



## Adaptarse a un panorama mundial cambiante

La economía mundial ha mostrado un sorprendente grado de resiliencia frente a la ofensiva de los aranceles estadounidenses y la elevada incertidumbre política. Hasta el momento, el comercio ha logrado mantenerse a flote, alentado por el cambio de las rutas comerciales, las represalias limitadas y el auge de las inversiones en inteligencia artificial (IA) liderado por EE. UU. De cara al 2026, se espera que la mayoría de las grandes economías relajen su política fiscal, lo que será muy favorable para el crecimiento mundial. Es probable que las estrictas políticas migratorias estadounidenses y la repercusión de los aranceles mantengan la inflación estadounidense por encima del 3 %. Las perspectivas a largo plazo se ven matizadas por la posibilidad de que las ya abultadas deudas públicas sigan creciendo, así como por un auge del populismo. Si bien el aumento de productividad gracias a la IA podría contrarrestar estos retos, esto depende de que estas tecnologías se adopten de manera rápida y generalizada, un escenario que, aunque prometedor, todavía está por definirse.

Este año, la economía mundial ha demostrado una sorprendente resiliencia. En abril, los mercados financieros se vieron sacudidos por un aumento histórico en la tasa arancelaria efectiva de EE. UU. —a niveles que no se veían desde la década de 1930— junto con una oleada de incertidumbre política. Esperábamos que el anuncio desacelerara notablemente la economía estadounidense, incluso aunque evitase la recesión. En algunos aspectos, así fue: el gasto de los consumidores se debilitó bruscamente en la primera mitad de este año y el crecimiento del PIB cayó al 1,6 %, desde el 2,6 % en la segunda mitad de 2024. Sin embargo, la actividad parece haber repuntado en el tercer trimestre y los mercados de renta variable han subido con fuerza desde sus mínimos en abril.

Esta resiliencia se explica por diversas fuerzas. En primer lugar, **la Administración tendió un puente a sus socios comerciales una vez que los inversores en bonos «se pusieron nerviosos»** con los aranceles recíprocos, según las palabras del presidente Trump. Los mercados señalaron que era necesario dar marcha atrás para evitar graves daños a escala mundial. Una prórroga de 90 días ayudó a allanar el camino para alcanzar acuerdos comerciales con los principales socios de EE. UU. Las represalias también han sido limitadas: con la excepción de China, las principales economías han evitado en gran medida los aranceles de represalia. E incluso EE. UU. y China, a pesar de su retórica sobre una eventual desvinculación, parecen reconocer que actuar con demasiada rapidez causaría un daño innecesario a sus propios intereses. Los volúmenes comerciales se han mantenido, y los envíos que antes circulaban directamente entre EE. UU. y China se han desviado en muchos casos a través de otros mercados emergentes, lo que ha dado alas a sus exportaciones. Como resultado, es poco probable que el déficit por cuenta corriente de EE. UU. disminuya este año a pesar de los aranceles. En un mundo multipolar, el comercio mundial no tiene por qué reducirse drásticamente: el proteccionismo puede mermar la eficiencia y la productividad, pero también empuja a las empresas a que diversifiquen sus cadenas de suministro en lugar de depender de un solo país o empresa.

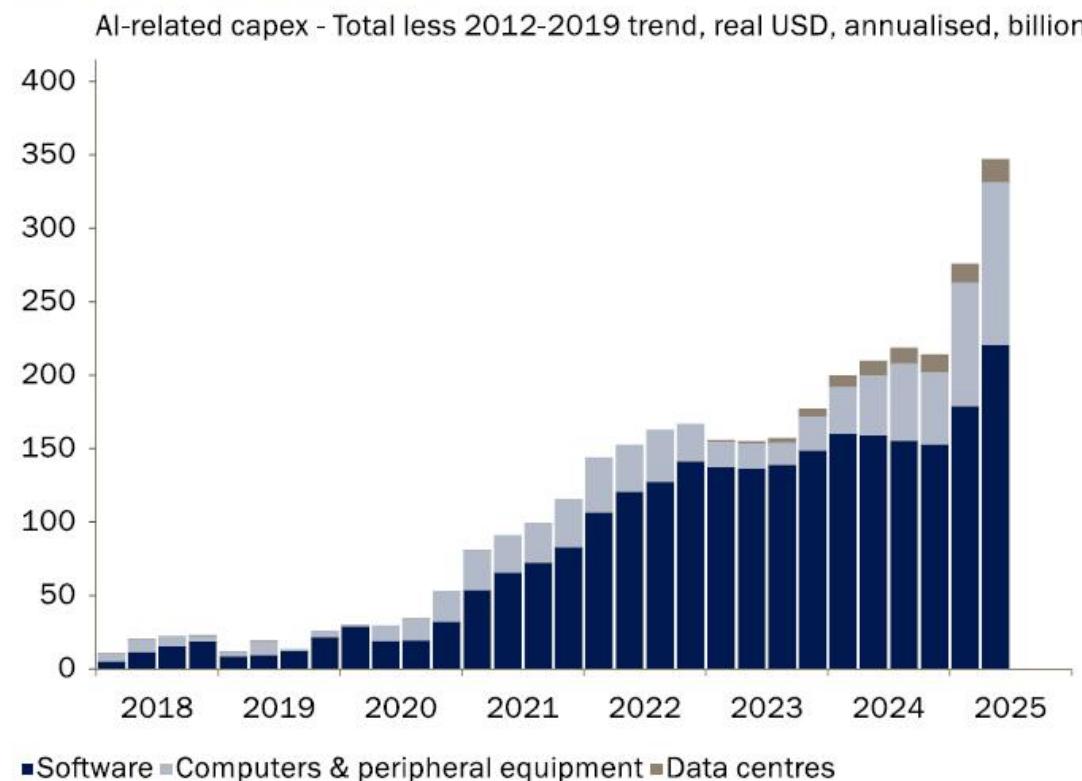
Un segundo pilar de fortaleza ha sido **el auge de la inversión relacionada con la inteligencia artificial (IA)** (imagen 1). El gasto de capital relacionado con la IA ha dado un potente impulso al PIB, en particular en EE. UU., lo que en parte compensa el efecto negativo de otras políticas de su Administración. También ha generado una sólida



demanda de fabricantes de chips en lugares como Corea del Sur y Taiwán. Cabe destacar que el comercio de equipamiento relacionado con la IA impulsó casi el 50 % del crecimiento del comercio mundial en la primera mitad del año.

En tercer lugar, **la estricta postura migratoria de la Administración ha reducido drásticamente la afluencia de inmigrantes**, lo que ha contribuido a mantener el mercado laboral en un frágil equilibrio. La demanda de trabajadores se ha debilitado claramente —lo que refleja la gran incertidumbre y los elevados aranceles—, pero también lo ha hecho la oferta. Es probable que la mano de obra extranjera haya crecido solo en unos 500 000 trabajadores este año, en comparación con los 23 millones anuales entre 2022 y 2024. Por último, la lenta repercusión de los aranceles en los precios al consumo ha permitido a la Reserva Federal (Fed) anunciar, y posteriormente aplicar, una reanudación de las bajadas de tipos en septiembre, lo que ha relajado las condiciones financieras.

### 1: El gasto en capital correspondiente a la IA ha experimentado un auge en EE. UU.



Fuente: Macrobond, Banco J. Safra Sarasin, 14.11.2025

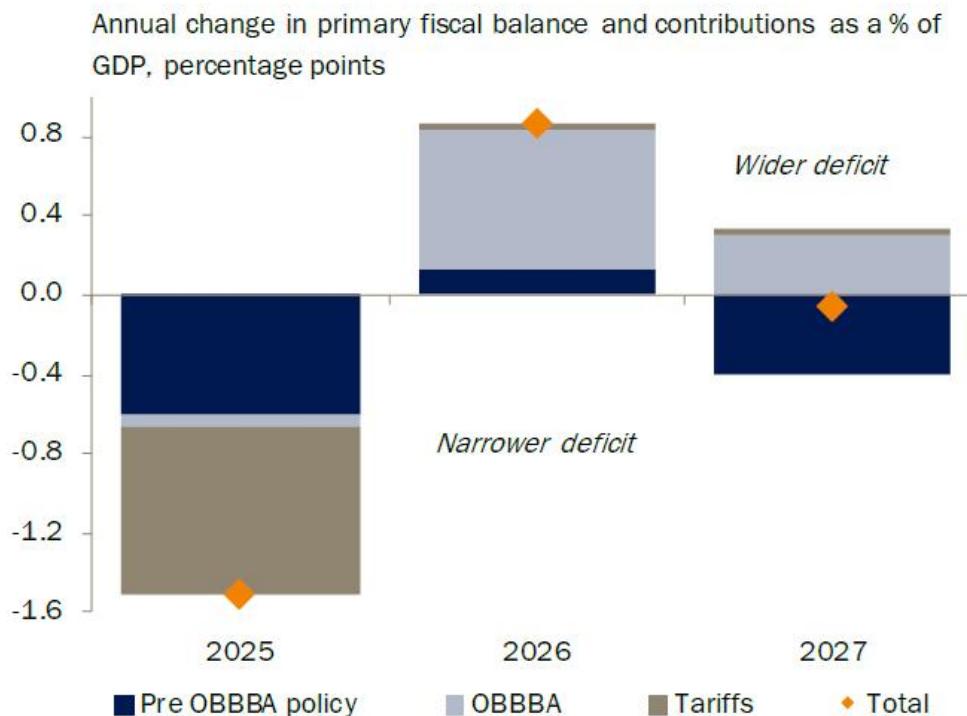
### Mantenerse firmes

Estas fuerzas estructurales deberían seguir configurando la economía mundial el próximo año y los siguientes. Empecemos por las buenas noticias. Creemos que el auge de la inversión en IA continuará el año que viene, y quizás también en 2027. De hecho, gran parte del gasto de capital hasta ahora se ha financiado con el flujo de caja. Esa parte será aún mayor en 2026, pero estas empresas también pueden recurrir fácilmente a los mercados de renta fija, como lo demuestran las decenas de miles de millones recaudados en las últimas semanas. Aun así, es muy probable que el ritmo de expansión se modere y



que su contribución al PIB disminuya. Otro avance importante que habrá que supervisar será el aumento de la productividad debido al uso de la IA. Los primeros datos sugieren que la productividad ya está mejorando a medida que más empresas integran la IA en sus flujos de trabajo. Esperamos que estas ganancias aumenten a medida que vaya arraigando más profundamente en los procesos empresariales de todos los sectores. La política fiscal también debería resultar favorable. La Administración estadounidense, ante las elecciones de mitad de mandato, buscará reforzar la confianza. El calendario de los aumentos arancelarios de este año y de las deducciones fiscales del siguiente en virtud de la ley conocida como «One Big Beautiful Bill Act» encaja a la perfección con las necesidades electorales: lastre fiscal este año y estímulo el año que viene (Imagen 2). Trump incluso ha planteado una «rebaja» arancelaria de 2 000 USD para los hogares con ingresos bajos y medios que, de aplicarse, supondría un estímulo más. El aumento de las fuentes de demanda también debería hacer que la expansión estadounidense sea más resiliente. El crecimiento se ha mantenido, pero ha sido limitado, apuntalado por las inversiones relacionadas con la IA y los hogares con mayores ingresos, que se han beneficiado del aumento de los precios de los valores de renta variable. Según Rees Hagler y Dhiren Patki, dos economistas de la Reserva Federal de Boston, casi todo el crecimiento del consumo de este año proviene del quintil superior de la distribución de la renta. Sin embargo, los hogares con menores ingresos se han visto afectados por los elevados tipos y precios.

## 2: La política fiscal estadounidense será expansiva en 2026



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso de EE. UU. (Congressional Budget Office, CBO), Banco J. Safra Sarasin, 14.11.2025

La expansión fiscal también espoleará el crecimiento en la zona del euro, en particular en Alemania y los Países Bajos, donde el gasto en defensa e infraestructuras va en aumento. Si finalmente se recupera la confianza del consumidor, los hogares podrían recurrir a sus

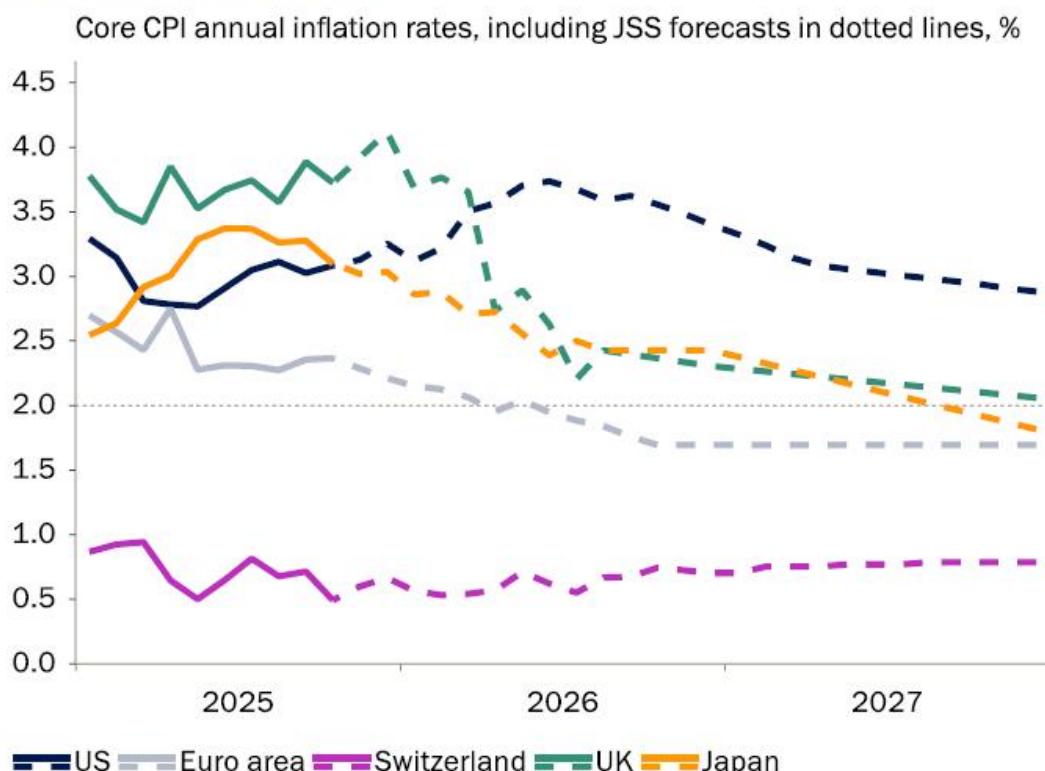


ahorros, que han alcanzado su nivel más alto desde la pandemia. En Suiza, las nuevas normas fiscales que permiten deducirse los gastos de renovación hasta 2028 deberían incentivar la construcción en los próximos dos años. Japón y China también proporcionarán más apoyo político, con una priorización del consumo. La excepción es el Reino Unido, donde el Gobierno se ha comprometido a reducir el déficit en los próximos años.

### Tasas de inflación divergentes

Un contexto de demanda más firme en EE. UU. debería alentar a las empresas a repercutir los aranceles en mayor medida a los consumidores. Hasta ahora, se ha repercutido en los precios posiblemente entre un tercio y la mitad del coste arancelario; el resto se ha deducido de los márgenes de beneficio. Las encuestas apuntan a una mayor repercusión a medida que las empresas reconstruyen sus inventarios y reajustan los precios. Esperamos que el IPC general y el subyacente alcancen un máximo que ronde entre el 3,2 % y el 3,7 % a mediados de año, con una inflación general moderada por los bajos precios de la energía (imagen 3). Un mercado laboral más ajustado —debido a la oferta limitada y a una demanda más firme— puede aumentar el poder de negociación de los trabajadores y contribuir a que la inflación persista. Dado este panorama, dudamos que la Fed tenga mucho margen para más recortes; dos más de aquí al final del año 2026, hasta el 3,5 %, parecen verosímiles.

### 3: La inflación subyacente aumentará en EE. UU. en 2026 y se reducirá en Europa



Fuente: Macrobond, Banco J. Safra Sarasin, 14.11.2025



## Europa presenta un panorama distinto

Las presiones inflacionistas deberían seguir siendo moderadas. El crecimiento en la zona del euro, Suiza y el Reino Unido ha sido débil en los últimos años, lo que ha dejado una cierta capacidad productiva sin utilizar en el sistema. Esperamos que la inflación en la zona del euro alcance una media del 1,7 % el próximo año, por debajo del objetivo del BCE, antes de subir al 2 % en 2027. En principio, el BCE podría ofrecer más medidas acomodaticias, pero el Consejo de Gobierno parece satisfecho con su orientación política actual. No esperamos cambios por parte del Banco Nacional Suizo el próximo año. Con el aumento gradual de la inflación en los próximos dos años, el BNS debería estar en condiciones de volver a subir los tipos en la segunda mitad de 2027. En cambio, el Banco de Inglaterra sí tiene margen para flexibilizar su política: el mercado laboral se está deteriorando y la inflación debería caer de forma más contundente. Japón es el caso atípico: aunque es probable que la inflación haya tocado techo, el Banco de Japón sigue teniendo margen para aplicar modestas subidas de tipos durante los próximos dos años.

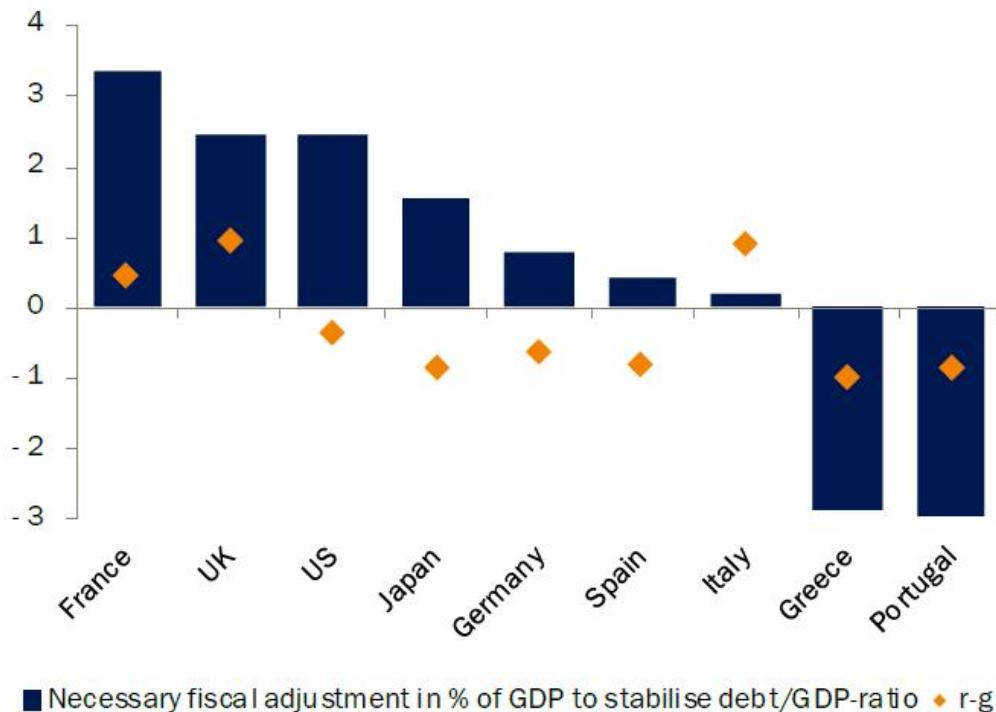
## Se avecinan decisiones difíciles

A pesar de unas perspectivas cíclicas razonablemente alentadoras para el año que viene, las decisiones políticas que se tomaron durante la pandemia y antes de ésta proyectan sombras a medio plazo. Las preocupaciones por la deuda pública no dan visos de desaparecer. La generosidad fiscal y monetaria evitó una recesión mundial, pero dejó como legado una subida de las rentabilidades de los bonos. En Francia, Gran Bretaña e Italia, las rentabilidades reales ( $r$ ) superan ahora el crecimiento real del PIB ( $g$ ) (Imagen 4). Cuando la rentabilidad es mayor que el crecimiento, los Gobiernos deben generar superávits primarios, en relación con su deuda total, para estabilizar la ratio de deuda en relación con el PIB. Italia ya lo ha logrado en el pasado; Francia y el Reino Unido no, aunque ahora este último está intentándolo bajo la presión del mercado. El sufrimiento económico necesario podría suponer un reajuste de la política interna, y los partidos en los extremos del espectro político podrían ganar más terreno, lo cual ya se refleja en las encuestas en Francia, Gran Bretaña e incluso Alemania. Pero esto puede agravar el sufrimiento. De las investigaciones se desprende, sin embargo, que los países con Gobiernos populistas tienden a crecer a un ritmo mucho más lento con el paso del tiempo.

EE. UU., por su parte, registra déficits tan grandes que su ratio de deuda seguirá aumentando incluso aunque el crecimiento supere las rentabilidades de los bonos. Una de las principales incertidumbres del próximo año es cuál será el fallo del Tribunal Supremo de EE. UU. en cuanto a la legalidad de los aranceles recíprocos impuestos en virtud de la International Emergency Economic Powers Act. Incluso los jueces conservadores parecen escépticos. Un fallo en contra de los aranceles reduciría a la mitad el tipo arancelario efectivo de la noche a la mañana y ampliaría el déficit en aproximadamente medio punto porcentual. En este escenario, la Administración buscaría replicar la cobertura arancelaria lo antes posible sirviéndose de otras medidas. Probablemente acabaría lográndolo, pero no sin añadir otro nivel de complejidad e incertidumbre. La Administración también podría ejercer más presión sobre la Fed, tanto para relajar la política monetaria como para flexibilizar la normativa financiera, lo que aumentaría los riesgos para la estabilidad financiera.



#### 4: Para estabilizar los ratios de deuda se necesita un importante endurecimiento fiscal



■ Necessary fiscal adjustment in % of GDP to stabilize debt/GDP-ratio   ♦ r-g

Fuente: FMI, Banco J. Safra Sarasin, 14.11.2025

En resumen, las perspectivas a medio plazo para las economías avanzadas siguen siendo complicadas. La demografía y las políticas populistas lastrarán el crecimiento. La mayor esperanza —todavía factible— es que la rápida adopción de la IA genere un salto en la productividad que sea suficiente para contrarrestar estos vientos en contra.