



Presentación del gobernador

José Luis Escrivá



El presente *Informe Anual* del Banco de España se ha elaborado y se publica en un entorno internacional marcado por una extraordinaria complejidad e incertidumbre. Dicho entorno se caracteriza por la confluencia de fuertes tensiones geopolíticas y comerciales, una considerable impredecibilidad en la manera en que la Administración estadounidense conduce su política económica tanto a nivel nacional como internacional (incluyendo su política arancelaria, fiscal y regulatoria, su papel en organismos multilaterales y el marco institucional de sus Administraciones Públicas y agencias independientes) y un deterioro perceptible de los niveles de confianza de los agentes económicos. Todos estos factores condicionan de manera decisiva las perspectivas de crecimiento global y entrañan riesgos para la estabilidad del sistema financiero internacional.

En contraste con esta coyuntura tan volátil y turbulenta con la que arrancó el año 2025, durante 2024 la economía mundial mostró una evolución relativamente favorable, con tasas de crecimiento superiores a lo anticipado en algunas regiones, en un contexto de desinflación gradual y relajación de las condiciones financieras. Este nuevo escenario plantea importantes desafíos desde el punto de vista del análisis económico.

Por un lado, persiste una considerable dificultad para determinar la naturaleza —estructural o transitoria— de las perturbaciones que se están observando, así como los detalles y el alcance de cada una de las medidas económicas. En el caso de las medidas comerciales anunciadas por la Administración estadounidense, el análisis de sus efectos potenciales varía sustancialmente en función de los escenarios

considerados. Por otro lado, la transmisión de estas perturbaciones a través de canales financieros y de confianza emerge como una fuente de incertidumbre potencialmente intensa por la concurrencia de diversos factores, tales como el papel central del dólar como moneda de reserva, medio de pago y activo refugio, la evolución reciente de algunos mercados financieros con valoraciones elevadas y, especialmente, el posible deterioro de la confianza de los inversores internacionales en la economía estadounidense. Estos elementos, combinados con la incertidumbre general acerca de la evolución de la economía global, generan riesgos adicionales sobre las condiciones de financiación y la inversión a nivel global.

Cabe señalar que, a diferencia de crisis anteriores, el entorno actual se distingue por una incertidumbre especialmente difusa y persistente, que dificulta tanto la identificación de escenarios adversos plausibles como la asignación de probabilidades a dichos escenarios. Además, los desarrollos recientes no están siendo captados de forma inmediata ni nítida por los principales indicadores convencionales de actividad, lo que añade complejidad a la interpretación del momento del ciclo y a la valoración de las perspectivas económicas y de inflación. En este contexto, la volatilidad se ha consolidado como un rasgo estructural de los mercados financieros.

En un momento de tanta incertidumbre, cobra especial relevancia el análisis de distintos escenarios. Por ello, en este Informe se han realizado distintas simulaciones sobre la economía mundial, que, sin ser independientes entre sí, tratan de recoger los principales elementos que caracterizan la situación actual. Estas simulaciones sugieren que un incremento de los aranceles afectaría negativamente al nivel de la actividad mundial, particularmente en Estados Unidos y de manera más contenida en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y, especialmente, en España. No obstante, si estas tensiones comerciales aumentaran debido a un deterioro de las condiciones financieras globales o de los niveles de incertidumbre, el impacto negativo sobre el PIB aumentaría.

En relación con la inflación, Estados Unidos experimentaría un impacto más adverso, en forma de mayores presiones inflacionistas, mientras que en el área del euro y en España dichas presiones al alza serían más limitadas y podrían venir compensadas por los menores niveles de actividad y los efectos desviación de comercio, que desplazarían hacia España y la UEM parte de las exportaciones que otros países dejan de enviar a Estados Unidos. Las presiones deflacionistas serían más relevantes si el *shock* comercial se viera amplificado por el canal financiero o de incertidumbre, lo que mitigaría parcialmente el repunte de la inflación en Estados Unidos.

En cualquier caso, el impacto final de un incremento de los aranceles sobre el volumen de exportaciones dependerá de múltiples factores, como, por ejemplo, la posibilidad de que otros países implementen «aranceles recíprocos»; los acuerdos comerciales finalmente alcanzados; la sensibilidad de la demanda de bienes estadounidense al precio; la extensión de las políticas arancelarias al sector servicios; la capacidad de las empresas del resto del mundo para ajustar sus márgenes, y la posibilidad de que estas encuentren mercados de exportación alternativos a Estados Unidos o puedan recomponer su oferta de productos.

Junto con los impactos de corto o medio plazo, el Informe analiza, con una perspectiva temporal más amplia, de qué manera algunos de los riesgos actuales pueden enmarcarse en un proceso más profundo y estructural de cuestionamiento del multilateralismo en las relaciones internacionales y del proceso de globalización, para valorar las posibles implicaciones que estos desarrollos podrían tener a largo plazo.

Este contexto incierto se traslada inevitablemente a Europa, donde la recuperación económica y la estabilidad financiera enfrentan riesgos sustanciales, a través no solo de su exposición comercial directa a Estados Unidos, sino también de canales indirectos, como la integración en las cadenas globales de valor y el mercado financiero internacional. En paralelo a los desarrollos ligados al comercio internacional, a nivel europeo se han comenzado a adoptar decisiones importantes—tales como la revisión del marco fiscal alemán y el impulso decidido al gasto en defensa y en infraestructuras—cuyo impacto económico aún está pendiente de concretarse.

Estas medidas, si bien representan una oportunidad para reforzar la resiliencia económica de la Unión Europea (UE), requieren un análisis riguroso de sus efectos a corto y medio plazo. Su impacto dependerá en gran medida de su diseño, ejecución y grado de coordinación en el seno de la UE. La experiencia reciente pone de relieve la importancia de contar con marcos comunes de gobernanza fiscal y financiera que permitan maximizar los beneficios agregados para la Unión y eviten una fragmentación del mercado único.

En lo que respecta a la economía española, 2024 se cerró con un crecimiento del PIB del 3,2 %, superior al previsto a comienzos de año, apoyado en el dinamismo del consumo privado y público, el favorable comportamiento de la demanda exterior neta —particularmente de las exportaciones de servicios— y el notable aumento del empleo y de la población activa, en gran parte por los flujos migratorios netos. Esta evolución

positiva se ha mantenido en los primeros meses de 2025, si bien con un ritmo algo más moderado. Por su parte, la inflación continuó en 2024 su senda de desaceleración, debido principalmente al descenso de la inflación de los alimentos y a una evolución más contenida de la inflación subyacente.

Al mismo tiempo, la posición financiera del sector privado se ha ido reforzando progresivamente, con una reducción de las ratios de endeudamiento de hogares y empresas y una disminución sostenida del saldo deudor de la posición de inversión internacional neta de la economía española. En paralelo, el proceso de normalización de la política monetaria del Banco Central Europeo favoreció una mejora gradual de las condiciones de financiación y una progresiva recuperación de la demanda de crédito. No obstante, las perspectivas para los próximos trimestres están condicionadas por la evolución del entorno internacional, con evidentes riesgos a la baja. Aunque la exposición comercial directa de España a Estados Unidos es relativamente limitada, los vínculos indirectos a través de las cadenas globales de suministro, así como los canales financieros globales y de confianza, son relevantes y deben ser monitorizados cuidadosamente.

En paralelo, la economía española continúa enfrentándose a importantes retos estructurales. La brecha de productividad respecto al promedio de la zona del euro, aunque se ha reducido en los últimos años, sigue siendo significativa. La persistencia de una tasa de empleo inferior a la de nuestros socios europeos limita el potencial de crecimiento y complica el proceso de convergencia en renta per cápita. Estos desafíos estructurales exigen una agenda reformista ambiciosa que incluya, entre otros elementos, el fomento del crecimiento empresarial, la mejora de la calidad del marco regulatorio e institucional, el reforzamiento del marco presupuestario a medio plazo para dotar de mayor credibilidad a los esfuerzos para afianzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, el impulso a la inversión en innovación, el refuerzo del capital humano y una mejora del funcionamiento de las políticas activas y pasivas de empleo.

En este contexto especialmente exigente, el presente *Informe Anual* tiene como objetivo ofrecer un análisis riguroso, documentado y útil de la evolución reciente de la economía española y de su contexto europeo e internacional, así como de los principales retos de nuestra economía de cara a los próximos años. En este contexto, se analizan también los posibles impactos derivados de los desarrollos recientes en materia comercial y financiera internacional, prestando especial atención a sus potenciales efectos sobre la economía española.

Con ello, el Banco de España reitera su compromiso con el desempeño de sus funciones institucionales como banco central nacional, en particular en la elaboración de informes y estudios económicos y en la publicación de estadísticas relacionadas con sus competencias, con el objetivo de proporcionar análisis independientes, basados en la evidencia, que contribuyan a una toma de decisiones más informada por parte de los responsables públicos, las instituciones y el conjunto de los agentes económicos.

José Luis Escrivá

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2024*.

20 de mayo de 2025.