído recientemente. Por otro, el propio mercado: atención especial al comportamiento de los diferenciales de crédito, las divisas refugio como el franco suizo o el yen japonés, y el propio S&P500.

Conclusión

Lo primero es mantener la calma y no dejarse llevar por las emociones ni por las noticias demasiado sensacionalistas. Un buen inversor debe mantener la disciplina, y si tiene una cartera bien diversificada por activos y geografías, y bien adaptada a su perfil de riesgo, debe confiar en los gestores de su patrimonio y en un proceso inversor que sabrá adaptarse a las circunstancias.

Nuestro consejo es esperar a que se calmen un poco los mercados, tener información adicional, y entonces tomar las decisiones oportunas. Debemos primero dilucidar si la afectación negativa al crecimiento económico y la subida de la inflación es estructural o rápidamente reversible, condicionado a la duración de las medidas arancelarias anunciadas por EE.UU.

Nuestro proceso inversor es disciplinado y con indicadores preparados para capturar movimientos de corto y de largo plazo, efímeros o estructurales. Desde un punto de vista estratégico, y en términos de rentabilidad/riesgo, veníamos prefiriendo la renta fija a la variable, y los niveles de riesgo actuales en las carteras podemos caracterizarlos como moderados.

Disclaimer

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones y previsiones contenidas en el mismo, ha sido elaborado por BBVA ASSET MANAGEMENT, S.A., SGIIC (en adelante BBVA AM), con la finalidad de proporcionar a sus clientes o clientes de entidades del grupo BBVA, información general a la fecha de emisión y está sujeto a cambio sin previo aviso.

El receptor de este documento debe saber que: (i) el presente documento se suministra sólo con fines informativos y no constituye una oferta, recomendación de inversión, invitación o incitación para la compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para un contrato, compromiso o decisión de ningún tipo, (ii) los valores o instrumentos a los que se refiere el documento pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera, su perfil de riesgo o a sus necesidades como inversor, ya que no está considerado como asesoramiento financiero ni base para tomar decisiones de inversión. Es decir, no han sido tomadas en consideración estas circunstancias para la elaboración del presente documento, por lo que deberá adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta su compatibilidad con las mismas, procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en información obtenida de fuentes estimadas como fidedignas, pero BBVA AM no garantiza su exactitud, integridad o corrección, su contenido se refiere a la fecha que aparece en el mismo y por tanto puede verse afectado sin que BBVA AM tenga obligación de revisarlo.

Ni BBVA AM ni las entidades de su grupo asumen responsabilidad alguna por cualquier daño, perjuicio o pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento, de su contenido o de los riesgos inherentes a los mercados financieros. Debe tenerse en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Ninguna parte de este documento puede ser (a) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, (b) redistribuida, (c) divulgada, citada, comunicada (d) ni entregada a ninguna otra persona o entidad sujeta a la legislación o jurisdicción de aquellos países en que la misma pudiera estar prohibida, limitada o sujeta a requisitos o comunicación de cualquier tipo.