

Recuadros

1

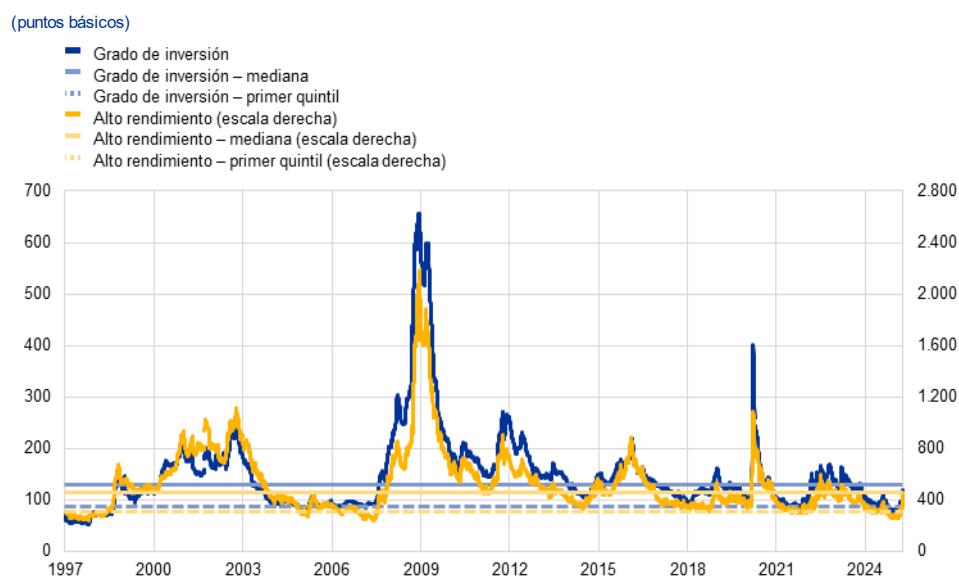
Retos para la resistencia de los diferenciales de los bonos corporativos estadounidenses

Mar Domenech Palacios y Martina Jančoková

Antes del brusco aumento reciente de los diferenciales de los bonos corporativos estadounidenses, estos registraron una fase prolongada de inusual resistencia, pese al contexto de tipos de interés elevados. Durante 2024, la prima de riesgo requerida por los inversores por mantener valores de renta fija privada estadounidense frente a deuda pública —medida por los diferenciales de los bonos corporativos de las sociedades no financieras— permaneció en niveles muy reducidos. Los diferenciales de los bonos corporativos con grado de inversión oscilaron entre 83 y 112 puntos básicos, mientras que los de los bonos de alto rendimiento fluctuaron entre 264 y 393 puntos básicos. Los diferenciales se situaron en sus niveles más bajos en casi dos décadas, cayendo dentro del primer quintil de su distribución histórica desde 1999 (gráfico A). Sin embargo, más recientemente, los diferenciales de los bonos corporativos de EE. UU. han aumentado de manera significativa hasta alcanzar los 120 puntos básicos en el segmento de grado de inversión y los 461 puntos básicos en el de alto rendimiento. Este cambio brusco ha coincidido con el anuncio de la imposición de nuevos aranceles por parte de la Administración estadounidense, que ha provocado un deterioro acusado de la percepción de riesgos en los mercados. En este contexto, y a la luz de las recientes correcciones de precios en los mercados, en este recuadro se examinan los factores que contribuyeron a la anterior resistencia de dichos diferenciales y se analizan los posibles riesgos de que se amplíen en los próximos meses.

Gráfico A

Diferenciales de los bonos corporativos estadounidenses



Fuentes: Federal Reserve Economic Data (FRED) y cálculos del BCE.

Notas: Los diferenciales ajustados de opciones (OAS, por sus siglas en inglés) de ICE BofA se calculan como diferencias entre un índice OAS calculado que incluye todos los bonos de una categoría de calificación crediticia determinada y la curva de tipos al contado del Tesoro. El índice de alto rendimiento incluye bonos con calificación BB o inferior, mientras que el índice de grado de inversión se basa en bonos con calificación BBB o superior. El primer quintil se refiere al percentil 20 de la serie temporal, que comienza el 1 de enero de 1999. Las últimas observaciones corresponden al 11 de abril de 2025.

Hasta hace poco, y más allá de los sólidos fundamentos de las empresas, el pronunciado apetito por el riesgo (*risk-on*) en los mercados financieros internacionales sustentó la robusta demanda de bonos corporativos estadounidenses, lo que explica en gran medida la compresión de los diferenciales. Los elevados beneficios realizados y esperados, debido en parte a las expectativas de ganancias de productividad relacionadas con la inteligencia artificial (IA), respaldaron las cotizaciones de la renta variable de EE. UU. y redujeron los diferenciales en los mercados de renta fija privada del país¹. Las estimaciones de la prima en exceso de los bonos (EBP, por sus siglas en inglés) — que refleja la remuneración adicional requerida por los inversores por mantener bonos corporativos más allá de lo que justifican los fundamentos, como el riesgo de impago (*default*) — apuntan a un apetito por el riesgo persistentemente fuerte desde el final de 2022 (panel a del gráfico B)². La compresión de los diferenciales fue también generalizada: hasta finales de febrero de 2025, casi el 90 % de los bonos incluidos en la muestra cotizaban por debajo de los niveles implícitos en los

¹ Para un análisis relacionado sobre los factores determinantes de la fortaleza de las cotizaciones bursátiles, véase el recuadro titulado «*¿Qué factores explican la resistencia de los precios de las acciones en Estados Unidos: la estructura del mercado, las expectativas de beneficios o las primas de riesgo bursátil?*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024.

² La EBP representa la remuneración adicional que demandan los inversores por mantener bonos corporativos sobre la requerida por los riesgos estándar relacionados con las expectativas de tipos de interés o de riesgo de crédito. Refleja factores como el sentimiento de los mercados, las condiciones de liquidez y otras incertidumbres macroeconómicas que afectan a los precios de los bonos. Un aumento de la EBP implica una disminución de la capacidad de asunción de riesgos del sector financiero, lo que da lugar a una contracción de la oferta de crédito y a un deterioro de las condiciones macroeconómicas. En consecuencia, tiende a tener capacidad predictiva sobre la actividad económica. Para información más detallada sobre cómo se calcula, véase S. Gilchrist y E. Zakrjšek, «*Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations*», *American Economic Review*, vol. 102, n. 4, junio de 2012.

fundamentos de las empresas. En ciclos de endurecimiento anteriores se observaron dinámicas similares, con la EBP situada en niveles comparables o incluso inferiores en los períodos de 1993-1995 y 2004-2006³. El análisis basado en modelos sugiere que los diferenciales de estos valores tienden a reaccionar menos ante las perturbaciones macroeconómicas y de política monetaria durante estas fases de apetito por el riesgo que en los períodos de aversión al riesgo (*risk-off*) (panel b del gráfico B). Ello puede explicar la tímida reacción de los diferenciales a dichas perturbaciones en un contexto en el que el apetito por el riesgo seguía siendo elevado. Sin embargo, los acontecimientos más recientes han conducido a una rápida reversión de este. Los diferenciales de los bonos corporativos han aumentado notablemente, señalando una reevaluación significativa del riesgo. En consecuencia, el mercado parece ser cada vez más sensible a la evolución macroeconómica y de la política monetaria, lo que eleva el riesgo de incremento de la volatilidad y de una reacción más intensa a futuras perturbaciones a medida que la percepción de riesgos continúa ajustándose.

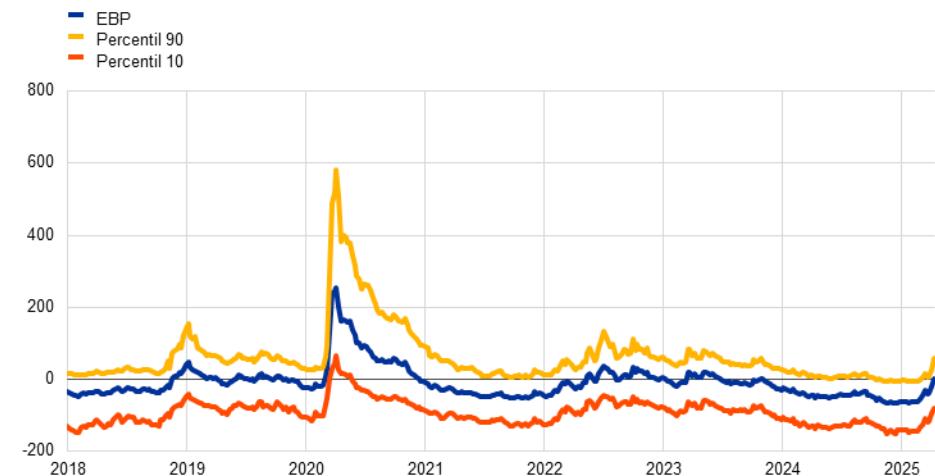
³ El optimismo de los inversores observado en ciclos de endurecimiento anteriores puede deberse a sus expectativas de un «aterrizaje suave». Véase A. S. Blinder, «[Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965-2022](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 37, n.º 1, Winter 2023.

Gráfico B

Factores determinantes de la resistencia de los diferenciales de los bonos corporativos

a) Prima en exceso de los bonos

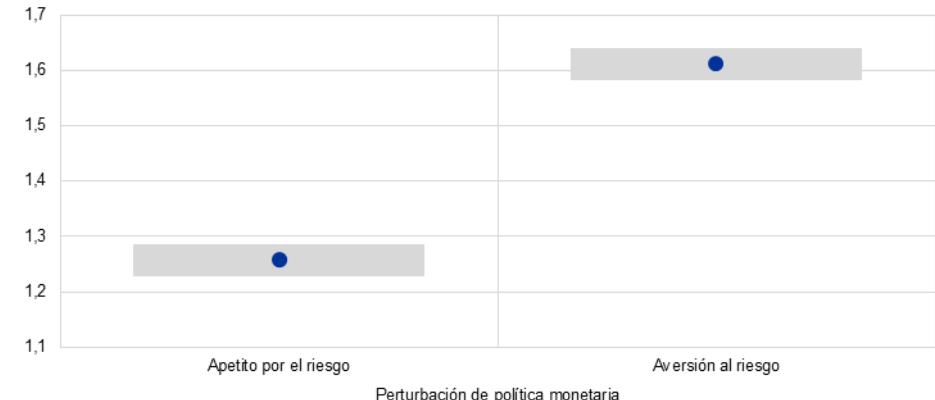
(puntos básicos)



b) Sensibilidad de los bonos corporativos a las perturbaciones en períodos de apetito por el riesgo y de aversión al riesgo

(puntos básicos)

● Estimación
■ Intervalo de confianza del 95 %



Fuentes: Moody's Analytics y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la EBP se calcula según la especificación base de S. Gilchrist y E. Zakrjšek, *op. cit.* Las variables explicativas incluyen la distancia al impago (*default*), la duración, el saldo vivo, el tipo de interés del cupón, un indicador variable que equivale a uno si el bono es amortizable y a cero en caso contrario, y efectos fijos de sector y calificación crediticia. La estimación se basa en bonos *senior* no garantizados con vencimientos superiores a un año. Las líneas muestran las series temporales de la EBP promedio y los percentiles 90 y 10 en cada corte transversal. En el panel b, un período de aversión al riesgo (apetito por el riesgo) se define por el hecho de que la mediana de la EBP transversal se sitúe por encima (por debajo) de la mediana de la EBP de la muestra completa. Las áreas sombreadas se refieren al intervalo de confianza del 95 %. Las perturbaciones estructurales de política monetaria se extraen del modelo de dos países de L. Brandt, A. Saint Guilhem, M. Schröder e I. Van Robays, «*What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk*», *Working Paper Series*, n.º 2560, BCE, mayo de 2021, en el que las perturbaciones diarias se acumulan en frecuencia semanal y se refieren a perturbaciones de política monetaria restrictiva en EE. UU. Las perturbaciones se estandarizan de forma que un incremento unitario corresponde a un aumento de una desviación típica en la magnitud de la serie de las perturbaciones. Las últimas observaciones corresponden al 11 de abril de 2025 (datos semanales) para el panel a y al 10 de enero de 2025 para el panel b.

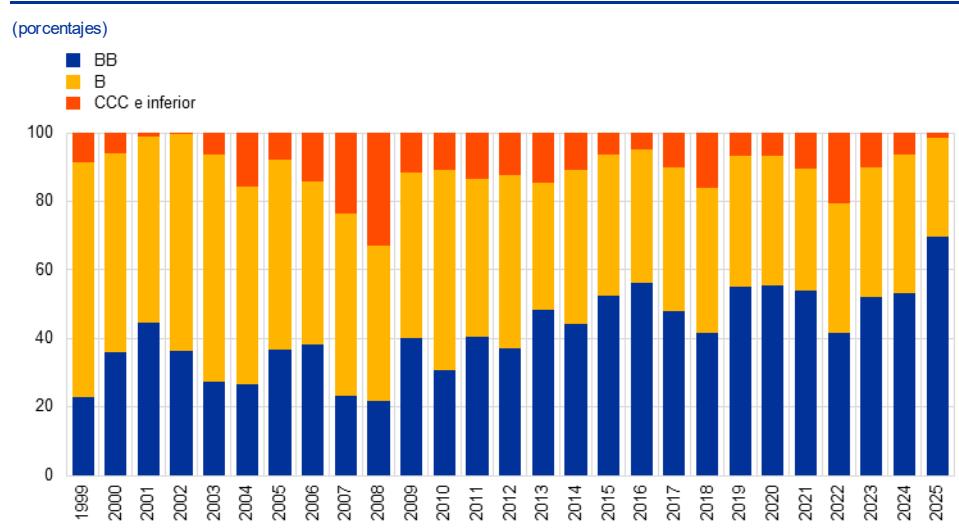
La composición de las emisiones de bonos corporativos estadounidenses del segmento de alto rendimiento, que se reorientó hacia bonos de mayor calidad, también favoreció la reducción de los diferenciales en términos agregados.

Desde 2007, el porcentaje de bonos con calificación BB entre las nuevas emisiones efectuadas en el segmento de alto rendimiento ha ido aumentando, mientras que las

emisiones de bonos B de mayor riesgo han disminuido, y las de bonos con calificación CCC o inferior se han mantenido en niveles relativamente bajos y han sido particularmente reducidas en los dos últimos años (gráfico C). Al mismo tiempo, el número de revisiones a la baja y al alza de la calidad crediticia de los bonos corporativos ha sido similar en términos relativos. La tendencia hacia los bonos de alto rendimiento con menos riesgo podría reflejar también la relativa solidez de los balances y la rentabilidad de las empresas en los últimos años y puede haber contribuido a la compresión general de los diferenciales.

Gráfico C

Descomposición de la emisión de bonos de alto rendimiento por calificación crediticia



Fuentes: Dealogic y cálculos del BCE.

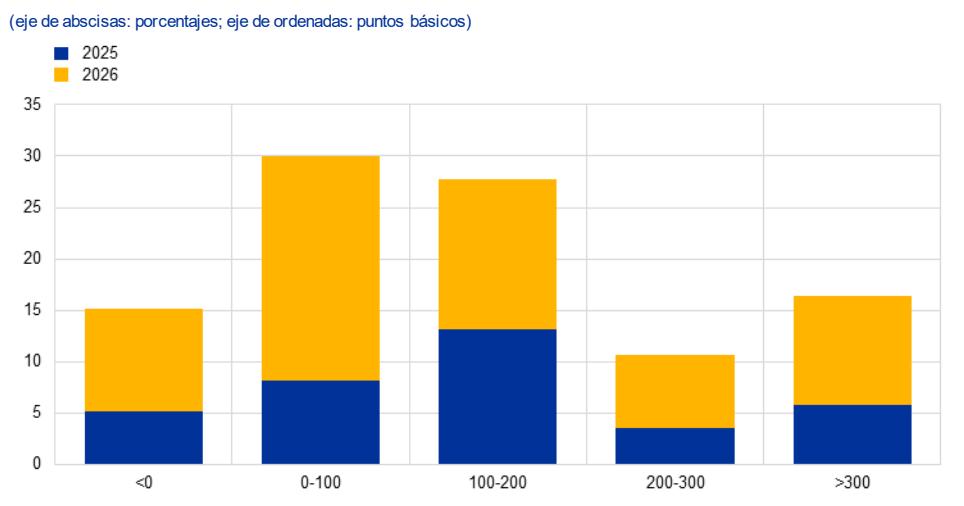
Nota: La última observación corresponde al 11 de abril de 2025.

Se observan dos tipos de riesgo: el riesgo de refinanciación de la deuda y el riesgo de corrección de precios. Es posible que en los próximos meses y años un volumen sustancial de deuda de las empresas estadounidenses tenga que refinanciarse. Ello incluye 642 mm de dólares de deuda que está previsto que venza en lo que resta de 2025, 930 mm de dólares que vencerán en 2026 y 860 mm de dólares en 2027. Pese a los recientes recortes de los tipos oficiales de la Reserva Federal, los costes de financiación de las empresas se mantienen en niveles elevados, ya que los tipos de interés siguen siendo más altos, en general, que los vigentes en el momento de la emisión, lo que expone a las empresas estadounidenses a costes mayores al refinanciar su deuda. Las simulaciones sugieren que el 85 % de la deuda que va venciendo tendría que refinanciarse a tipos más elevados. Más de la mitad de los bonos que vencen verían incrementados los tipos de interés en más de 1 punto porcentual si se refinancian a los tipos vigentes, mientras que para alrededor de una cuarta parte la subida sería superior a 2 puntos porcentuales (gráfico D). Estos aumentos de costes podrían debilitar los

fundamentos de las empresas, lo que elevaría los riesgos de impago y deterioraría la percepción de riesgos⁴.

Gráfico D

Riesgos a futuro: aumentos estimados de los tipos de interés para los bonos con vencimiento próximo



Fuentes: Moody's Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Los aumentos de los tipos de interés para refinanciar los bonos que van venciendo se calculan comparando los rendimientos actuales de los bonos corporativos en los mercados secundarios (es decir, el rendimiento a vencimiento) con los tipos vigentes en el momento de la emisión (es decir, el cupón). El eje de abscisas muestra las subidas estimadas de los tipos de interés en puntos básicos. El eje de ordenadas indica los porcentajes del saldo vivo total de la deuda con vencimiento en 2025 o 2026. La última observación corresponde al 11 de abril de 2025 (datos semanales).

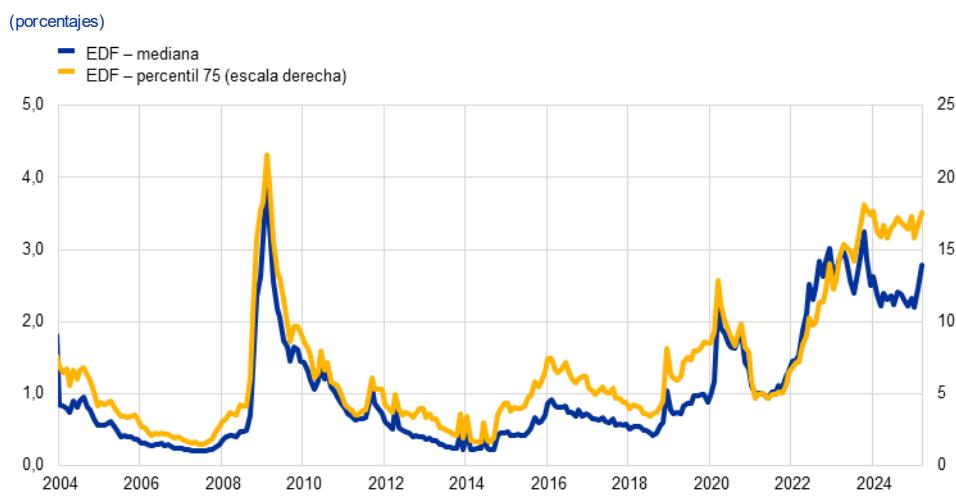
El deterioro de la percepción de riesgos provoca una mayor sensibilidad de los bonos y un aumento desproporcionado de los diferenciales de las empresas más vulnerables. El cambio brusco en la percepción de riesgos registrado recientemente podría tener implicaciones significativas, no solo alterando la magnitud media de las reacciones a las perturbaciones en los mercados, sino también influyendo en qué bonos reaccionan en mayor medida. En episodios de aversión al riesgo, los bonos muestran una sensibilidad mayor, reaccionando con más intensidad a la dinámica de los mercados (panel b del gráfico B). Además, el análisis revela que, en esos períodos, los inversores tienden a deshacerse de los valores de renta fija emitidos por las empresas con peores condiciones de financiación debido a sus fundamentos (los bonos de la cola derecha de la distribución de la EBP), lo que provoca una ampliación desproporcionada de sus diferenciales. Aunque los fundamentos de las empresas siguen siendo sólidos, las frecuencias de impago esperadas (EDF, por sus siglas en inglés)— que indican la probabilidad de que una empresa incumpla sus obligaciones de pago en el plazo de un año— apuntan a vulnerabilidades limitadas, pero emergentes. Por ejemplo, el percentil 75 de las EDF ha seguido una fuerte tendencia al alza y a finales de marzo

⁴ A partir de datos del balance de las sociedades no financieras de un amplio panel de países, B. Albuquerque, N. Abbas, J. M. Garrido, D. Gautam, B. Mosk, T. Piontek, A. Rosha, T. Tressel y A. Yokoyama, «[Corporate Sector Vulnerabilities and High Levels of Interest Rates](#)», *Departmental Papers*, n.º 2025/001, Fondo Monetario Internacional, enero de 2025, proporcionan evidencia empírica de que las empresas con grandes necesidades de refinanciación tienden a registrar descensos más acusados de la inversión y la deuda tras una contracción monetaria. El estudio muestra las posibles implicaciones para la estabilidad financiera derivadas de estas vulnerabilidades emergentes de las empresas.

de 2025 se situó en torno al 18 %, nivel que no se observaba desde la crisis financiera global (gráfico E).

Gráfico E

Riesgos a futuro: frecuencias de impago esperadas



Fuentes: Moody's Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la mediana y el percentil 75 (tercer cuartil) de las frecuencias de impago esperadas en el plazo de un año para las sociedades no financieras en Estados Unidos. La EDF es un indicador elaborado por Moody's KMV que señala la probabilidad de que una empresa se encuentre en situación de impago (*default*) —esto es, que no realice los pagos establecidos— en el plazo de un año. Las últimas observaciones corresponden al 31 de marzo de 2025 (datos semanales).

Implicaciones de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China para la zona del euro: lecciones extraídas de los aranceles impuestos por la primera Administración de Trump

Vanessa Gunnella, Giovanni Stamato y Alicja Kobayashi

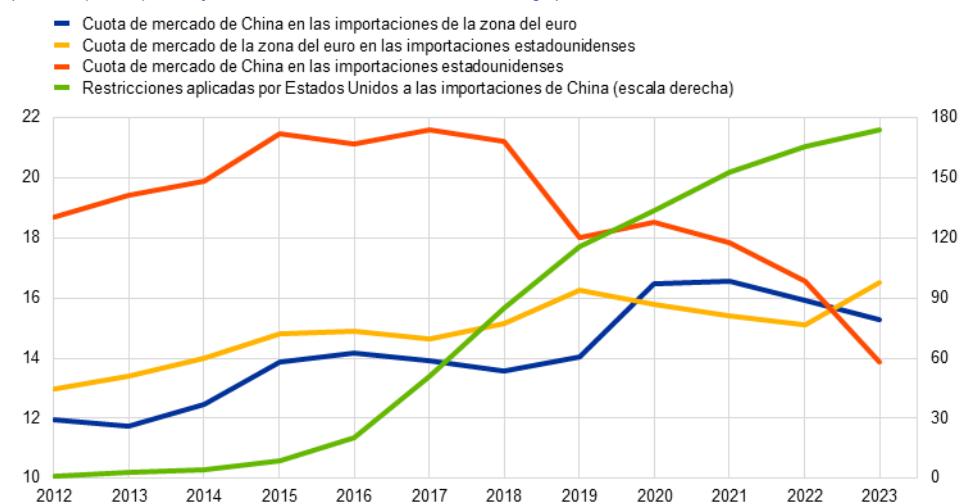
En este recuadro se examina de qué manera los aranceles introducidos por Estados Unidos sobre los productos chinos en 2018 influyeron en los patrones de comercio de la zona del euro. Se analiza si los exportadores de la zona del euro ganaron cuota de mercado en Estados Unidos al aumentar su competitividad frente a sus competidores chinos. También se evalúa cómo variaron los patrones de exportación de China y se muestra que las exportaciones de este país se desviaron de Estados Unidos a mercados alternativos, incluida la zona del euro. El examen de los resultados de estas medidas adoptadas en el pasado puede ofrecer una indicación de los posibles canales a través de los cuales los actuales aranceles estadounidenses a los productos chinos podrían afectar a la zona del euro.

Las tensiones comerciales de 2018 provocaron un descenso significativo de las exportaciones de China con destino a Estados Unidos, lo que llevó a los exportadores chinos a buscar otros mercados. La Administración estadounidense aplicó numerosas medidas arancelarias y no arancelarias a los productos chinos y ello aumentó significativamente las restricciones comerciales a partir de 2018. Como consecuencia de las medidas, el tipo arancelario efectivo impuesto a las importaciones de Estados Unidos procedentes de China se incrementó casi 18 puntos porcentuales. Esta escalada provocó una acusada disminución de las exportaciones agregadas del país asiático a Estados Unidos, y el peso de China en el mercado de importación estadounidense se redujo sustancialmente con respecto al nivel de 2017. Aunque la pandemia de COVID-19 hace difícil aislar los efectos de las mayores restricciones comerciales, parece que los exportadores chinos buscaron mercados alternativos cuando se impusieron los aranceles estadounidenses. Estas alternativas incluyeron una desviación del comercio hacia la zona del euro y, como consecuencia, la cuota de mercado china en las importaciones de la zona del euro creció con mayor rapidez en los años posteriores a la imposición de los aranceles (gráfico A).

Gráfico A

Cuotas de mercado y restricciones aplicadas por Estados Unidos a las importaciones de China

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: número de medidas en vigor)



Fuentes: Trade Data Monitor, Global Trade Alert y cálculos del BCE.

Notas: La línea verde muestra el número acumulado de medidas arancelarias y no arancelarias impuestas por Estados Unidos a las importaciones chinas. Para las cuotas de mercado, se considera el comercio de bienes.

Un análisis detallado de los datos de comercio por producto revela que los aranceles estadounidenses tuvieron un impacto significativo sobre las exportaciones chinas y que es posible que algunos productos se desvian a la zona del euro. El análisis de los datos de comercio por producto a nivel de seis dígitos permite identificar los productos chinos que se vieron afectados por los aranceles estadounidenses y evaluar la consiguiente desviación del comercio¹. Los resultados indican que las exportaciones de los productos afectados con destino a Estados Unidos disminuyeron de manera considerable, lo que contribuyó a reducir de manera sustancial la cuota de mercado de China en Estados Unidos. El panel a del gráfico B muestra que los productos a los que se impusieron aranceles —que incluyen artículos de vestir, equipos de información y telecomunicaciones, componentes de automóviles y mobiliario— son los que provocaron principalmente un descenso del peso de China en las importaciones agregadas de Estados Unidos. Al mismo tiempo, estos productos encontraron mercados alternativos, como los países vecinos de Asia y, sobre todo, la zona del euro (panel b del gráfico B)². De hecho, parece que, a partir de 2019, los productos sujetos a aranceles en Estados Unidos se redirigieron a la zona del euro, lo que dio un fuerte impulso a la cuota de mercado de China. Aunque productos relacionados con el COVID-19 como equipos médicos y electrónica —por ejemplo, ordenadores y equipos tecnológicos asociados— pueden haber reforzado esta tendencia durante la pandemia, el cambio estructural de los flujos comerciales persistió posteriormente.

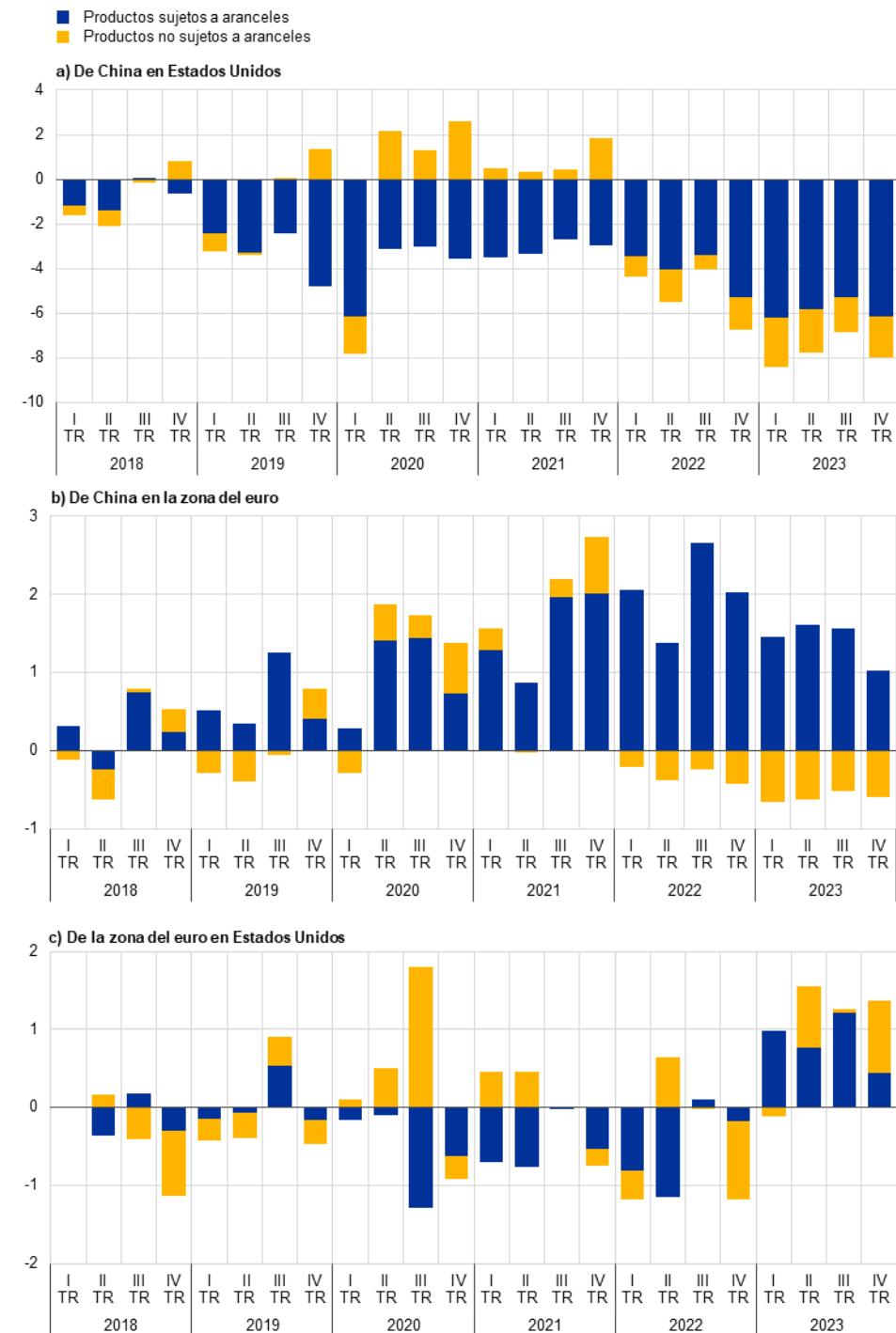
¹ Véase F. Haberkorn, T. Hoang, G. Lewis, C. Mix y D. Moore, «[Global trade patterns in the wake of the 2018-2019 U.S.-China tariff hikes](#)», *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 12 de abril de 2024.

² Véase C. P. Bown, «[Four years into the trade war, are the US and China decoupling?](#)», *PIIE RealTime Economics Blog*, 20 de octubre de 2022.

Gráfico B

Cambio en las cuotas de mercado de las importaciones

(variación en puntos porcentuales desde 2017)



Fuentes: Trade Data Monitor, Peterson Institute for International Economics y cálculos del BCE.

Notas: Los productos sujetos a aranceles son productos chinos afectados por los aranceles a las importaciones impuestos por Estados Unidos, como se indica en los documentos oficiales. Las cuotas se calculan sobre la base de las importaciones nominales. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2023.

Sin embargo, la zona del euro no aumentó su cuota de mercado en Estados Unidos. Con la aplicación de aranceles a las importaciones de Estados Unidos

provenientes de China, los productos de la zona del euro, en principio, habrían mejorado su competitividad en términos de precio en los mercados estadounidenses. Sin embargo, en comparación con 2017, la zona del euro no aumentó sustancialmente su cuota de mercado en las importaciones de Estados Unidos. La evolución de las cuotas de mercado no parece estar relacionada con los aranceles estadounidenses a China (panel c del gráfico B). Otros países con cestas de exportación más parecidas a las de China podrían haber incrementado su cuota de mercado en Estados Unidos al reconfigurarse las cadenas de suministro para reducir las importaciones directas del país americano procedentes de China³.

Los resultados empíricos de un modelo de gravedad confirman que algunas de las exportaciones chinas con destino a Estados Unidos se redirigieron hacia la zona del euro. Para evaluar los efectos en términos de desviación del comercio, se utiliza un modelo de gravedad estructural para los flujos comerciales bilaterales por rama de actividad en el sector manufacturero entre 2012 y 2023⁴. Los resultados (gráfico C) confirman un descenso considerable de las exportaciones chinas a Estados Unidos. Este descenso estuvo relacionado con las medidas comerciales, dado que estas prácticamente se duplicaron en número durante el período considerado, lo que redujo las importaciones a Estados Unidos procedentes de China en torno a un 10 %. Las exportaciones chinas se redirigieron, en gran medida, hacia los países del sur y del sudeste asiático, hacia la zona del euro y hacia otros mercados internacionales. Las restricciones comerciales impuestas por Estados Unidos a los productos chinos dieron lugar a un incremento estadísticamente significativo —de entre el 2 % y el 3 %— de las importaciones de la zona del euro procedentes de China.

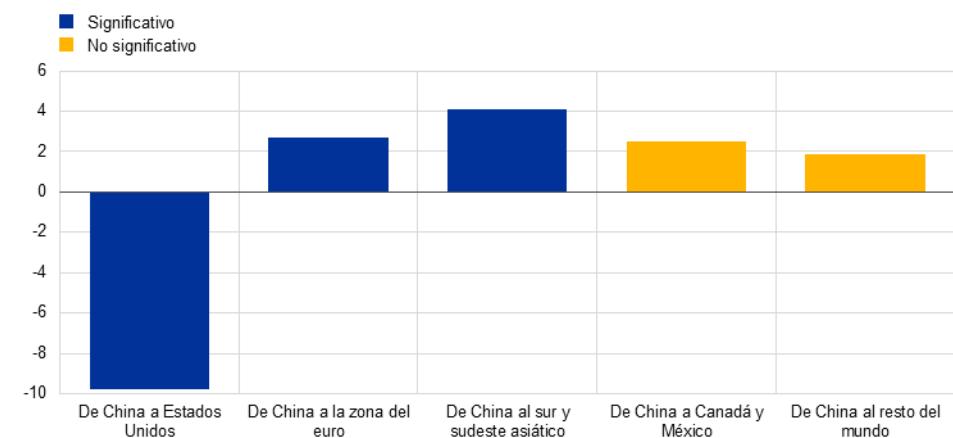
³ Véanse L. Alfaro y D. Chor, «*Global supply chains: The looming 'great reallocation'*», *Working Paper Series*, n.º 31661, National Bureau of Economic Research, septiembre de 2023, y C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic y M. Ruta, «*Is US trade policy reshaping global supply chains?*», *Journal of International Economics*, vol. 152, 104011, noviembre de 2024.

⁴ Se controla por los efectos del período de pandemia a través de la inclusión de: a) efectos frontera en los costes comerciales de carácter sectorial y variables en el tiempo, que recogen todos los factores globales no observables que afectan al comercio internacional frente al comercio nacional, y b) los efectos fijos sector exportador-tiempo y sector importador-tiempo, que controlan por cualquier dinámica sectorial específica de las exportaciones e importaciones de los países, incluidos factores de oferta o de demanda en sectores específicos como los observados durante la pandemia. Los niveles de precios también se tienen en cuenta mediante efectos fijos país-tiempo.

Gráfico C

Evidencia empírica del efecto de las restricciones estadounidenses a las importaciones sobre las exportaciones de China

(efectos, porcentajes)



Fuentes: UN Comtrade, ADB-MRIO, Global Trade Alert, base de datos RTA de Egger y Larch, y cálculos del BCE.

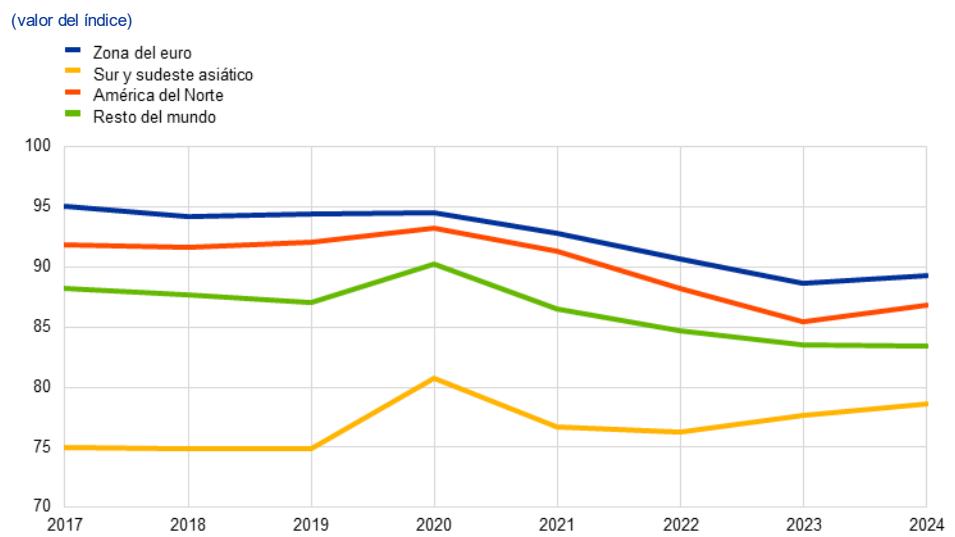
Notas: Las barras representan el coeficiente de las restricciones impuestas por Estados Unidos a las importaciones procedentes de China, en interacción con variables binarias, para los flujos bilaterales a partir de 2019 obtenidas de una regresión de gravedad por sector. Los efectos se calculan multiplicando las elasticidades estimadas por la variación observada en las restricciones de Estados Unidos a las importaciones chinas desde 2019. Las barras azules representan elasticidades estadísticamente significativas. La variable dependiente son las exportaciones nominales de bienes. La estimación se realiza utilizando el estimador de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson. El período muestral abarca de 2012 a 2023 e incluye 62 países y 15 sectores. Se tienen en cuenta los controles bilaterales/sectoriales variables en el tiempo, incluidas las medidas bilaterales de restricción del comercio variables en el tiempo por sector, los efectos frontera variables en el tiempo por sector, los efectos fijos sector-exportador/sector-importador-año y los efectos fijos exportador-importador-sector. Los errores estándar están agrupados por pares de países y sector.

A medida que cambió la dinámica del comercio mundial, China redirigió estratégicamente sus exportaciones, y la zona del euro pasó a ser un mercado alternativo clave debido a las similitudes estructurales entre las exportaciones chinas a Estados Unidos y las dirigidas a la zona del euro. Los indicadores de similitud (gráfico D) muestran que, de los socios comerciales de China, se consideró que la zona del euro era uno de los que mostraban mayor parecido con Estados Unidos. En consecuencia, la reorientación del comercio hacia la zona del euro fue un canal natural para los exportadores chinos que intentaban encontrar mercados alternativos. En paralelo, China redirigió el comercio con mayor intensidad aún hacia otros países, especialmente de Asia. Sin embargo, los motivos en este caso parecen ser diferentes, ya que las similitudes entre las exportaciones chinas y las importaciones de algunos países del sur y del sudeste asiático eran mucho menores. Más bien, la reorientación de las exportaciones chinas hacia estos países puede haber sido reflejo de los esfuerzos por reconfigurar las cadenas de suministro chinas hacia los países vecinos⁵.

⁵ Véase C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic y M. Ruta, *op. cit.* En el trabajo se concluye que los países que han sustituido a China en el mercado estadounidense también están experimentando un crecimiento más rápido de las importaciones procedentes de China. En S. Xue, *Trade Wars with FDI Diversion*, Princeton University, agosto de 2024, el autor señala que países como Vietnam, que son más susceptibles a la desviación del comercio, recibieron un volumen de inversión extranjera directa relativamente mayor tras la guerra comercial entre China y Estados Unidos.

Gráfico D

Similitud entre las exportaciones chinas a Estados Unidos y sus exportaciones a otras regiones



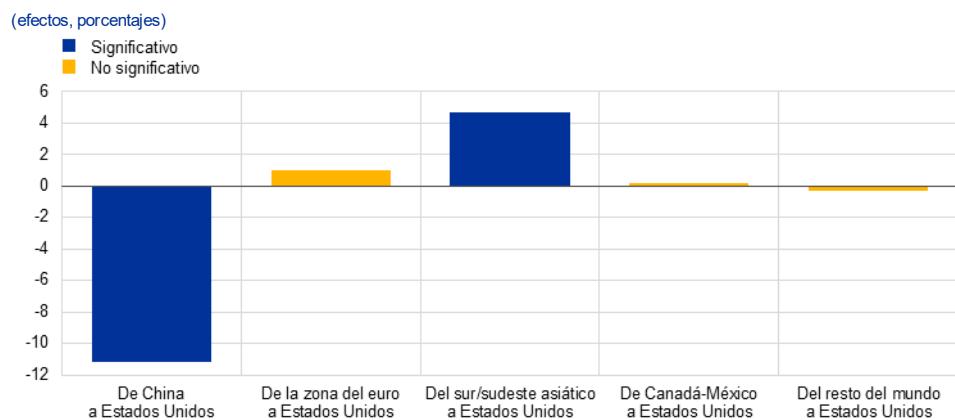
Fuentes: Trade Data Monitor; M. Finger y M. E. Kreinin, «A measure of “export similarity” and its possible uses», *Economic Journal*, vol. 89, n.º 356, pp. 905-912, diciembre de 1979, y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el índice de similitud de las exportaciones (ESI, por sus siglas en inglés) de Finger y Kreinin. Los valores del ESI oscilan entre 0 y 100, lo que indica el grado de similitud de las estructuras de exportación. Los valores más altos indican una mayor similitud en la composición sectorial de los bienes exportados. América del Norte incluye Canadá y México, y el sur y sudeste asiático comprende India, Indonesia, Tailandia y Vietnam.

Los resultados empíricos confirman que la zona del euro no incrementó sus exportaciones a Estados Unidos. Se utiliza el modelo de gravedad para analizar cómo se reconfiguraron las importaciones estadounidenses como consecuencia de la imposición de restricciones a las exportaciones chinas. Los resultados de la regresión de gravedad muestran que, al disminuir las exportaciones chinas a Estados Unidos, los países del sur y del sudeste asiático aumentaron sus exportaciones al país americano, ya que las cadenas globales de suministro desviaron la producción hacia los países vecinos de China, lo que confirma las conclusiones del párrafo anterior. El modelo de gravedad muestra que las exportaciones de la zona del euro con destino a Estados Unidos no crecieron significativamente (gráfico E). Este resultado refleja de nuevo las similitudes de las exportaciones. En 2018, la composición de las exportaciones de los países del sur y del sudeste asiático a Estados Unidos era muy similar a la de las exportaciones chinas a ese país. Cabe destacar que, a medida que otros países del sur y del sudeste asiático fueron sustituyendo a China en Estados Unidos, sus cestas de exportación pasaron a ser cada vez más similares, lo que confirma que reemplazaron progresivamente a China como socios comerciales de Estados Unidos. Por el contrario, entre los principales socios comerciales del país americano, la composición de la cesta de exportación de la zona del euro era la que mostraba menos similitud con la de China.

Gráfico E

Evidencia empírica del impacto de las restricciones a las importaciones estadounidenses procedentes de China



Fuentes: UN Comtrade, ADB-MRIO, Global Trade Alert, base de datos RTA de Egger y Larch, y cálculos del BCE.
Nota: Véanse las notas del gráfico C.

Las barreras comerciales continúan elevándose, con consecuencias para la zona del euro. Un nuevo período de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China podría tener efectos negativos sobre la demanda exterior neta y el crecimiento de la zona del euro. Sin embargo, cualquier efecto de desviación del comercio dependerá considerablemente de la configuración de las barreras comerciales bilaterales de Estados Unidos y de las respuestas a las mismas. Además, es fundamental tener en cuenta que las estructuras comerciales han evolucionado en los últimos siete años, lo que podría dar lugar a efectos diferentes de los observados en períodos anteriores.

3

¿Quién quiere trabajar más? Nuevo análisis del descenso de las horas medias trabajadas

Clémence Berson y Marco Weissler

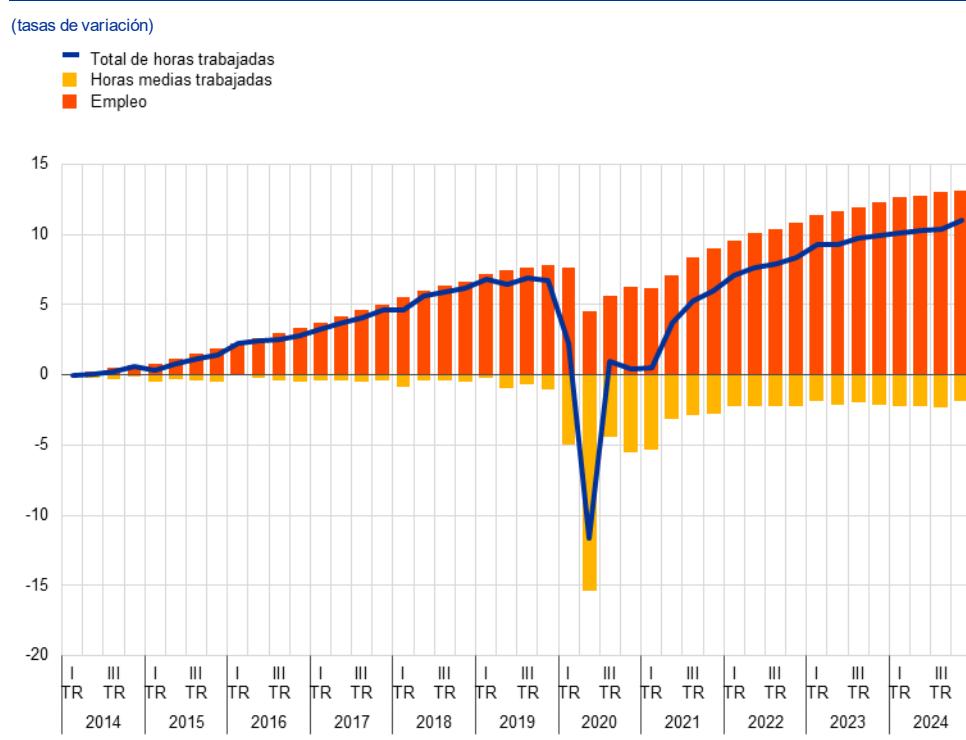
En la mayoría de los países de la zona del euro, las horas medias trabajadas por empleado asalariado han ido disminuyendo desde 2020 y se mantienen por debajo de los niveles previos a la pandemia. El descenso fue especialmente acusado en 2020 debido a las medidas adoptadas para reducir la propagación del COVID-19¹. Los datos de las cuentas nacionales muestran que, en el cuarto trimestre de 2024, las horas medias trabajadas seguían siendo un 1,8 % inferiores a las registradas una década antes (gráfico A) a pesar de que la proporción de trabajadores a tiempo parcial se mantuvo prácticamente estable durante el mismo período. Este retroceso ha ido acompañado de un aumento del empleo, que en los diez últimos años ha crecido un 13,1 % —unos 19,9 millones de personas aproximadamente— en la zona del euro en su conjunto. Por lo tanto, el total de horas trabajadas se incrementó aunque las horas medias trabajadas por empleado disminuyeron. En este recuadro se utilizan datos de la encuesta de población activa (LFS, por sus siglas en inglés) de la Unión Europea para analizar en qué medida el descenso de las horas medias trabajadas se debió a los trabajadores que trabajaron cero horas (por ejemplo, por estar de vacaciones o de baja por enfermedad) o a los que trabajaron jornadas largas (por ejemplo, al hacer horas extraordinarias) durante la semana de referencia².

¹ Véase el artículo titulado «[Hours worked in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

² En la LFS se formula la siguiente pregunta: «En total, durante la semana comprendida entre el lunes [fecha] y el domingo [fecha], ¿cuántas horas trabajó realmente en su trabajo principal?» y se utiliza una semana de referencia para determinar la fecha. Si el empleado estuvo ausente toda la semana (por vacaciones, enfermedad, baja por maternidad/paternidad, etc.), la respuesta será 0. Debido a las dudas con respecto a los datos de Eslovaquia y de Irlanda, ambos países fueron eliminados del agregado de la zona del euro. Los que trabajaron cero horas o más de 49 horas durante la semana de referencia se clasificaron como empleados con «cero horas» o «jornadas largas», respectivamente. Aunque estas categorías solo representaban alrededor del 12 % y del 4 % de todos los trabajadores en 2023, tienen un fuerte impacto en las horas medias trabajadas en comparación con los empleados que trabajaron las «horas ordinarias» (1-49 horas semanales).

Gráfico A

Contribución de las horas medias trabajadas a la variación del total de horas trabajadas desde 2014



Fuentes: Eurostat y cuentas nacionales.

Tanto los factores de oferta como los de demanda de trabajo han influido en el descenso de las horas medias trabajadas. El ciclo económico tiene un impacto directo en las horas trabajadas. Antes de despedir a trabajadores, las empresas recurren primero al margen intensivo del factor trabajo y reducen el número de horas trabajadas por sus empleados. En consecuencia, una menor demanda de mano de obra puede conducir al atesoramiento de empleo (*labour hoarding*), que se refiere a que las empresas deciden mantener a los trabajadores en plantilla incluso cuando no están trabajando a plena capacidad, dado que consideran que la caída de la demanda es transitoria y que los despidos y las nuevas contrataciones conllevan un coste demasiado elevado³. A su vez, la menor oferta de mano de obra puede reducir las horas medias trabajadas debido, por ejemplo, a cambios en las preferencias de trabajo o al incremento de las bajas por enfermedad y los permisos parentales⁴. Si estos efectos son particularmente pronunciados para determinados grupos demográficos (por ejemplo, los trabajadores más jóvenes o los de más edad) o en determinados sectores de la economía, los efectos de composición podrían tener un impacto en las horas medias trabajadas.

³ Véase P. Baptista, C. Bates, A. Dias da Silva, M. Dossche y M. Weissler, «[Those who work less worry more: the effect of lower workloads on consumption](#)», *The ECB Blog*, BCE, 20 de febrero de 2024.

⁴ Véanse O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva y M. Mohr, «[More jobs but fewer working hours](#)», *The ECB Blog*, BCE, 7 de junio de 2023, y D. Astinova, R. Duval, N.-J. Hansen, B. Park, I. Shibata y F. Toscani, «[Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe](#)», *IMF Working Papers*, n.º 2024/002, FMI, 12 de enero de 2024.

La disminución de las horas medias trabajadas obedece en gran medida a la menor proporción de empleados que trabajaron jornadas largas y a la mayor proporción de los que trabajaron cero horas durante la semana de referencia⁵.

Los datos detallados de la encuesta de población activa (LFS) de la UE hasta 2023 confirman el descenso observado en las horas medias trabajadas (gráfico B), pero también ponen de relieve diferencias significativas entre países. En conjunto, en 2023, la jornada semanal media trabajada (medida por la LFS) continuó siendo 0,6 horas a la semana —un 1,8 %— inferior a la registrada en 2014. Esta diferencia es atribuible principalmente a la menor proporción de empleados que trabajaron jornadas largas (definidas como las de más de 49 horas semanales), cuyo peso pasó del 6,5 % al 3,7 % de todos los asalariados. Aunque estos empleados suponen solo una pequeña proporción del total, la acusada reducción de su jornada laboral afectó a la media de la zona del euro⁶. Asimismo, los que trabajaron cero horas tuvieron un gran impacto en las horas medias trabajadas durante la pandemia. Aunque en 2022 alrededor de una tercera parte del descenso de las horas medias trabajadas se debió a los empleados que trabajaron cero horas, su contribución en 2023 fue prácticamente neutral, en consonancia con la disminución de la tasa de empleados de baja por enfermedad. Si se excluye a los empleados que trabajaron jornadas largas o cero horas, las horas medias trabajadas fueron 0,1 horas más en 2023 que en 2014, y se mantuvieron en un nivel básicamente estable durante ese período⁷.

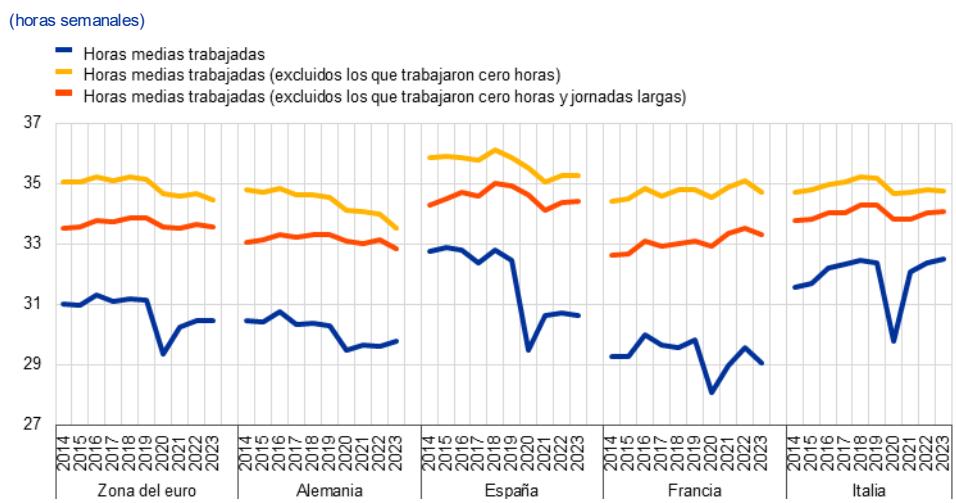
⁵ Véase el artículo titulado «*Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024*», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024.

⁶ En promedio, los empleados con jornadas largas trabajaron 57 horas semanales en 2023, muy por encima de la media general de 31 horas.

⁷ En Astinova *et al.*, *op. cit.* se muestra que las horas medias trabajadas han tendido a reducirse y a converger en los países europeos. Esta convergencia se ha visto impulsada, sobre todo, por el descenso de la proporción de los que trabajan jornadas largas. Las horas medias trabajadas de los empleados que trabajan menos de 50 horas a la semana no han convergido en los últimos años.

Gráfico B

Horas medias trabajadas por todos los asalariados y el total si se excluye a los que trabajaron cero horas/jornadas largas



Fuentes: Eurostat y encuesta de población activa de la UE.

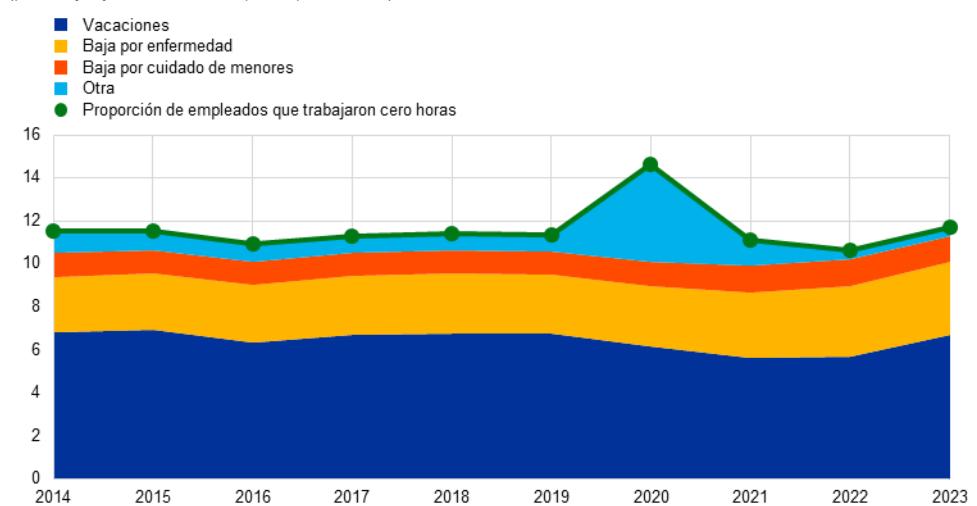
Notas: Los datos incluyen a los trabajadores de entre 20 y 64 años. Las líneas muestran las horas medias trabajadas durante la semana de referencia. «Jornadas largas» se define como las de más de 49 horas semanales.

La proporción de empleados que trabajaron cero horas se ha revertido en su mayor parte desde el máximo alcanzado en la pandemia. La proporción de los asalariados que no trabajaron durante la semana de referencia retornó en parte al nivel registrado antes de la pandemia tras el máximo observado durante la crisis pandémica (gráfico C). Sin embargo, se mantuvo en niveles elevados, sobre todo en España y en Francia (4 y 1 puntos porcentuales, respectivamente, más elevada en 2023 que en 2014). En ambos países se modificó la regulación laboral, lo que facilitó la entrada de trabajadores marginales a través de contratos fijos discontinuos en España y de contratos de aprendizaje en Francia. Estos empleados trabajan con más frecuencia con jornadas irregulares (por ejemplo, fuera de temporada o durante períodos de formación) y, por lo tanto, tienen más semanas de trabajo con cero horas. Como se ha mencionado anteriormente, la proporción de los asalariados que trabajan cero horas también se está viendo afectada todavía por el ligero incremento de las bajas por enfermedad y los permisos parentales.

Gráfico C

Proporción de asalariados que trabajaron cero horas y razón principal para trabajar cero horas

(porcentajes y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y encuesta de población activa de la UE.

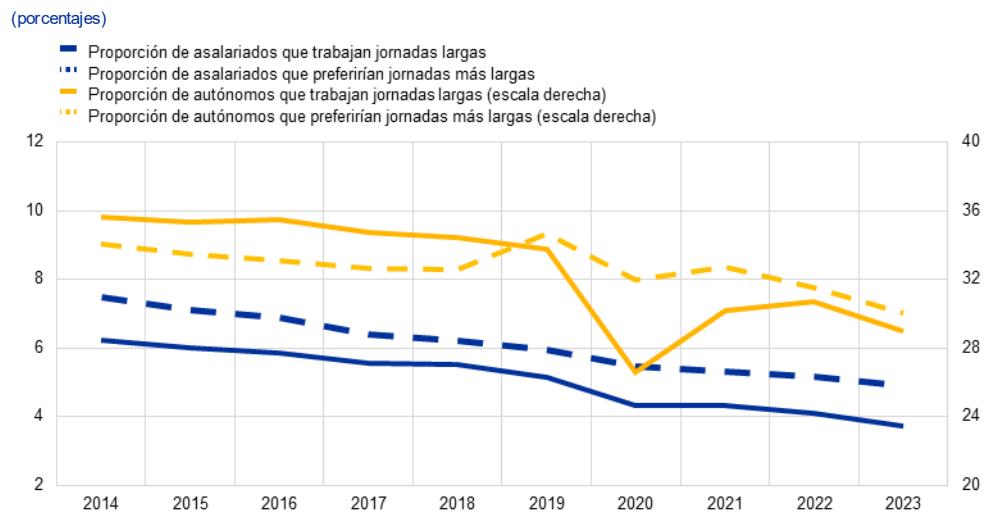
Nota: Los datos incluyen a los trabajadores de entre 20 y 64 años.

La proporción de personas que trabajan jornadas largas ha continuado su tendencia a la baja prepandemia y recientemente ha disminuido con más rapidez que la proporción de los que preferirían jornadas más largas. Aunque algunos empleados siguen teniendo como objetivo trabajar muchas más horas de las que trabajan realmente (por ejemplo, los empleados a tiempo parcial), la proporción de los que preferirían jornadas más largas está disminuyendo (gráfico D). Esta tendencia es bastante homogénea en los distintos países de la zona del euro y también entre los trabajadores por cuenta propia. Alrededor del 29 % de los autónomos trabajan jornadas largas, pero en el caso de los trabajadores por cuenta ajena la proporción es inferior al 4 %⁸. En la última década, estas proporciones han disminuido 7 y 2 puntos porcentuales, respectivamente. La preferencia por jornadas más largas se ha ido reduciendo bastante en consonancia con las jornadas largas realmente trabajadas, lo que sugiere que el descenso de estas últimas obedece a la oferta de mano de obra, al menos en parte, y es probable que persista. Sin embargo, el retroceso de esta proporción tras la pandemia fue ligeramente mayor que el que experimentó la proporción de los asalariados que preferían jornadas más largas. De lo anterior se desprende que la disminución de las horas medias trabajadas no se ha debido íntegramente a la menor preferencia por trabajar jornadas más largas, sino que también puede ser atribuida, en parte, a la baja demanda de mano de obra, que podría recuperarse de forma cíclica.

⁸ Esta proporción varía considerablemente en función de la profesión. Entre los directivos, la proporción de los empleados que trabajaron jornadas largas alcanzó el 14 % en 2023 (frente al 24 % en 2014).

Gráfico D

Proporción de trabajadores que trabajan jornadas largas y que preferirían jornadas más largas



Fuente: Eurostat.

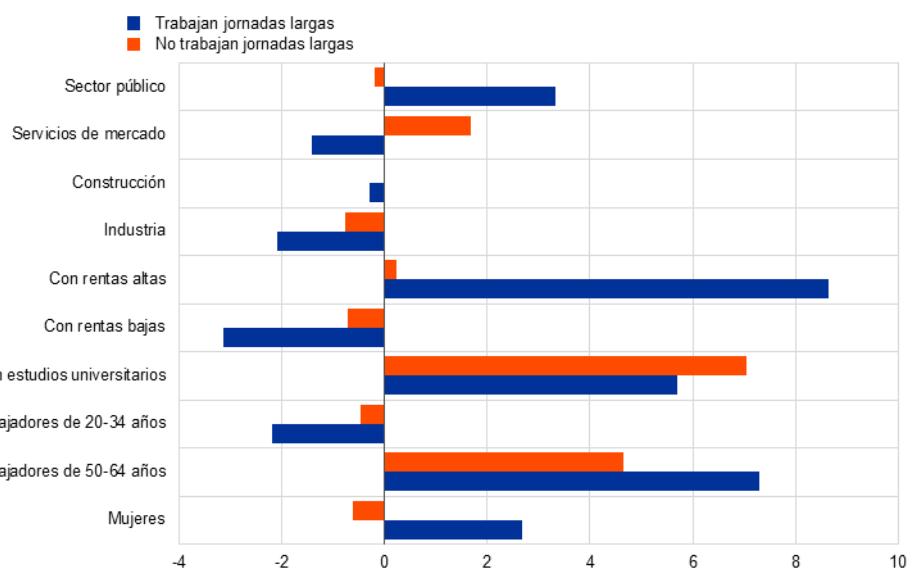
Nota: Los datos incluyen a los trabajadores de entre 20 y 64 años.

En comparación con 2014, es más frecuente que los empleados asalariados con jornadas largas trabajen en el sector público y es menos frecuente que tengan estudios universitarios que los que no tienen jornadas largas. El mayor cambio de composición estuvo impulsado por el incremento de la tasa de empleados con rentas altas entre los que trabajan jornadas largas. Si bien el 59 % de todos los asalariados con jornadas largas en 2014 se encontraban en las tres deciles superiores de renta, esta proporción ascendió hasta el 68 % en 2023 (gráfico E). Al mismo tiempo, la proporción de empleados del sector público con un nivel elevado de horas medias trabajadas es más alta que hace una década, mientras que la proporción de los que trabajan en los sectores del comercio y la industria es más baja. Además, la proporción de trabajadores con estudios universitarios aumentó entre los que trabajan jornadas largas, pero en menor medida que en el conjunto de la economía.

Gráfico E

Variación de la proporción de todos los asalariados que trabajan/no trabajan jornadas largas desde 2014

(variación en puntos porcentuales)



Fuente: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos incluyen a los trabajadores de entre 20 y 64 años. «No trabajan jornadas largas» se define como los que trabajan entre 0 y 49 horas a la semana. Los asalariados con rentas altas (bajas) son los que se encuentran en las tres deciles superiores (inferiores) de renta. Las barras muestran la variación en la proporción de todos los asalariados que trabajan (no trabajan) jornadas largas que pertenecen a cada categoría. Por ejemplo, la proporción de empleados del sector público aumentó 3,3 puntos porcentuales en el caso de los que trabajan jornadas largas, mientras que disminuyó 0,2 puntos porcentuales en el grupo de los que no trabajan jornadas largas.

4

Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Gabe de Bondt, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 79 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 17 y el 26 de marzo de 2025, antes de que Estados Unidos anunciara la imposición de aranceles el 26 de marzo y el 2 de abril¹.

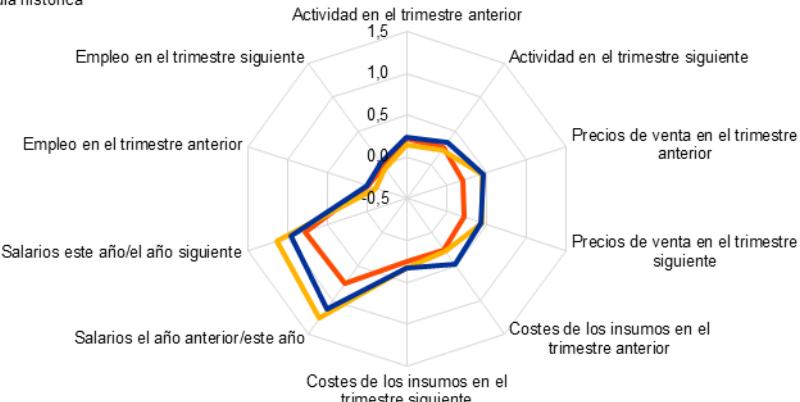
Los contactos señalaron una mejora gradual del dinamismo de la actividad, debido, sobre todo, a la recuperación incipiente del sector industrial (gráfico A y gráfico B). La información obtenida de los contactos fue acorde con una ligera mejora del crecimiento económico tanto en el primer trimestre como en el segundo. Esto reflejó la percepción relativamente generalizada de que la producción de las manufacturas y de la construcción había llegado a su nivel mínimo —o lo había superado— y que los pedidos estaban repuntando o se esperaba que lo hicieran a lo largo de 2025. El crecimiento de los servicios seguía siendo bastante estable.

Gráfico A

Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al primer y segundo trimestre de 2025, respectivamente, mientras que, en la encuesta anterior, estos corresponden al cuarto trimestre de 2024 y al primero de 2025. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica es una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

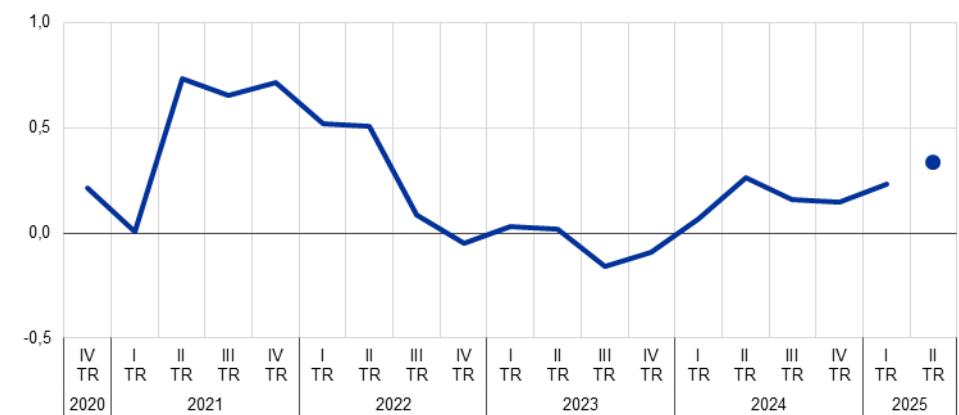
¹ Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», Boletín Económico, número 1, BCE, 2021.

Los contactos continuaron expresando opiniones dispares sobre el gasto en consumo. La mayoría de los contactos del sector de bienes de consumo señalaron que la demanda era buena o se estaba recuperando, lo que algunos atribuían a la fortaleza del mercado de trabajo y a la recuperación del poder adquisitivo. Destacaron particularmente las menciones relativas a la mejora de la demanda de electrodomésticos y de productos de electrónica de consumo. Los contactos de esos sectores afirmaron que esto reflejaba en parte la sustitución de los dispositivos adquiridos durante la pandemia. En cambio, la mayoría de los contactos del sector de comercio minorista señalaron una actividad relativamente débil que achacan a los efectos persistentes de la anterior escalada de la inflación —la percepción de que la inflación es más elevada que la realmente observada— y a la incertidumbre que deteriora la confianza de los consumidores. Asimismo, mientras que unos pocos declararon que el cambio experimentado por la demanda en los últimos años hacia artículos de precios más bajos había revertido en parte, muchos lo consideran permanente en gran medida. Los contactos del sector de turismo y viajes se dividieron en general entre los que creían —y anticipaban— que el crecimiento de la demanda continuaría siendo intenso y los que consideraban que las reservas estaban aumentando menos de lo esperado.

Gráfico B

Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos). Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

A pesar de la elevada incertidumbre, se observaron señales de que la demanda de maquinaria y bienes de equipo se estaba recuperando y de que la actividad constructora empezaba a mejorar. La mayoría de los contactos del sector de maquinaria —o sus proveedores— consideraban que la actividad había tocado fondo, y se apreciaban señales incipientes de recuperación de los pedidos. La mejora de la confianza estaba relacionada en parte con los recientes anuncios de aumento (de la financiación) del gasto público en defensa e infraestructuras, que en primera instancia impulsaría a los (posibles) proveedores a invertir en la adaptación y la expansión de la capacidad. La mayoría de los contactos del sector de la construcción —o sus proveedores— también señalaron que la actividad estaba

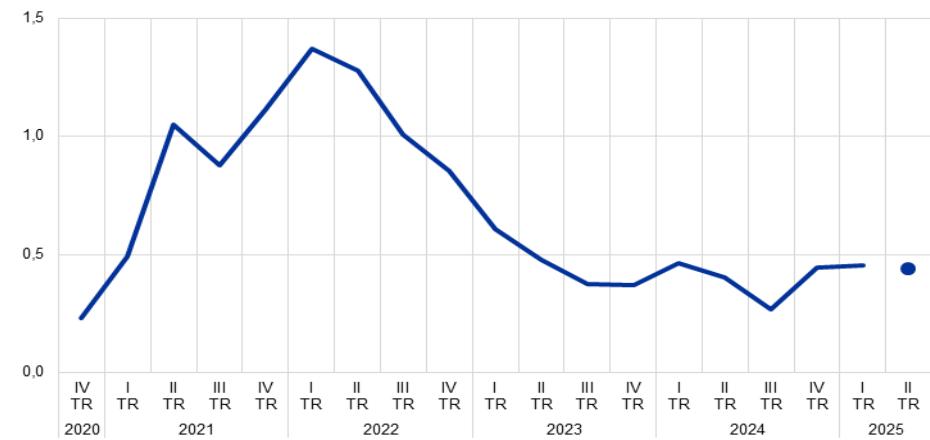
mejorando, dado que el descenso de los tipos de interés había empezado a surtir efecto. El hecho de que muchas empresas continuaran centrando su atención en la productividad y en la reducción de costes estaba estimulando la demanda de inteligencia artificial y de computación en la nube, un factor importante para el crecimiento de los servicios empresariales. Con todo, varios proveedores de dichos servicios (incluidos los servicios de empleo, tecnológicos y de consultoría) mencionaron que los clientes habían interrumpido grandes proyectos en vista de la actual incertidumbre relativa, por ejemplo, a los aranceles. La demanda de automóviles para uso privado se estaba estancando en general y se esperaba que permaneciera en niveles bajos o que creciera solo tímidamente a corto plazo. En cambio, la industria de vehículos pesados parecía estar preparándose para expandir su producción más avanzado este año y los productores (y proveedores de bienes de equipo) de otro material de transporte indicaron que el crecimiento del producto continuaba siendo intenso debido a las abultadas carteras de pedidos pendientes.

Las perspectivas de empleo estaban mejorando ligeramente, pero seguían siendo relativamente planas, puesto que las empresas continuaban centrándose en la eficiencia y en la productividad. Muchas empresas mantuvieron un enfoque conservador con respecto a la gestión de la plantilla e hicieron especial hincapié en el control de costes. La amortización natural de puestos de trabajo, la congelación de las contrataciones y las jubilaciones anticipadas en lugar de los despidos fueron las herramientas principales para reducir la plantilla, incluso en las industrias manufactureras intensivas en energía y en el sector del automóvil, que se estaban ajustando a niveles de actividad estructuralmente más bajos. Sin embargo, aumentaban las oportunidades laborales en los sectores de la construcción y de defensa, y el empleo estaba creciendo, aunque con moderación, en la mayoría de los servicios. La contratación continuó siendo un reto para muchas empresas, pero menor en comparación con gran parte del pasado reciente. Las tasas de abandono se mantuvieron en niveles reducidos y algunos contactos señalaron que se estaba prestando más atención al seguimiento de los costes relacionados con el absentismo. Las agencias de colocación siguieron manifestando que se estaban reduciendo los puestos de trabajo temporales y fijos, lo que en términos históricos ya constituía una desaceleración excepcionalmente larga.

Gráfico C

Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

Los contactos señalaron un crecimiento moderado de los precios y ningún cambio en el dinamismo en general ni en las perspectivas a corto plazo

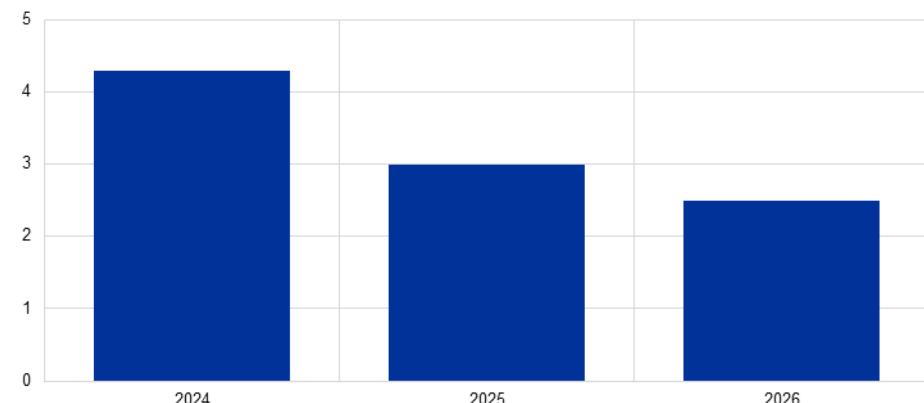
(gráfico A y gráfico C). Aunque los precios en los servicios seguían aumentando en mayor medida que en la industria, los contactos apuntaron a cierta convergencia, dado que las subidas de los precios estaban repuntando en las manufacturas y disminuyendo ligeramente en los servicios. Los contactos de los sectores de bienes de equipo y de bienes de consumo indicaron en general un entorno de fijación de precios «normal» con incrementos moderados y márgenes estables, mientras que los precios de muchos bienes intermedios estaban tocando fondo o empezando a repuntar desde los mínimos registrados recientemente. El crecimiento de los precios en gran parte de los servicios se mantuvo en niveles relativamente sólidos. No obstante, algunos contactos del sector de turismo y viajes apuntaron a aumentos de los precios más moderados conforme el crecimiento de la demanda se debilitaba, al igual que los contactos de algunos servicios empresariales en los que los clientes estaban recortando costes o interrumpiendo las inversiones. El incremento de los precios siguió siendo débil en la mayor parte del sector minorista en un contexto de intensa competencia por lograr cuota de mercado y de consumidores sensibles a los precios.

Los contactos se mostraron cada vez más seguros de que el crecimiento de los salarios se estaba moderando (gráfico D). Una media simple de las indicaciones cuantitativas proporcionadas implicaría una desaceleración del avance de los salarios, desde el 4,3 % en 2024 hasta el 3 % en 2025 y el 2,5 % en 2026. La indicación correspondiente a 2025 se situó alrededor de medio punto porcentual por debajo de lo señalado en encuestas anteriores. Salvo unas pocas excepciones, los contactos consideraban que las perspectivas de los salarios eran ahora «normales» y que probablemente las subidas serían acordes con la inflación y las ganancias de productividad.

Gráfico D

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2024 y sus expectativas para 2025 y para 2026. Las medias correspondientes a 2024, 2025 y 2026 se basan en las indicaciones facilitadas por 70, 68 y 44 contactos, respectivamente.

En esta encuesta se preguntó a los contactos si los anuncios sobre los aranceles y sobre el gasto en defensa los habían llevado a reevaluar las perspectivas relativas a la actividad o a los precios. Si bien la mayoría de esos anuncios (hasta mediados/finales de marzo) no habían dado lugar a ninguna reevaluación, un número ligeramente mayor de los contactos que sí habían reevaluado las perspectivas las consideraron positivas más que negativas, como consecuencia de los anuncios sobre el gasto en defensa. La mayoría de los contactos seguían manteniendo una actitud de espera en relación con los aranceles o continuaban siendo escépticos con respecto a su introducción o duración, considerándolos un riesgo y no parte del escenario base. El escepticismo sobre los aranceles reflejaba la opinión de que tendrían efectos negativos para los consumidores en Estados Unidos y que sería poco probable que estimulasesen una mayor inversión en el país, dado que las empresas serían reacias a adoptar decisiones a largo plazo en respuesta a cambios posiblemente transitorios en las políticas. Hasta ese momento, el impacto principal de los aranceles anunciados había sido llevar a las empresas a interrumpir algunas inversiones y reevaluar su dependencia de insumos procedentes de Estados Unidos. Los contactos que habían reevaluado sus perspectivas en vista de los aranceles vigentes o anticipados esperaban que la actividad disminuyera y, en conjunto, que los precios subieran (gráfico E). Lo último reflejaba expectativas cada vez mayores de que los gravámenes impuestos por Estados Unidos darían lugar a contramedidas, incluidas salvaguardias para mitigar la desviación de los flujos comerciales.

Los planes para aumentar el gasto en defensa, incluso en el área de la seguridad digital y la ciberseguridad, podrían comenzar a impulsar la actividad en un plazo relativamente rápido. Los incrementos anunciados (de la financiación) del gasto en defensa —a los que muchos añadieron el gasto en infraestructuras en Alemania— se consideraron suficientemente acusados y seguros para elevar las expectativas de demanda futura de muchos bienes y servicios (aunque solo suelen afectar a una pequeña parte de la base de clientes). Muchas empresas tenían

planes para aumentar o adaptar la capacidad que podrían ponerse en marcha si quedaba claro que una parte suficiente del nuevo gasto se dirigiría a empresas europeas, y que esto iría precedido del crecimiento de la demanda de bienes intermedios. No obstante, unos pocos contactos manifestaron su preocupación por que el gasto público se reorientase en detrimento de proyectos de inversión o por que el incremento de la deuda y de las presiones inflacionistas se tradujera en tipos de interés más elevados. Algunos esperaban que el mayor gasto en defensa ejerciera presiones al alza sobre los precios a través del aumento de la demanda de materiales, componentes y personal cualificado.

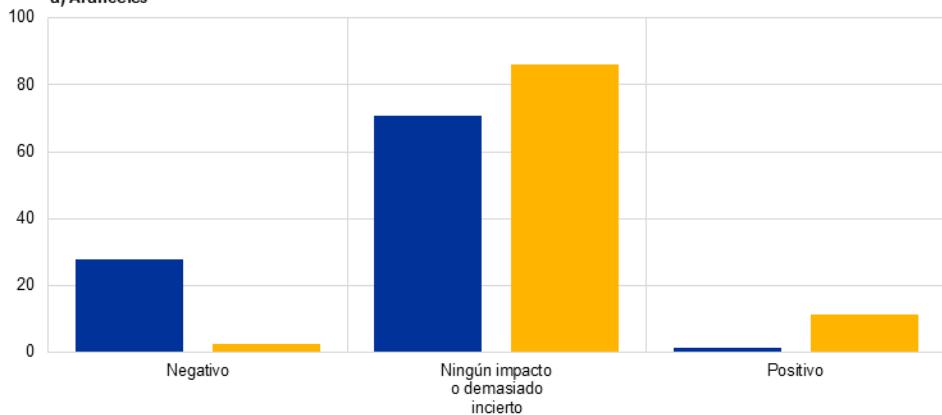
Gráfico E

Impacto de los anuncios de aranceles y de defensa sobre las perspectivas de las empresas relativas a la actividad y a los precios

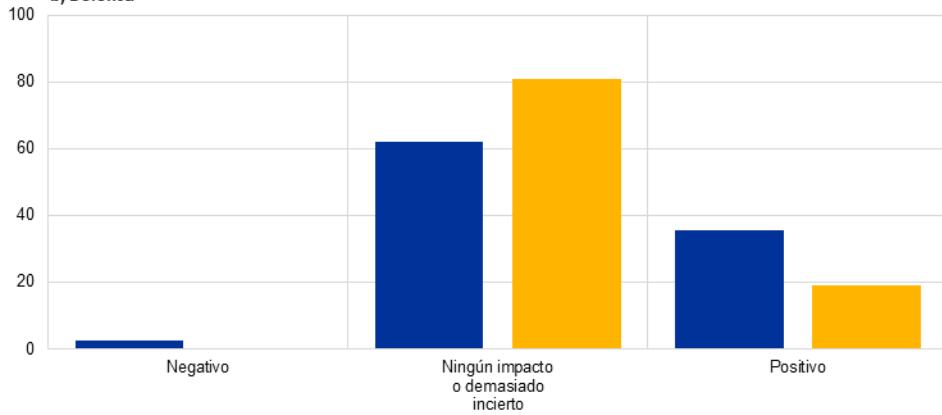
(porcentajes)

■ Actividad
■ Precios

a) Aranceles



b) Defensa



Fuente: BCE.

5

Una panorámica de las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores

Pedro Baptista, Colm Bates, Omiros Kouavas, Justus Meyer y Katia Werkmeister

Las medidas de las expectativas de inflación que se publican en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) se han complementado con una nueva medida de las expectativas a cinco años vista a partir de abril de 2025. Desde abril de 2020, la encuesta solo recogía medidas mensuales de las expectativas de inflación a corto plazo (a un año vista) y a medio plazo (a tres años vista) de los consumidores. Aunque las expectativas a tres años revisten particular importancia para valorar los riesgos de inflación a medio plazo, a partir de agosto de 2022, la CES incorporó una medida de las expectativas a cinco años vista con el fin de mejorar la capacidad del BCE para realizar un seguimiento de las expectativas de inflación a más largo plazo^{1, 2}. En este recuadro se examina la evolución de estas expectativas a largo plazo (a cinco años) y su utilidad para evaluar el grado de anclaje de las expectativas de inflación.

Pese a la escalada que experimentó la inflación en la zona del euro a raíz de la reapertura de la economía tras la pandemia y de la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia, las expectativas de inflación a largo plazo se han mantenido próximas al objetivo del BCE del 2 %. La mediana de las expectativas de la tasa de inflación interanual a cinco años vista se ha mantenido notablemente estable desde 2022, en torno al 2,1 %, tras haber descendido con respecto al nivel máximo inicial del 2,3 % registrado en agosto de 2022, cuando la inflación se situó en el 9,1 % (panel a del gráfico A). La media de las expectativas ha seguido un patrón similar (panel b del gráfico A)³. La estructura temporal a la baja de estos indicadores, además de la estabilidad de las expectativas a cinco años, demuestra que es evidente que los consumidores han estado esperando que la tasa de inflación se acerque al objetivo del BCE con el tiempo, lo que pone de manifiesto que las expectativas de inflación se han mantenido firmemente ancladas.

¹ Véanse K. Bańkowska *et al.*, «[ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 287, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2021, y F. D'Acunto *et al.*, «[Household inflation expectations: an overview of recent insights for monetary policy](#)», *Discussion Paper Series*, n.º 24, BCE, Frankfurt am Main, 2024.

² Los encuestados deben señalar qué creen que pasará con los precios en el período de doce meses dentro de cinco años seleccionando una de las siguientes opciones de respuesta: «los precios aumentarán (un poco/mucho)», «los precios disminuirán (un poco/mucho)» o «los precios se mantendrán exactamente igual (variación del 0 %)». Además, se incluye una pregunta abierta en la que los participantes en la encuesta deben indicar sus expectativas de variación de los precios, en porcentaje. La opción «no sabe» no figura para evitar sesgos selectivos por no respuesta.

³ Las expectativas de inflación cuantitativas de los consumidores suelen presentar una asimetría hacia la derecha (es decir, la media es superior a la mediana), ya que una proporción relativamente reducida de los encuestados espera variaciones negativas de los precios y los valores atípicos tienden a ser positivos.

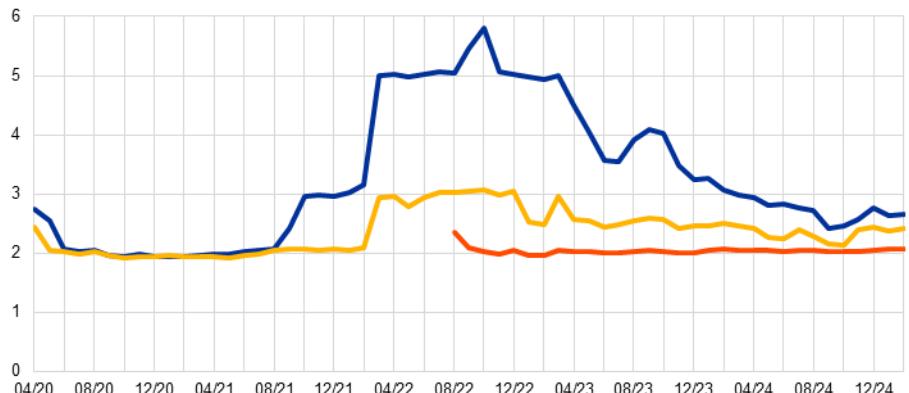
Gráfico A

Expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores

a) Mediana de las expectativas

(tasa de variación, mediana)

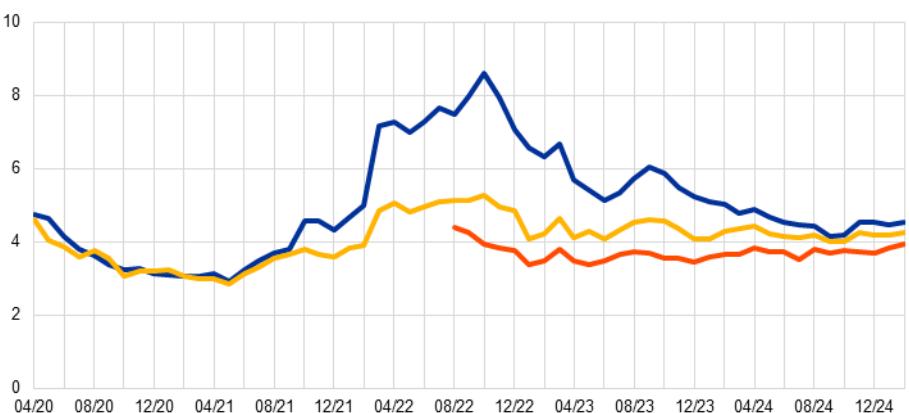
- A un año vista
- A tres años vista
- A cinco años vista



b) Media de las expectativas

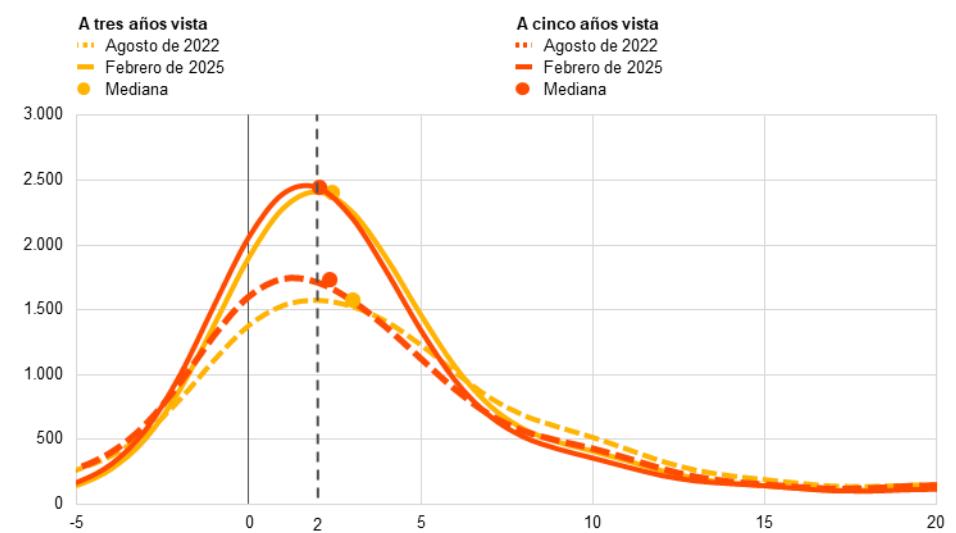
(tasa de variación, media)

- A un año vista
- A tres años vista
- A cinco años vista



c) Distribución de las expectativas

(tasa de variación, frecuencia)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Notas: Estadísticas ponderadas por la población. Las expectativas se winsorizan en cada ola de la encuesta y país (2-98). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025. En el panel c, la línea discontinua gris indica el nivel de variación del 2 %. El gráfico muestra una distribución que interpola linealmente las respuestas de manera simétrica, con el fin de evitar el redondeo en la información original. Para visualizar el gráfico se ha seleccionado una amplitud de banda de 2.

Las expectativas de inflación a más largo plazo de los consumidores se concentran en mayor grado en torno al objetivo de inflación a medio plazo del BCE que en los horizontes más cortos. Al comparar la distribución completa de las expectativas de inflación en los horizontes a tres y cinco años (panel c del gráfico A) se observa que gran parte de las expectativas a más largo plazo de los encuestados se sitúan próximas al objetivo de inflación del BCE del 2 %. Sin embargo, una proporción sustancial de dichas expectativas también se sitúa por debajo del objetivo y muestra una cola derecha considerable (panel c del gráfico A). Ambas distribuciones se concentran alrededor del objetivo del 2 %, y sus respectivos máximos pasaron a ser más pronunciados a medida que las tasas de inflación de la zona del euro disminuyeron entre 2022 y 2024. Cabe destacar que, tanto en agosto de 2022 como en febrero de 2025, la concentración en torno al objetivo del 2 % es mayor para las expectativas de inflación a cinco años que para las expectativas a tres años. El hecho de que la mediana de las expectativas de inflación a cinco años sea más baja que a tres años refleja también una prevalencia ligeramente mayor de las expectativas de inflación cero en el horizonte a más largo plazo⁴. Conforme la inflación fue descendiendo, la proporción de expectativas de inflación a más largo plazo situadas en torno al objetivo aumentó (panel a del gráfico B)⁵.

⁴ En febrero de 2025, el 21,3 % de los encuestados esperaba que los precios se mantuvieran «sin variación» en el horizonte a cinco años, un porcentaje algo más elevado que en el horizonte a tres años (17,6 %). Las expectativas de inflación cero en horizontes más largos podrían reflejar una combinación de incertidumbre y creencias sobre la estabilidad de precios que los encuestados reportarían erróneamente como ausencia de variaciones de los precios.

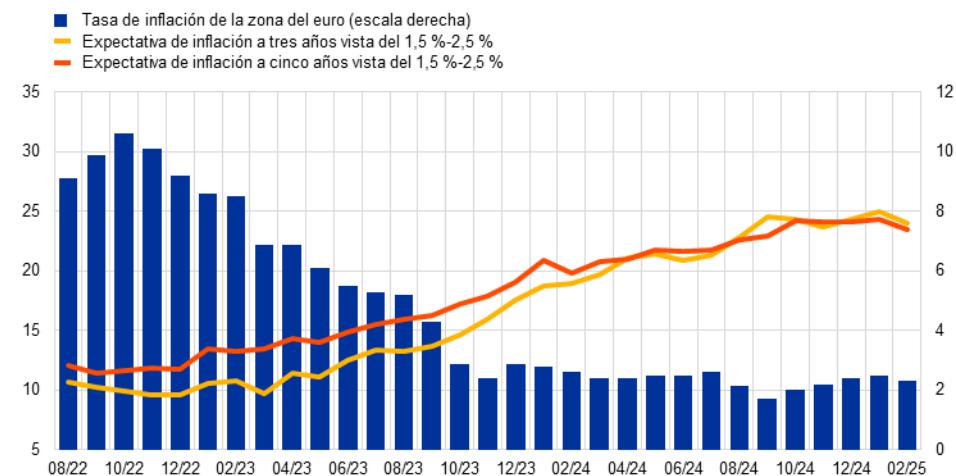
⁵ Un porcentaje considerable de los encuestados reportan expectativas que se apartan mucho de la mediana, lo que indica que la dispersión de las expectativas es mayor entre los consumidores que, por ejemplo, entre los expertos en previsión económica.

Gráfico B

Expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores y el objetivo del BCE del 2 %

a) Expectativas próximas al objetivo

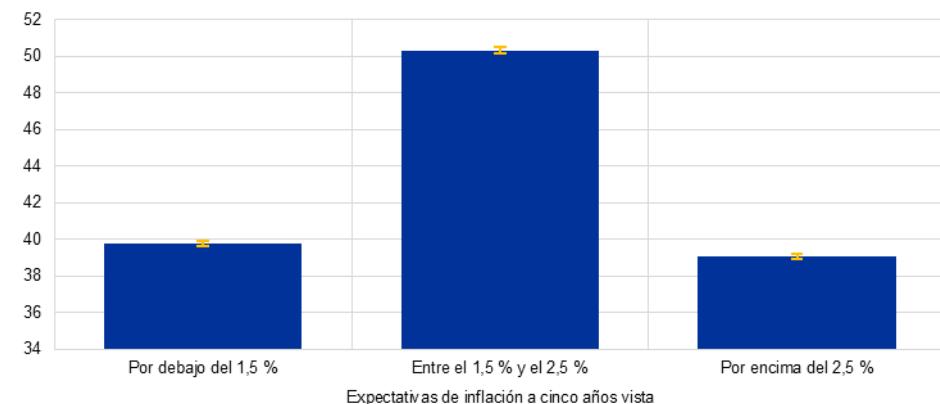
(escala izquierda: porcentaje de consumidores; escala derecha: tasa de variación)



b) Expectativas de inflación a cinco años vista y probabilidad de que la inflación se sitúe en torno al objetivo

(probabilidad media en porcentaje)

Legend: Blue bar = Percepción de la credibilidad del BCE a través de su capacidad para mantener la estabilidad de precios; Yellow line = Intervalo de confianza del 95 %



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Notas: Estadísticas ponderadas por la población. Las expectativas se winsorizan en cada ola de la encuesta y país (2-98). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

En la CES también se pregunta directamente a los encuestados sobre la probabilidad de que el BCE mantenga la estabilidad de precios en horizontes de tres y cinco años. Esto proporciona una medida cuantitativa de la credibilidad del BCE desde la perspectiva de los consumidores y ayuda a evaluar con más detalle el anclaje de las expectativas a más largo plazo⁶. En el panel b del gráfico B se compara la probabilidad percibida de que el BCE mantenga la estabilidad de precios durante los cinco años siguientes con las expectativas cuantitativas a cinco

⁶ Véase M. Ehrmann *et al.*, «[Credibility benefit from communication with the public: evidence from the ECB's new monetary policy strategy](#)», *Working Paper Series*, n.º2785, BCE, Frankfurt am Main, febrero de 2023.

años vista⁷. Además, los encuestados con expectativas más próximas al objetivo del BCE (entre el 1,5 % y el 2,5 %) también muestran una mayor confianza en la capacidad del BCE para mantener la estabilidad de precios, con una probabilidad media del 48,5 %. En cambio, las expectativas de inflación a largo plazo por debajo del 1,5 % o por encima del 2,5 % apuntan a una menor probabilidad media percibida (el 39,1 % y el 37,7 %). Esto sugiere que las desviaciones de las expectativas de inflación a largo plazo con respecto al objetivo del 2 % están correlacionadas con una menor confianza en la capacidad del BCE para guiar la inflación a medio plazo⁸. El panel a del gráfico C muestra la correlación positiva entre la probabilidad de que las expectativas a cinco años se sitúen en torno al objetivo del 2 % y la opinión de que el BCE podrá mantener la estabilidad de precios en los cinco años siguientes. Los coeficientes estimados aumentan linealmente, lo que indica que, a medida que crece la creencia de los encuestados en la capacidad del BCE para mantener la estabilidad de precios, mayor es la probabilidad de que esperen que la inflación a más largo plazo permanezca próxima al objetivo.

Las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores muestran menos sensibilidad ante sorpresas en la inflación que sus expectativas a medio plazo. Las sorpresas en la inflación se definen como la diferencia entre las expectativas de inflación a corto plazo de una persona a un año vista y su percepción de la inflación anual pasada indicada un año después. Durante la escalada de la inflación de 2022-2023, los consumidores ajustaron relativamente menos sus expectativas de inflación a más largo plazo que las expectativas para los doce meses siguientes en respuesta a estas sorpresas, como señalan los coeficientes decrecientes de la regresión representada en el panel b del gráfico C. Esto sugiere que los consumidores prestaron bastante menos atención a la señal procedente de las sorpresas en la inflación al formar sus expectativas a largo plazo.

⁷ A partir de la CES se obtiene periódicamente una medida de la credibilidad percibida del BCE a través de su capacidad para mantener la estabilidad de precios: *¿Con qué probabilidad cree que el Banco Central Europeo (BCE) mantendrá la estabilidad de precios en la economía de la zona del euro en los próximos cinco años?*

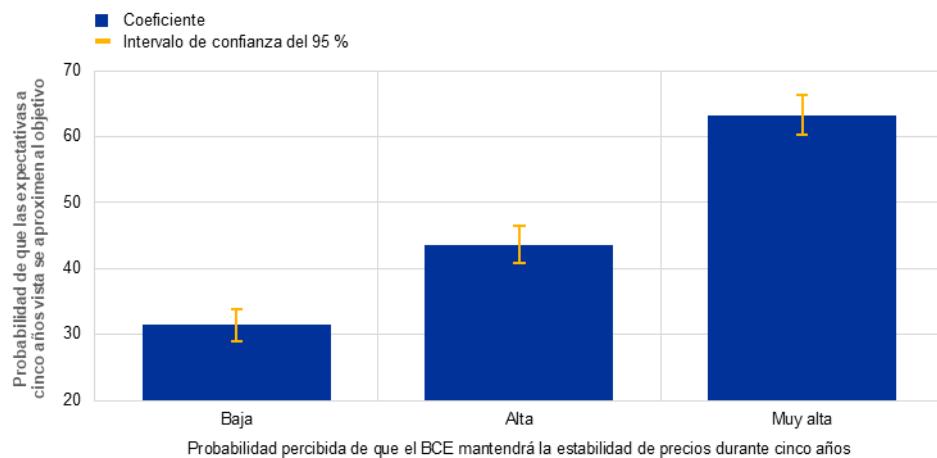
⁸ Véase D. Christelis *et al.*, «[Trust in the central bank and inflation expectations](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 16(6), pp. 1-37, diciembre de 2020.

Gráfico C

Expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores, el objetivo del BCE y sorpresas en la inflación

a) Creencias sobre la credibilidad del BCE y probabilidad de que las expectativas se aproximen al objetivo del BCE

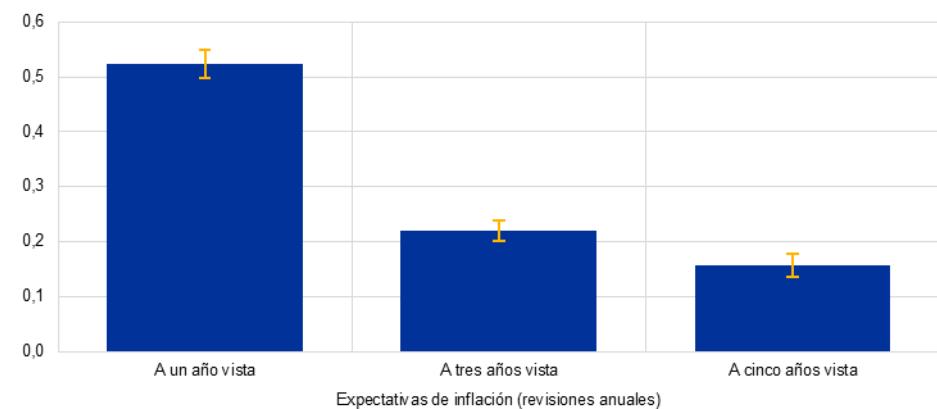
(porcentajes)



b) Sensibilidad a sorpresas en la inflación

(puntos porcentuales)

■ Sorpresa en la inflación (efecto marginal)
— Intervalo de confianza del 95 %



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Notas: Estadísticas ponderadas por la población. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025. En el panel a, el gráfico muestra los coeficientes de una regresión *probit* con efectos fijos por ola de la encuesta y país. Las expectativas de inflación a cinco años vista se definen como próximas al objetivo del BCE si se sitúan entre el 1,5 % y el 2,5 %. En el panel b, el gráfico muestra los efectos marginales de regresiones de las sorpresas en la inflación (una variable independiente) en las revisiones anuales de las expectativas de inflación (una variable dependiente). Las sorpresas en la inflación se winsorizan en cada ola de la encuesta y país (95-95).

En el futuro, el seguimiento de las expectativas de inflación en diferentes horizontes permitirá comprender mejor las perspectivas de inflación de los consumidores. En comparación con horizontes más cortos, la medición de las expectativas de inflación a cinco años vista proporciona información adicional sobre el grado de anclaje de las expectativas de inflación de los consumidores, especialmente en épocas de perturbaciones importantes y persistentes que inciden en la inflación. Los datos más recientes de la CES sobre las expectativas de inflación a más largo plazo de los consumidores también podrían paliar en mayor medida la preocupación de que, como legado del anterior repunte de la inflación, la

zona del euro podría correr el peligro de registrar tasas de inflación permanentemente más elevadas debido al alejamiento de las expectativas de inflación a más largo plazo del objetivo del BCE del 2 %.

6

La escalada de la inflación en el período 2021-2024 desde la óptica del modelo ECB-BASE

Elena Angelini, Matthieu Darracq Pariès y Srečko Zimic

Las implicaciones de la guerra de Rusia en Ucrania, que no se anticiparon en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2021, dieron lugar a importantes errores de previsión en 2022¹. El error en la inflación medida por el IAPC en comparación con la proyección de diciembre de 2021 fue de cerca de 8 puntos porcentuales al final de 2022, mientras que el error en el crecimiento del PIB fue menor —aunque también sustancial— y se cifró en casi 1 punto porcentual (gráfico A).

Modelos económicos como el modelo ECB-BASE también mostraron errores de previsión, aunque sigue sin estar claro si se debieron a limitaciones del modelo o a perturbaciones impredecibles. A este respecto, las previsiones generadas por el modelo ECB-BASE utilizando los mismos supuestos que en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema (BMPE, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2021 también habrían dado lugar a errores significativos (gráfico A)². Para investigar este extremo, se comparan dos previsiones de diciembre de 2021 basadas en el modelo (la previsión efectiva en tiempo real y una previsión contrafactual) partiendo del supuesto de que la evolución real de los precios de la energía y de los alimentos del IAPC y de otros supuestos técnicos a lo largo del horizonte de proyección 2022-2024 se conocía en ese momento³. Por lo tanto, la desviación entre la previsión contrafactual de la inflación y la tasa de inflación observada no está relacionada con la evolución inesperada de los precios de la energía o de los alimentos del IAPC, ni con cambios en los supuestos técnicos relativos a la política fiscal, las condiciones financieras —incluida la política monetaria— y el entorno exterior. Si, una vez considerados todos estos factores, continúa habiendo un residuo, podría reflejar

¹ Los errores de previsión se han analizado en otros artículos del Boletín Económico. Véanse, por ejemplo: «[Precisión de las proyecciones de crecimiento económico elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE desde la pandemia de COVID-19](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2024; «[The empirical performance of ECB/Eurosystem staff inflation projections since 2000](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024; «[Evaluación actualizada de la precisión de las proyecciones recientes de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema/BCE](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2024; «[Evaluación actualizada de las proyecciones de inflación a corto plazo de los expertos del Eurosistema y del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2023, y «[Factores que explican los errores recientes en las proyecciones de inflación de los expertos del Eurosistema y del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2022.

² Para más información, véase Angelini *et al.*, «[Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2315, BCE, septiembre de 2019. El modelo ECB-BASE se usa habitualmente en el BCE para contrastar las proyecciones del escenario de referencia y para realizar un análisis de escenarios.

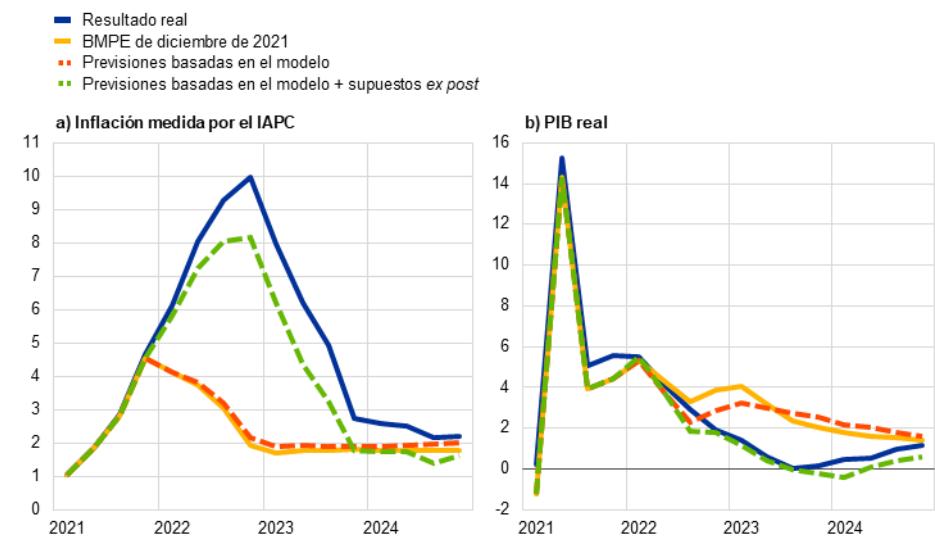
³ Los supuestos financieros incluyen los tipos de interés a corto y a largo plazo, los tipos de interés de los préstamos y las cotizaciones bursátiles. Los supuestos relativos a la política fiscal incluyen el consumo público, la inversión pública, las transferencias sociales, los impuestos directos a los hogares y las empresas, así como los impuestos indirectos. Los supuestos externos incluyen la demanda externa, los precios de los competidores, los tipos de cambio y los precios del petróleo y del gas (índice sintético de los precios de la energía). Las proyecciones contrafactuales ignoran cualquier juicio que pudiera haberse incluido en las proyecciones de diciembre de 2021.

otros desarrollos económicos imprevistos, errores de medición o errores de especificación en el modelo.

Gráfico A

Previsiones contrafactualas de la inflación medida por el IAPC y del crecimiento del PIB de la zona del euro desde el BMPE de diciembre de 2021 utilizando el modelo ECB-BASE

(variación interanual en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE utilizando el modelo ECB-BASE.

Notas: Las 'previsiones basadas en el modelo + supuestos ex post' se simulan utilizando las previsiones ECB-BASE extraídas del BMPE de diciembre de 2021, pero imponiendo las sendas observadas de los componentes energético y de alimentos del IAPC y otros supuestos técnicos, así como condicionando sobre las perspectivas a corto plazo. Para más información, véase la sección 4.3 en Angelini *et al.*, *op. cit.*

Aproximadamente el 70 % de los errores de previsión de la inflación medida por el IAPC para el cuarto trimestre de 2022 puede atribuirse a la evolución inesperada de los precios de la energía y de los alimentos. En el gráfico B se presenta una descomposición de los errores de previsión en distintos factores. Inicialmente, los supuestos modificados relativos a los precios de la energía (barras de color azul oscuro y amarillo) son los que tienen un impacto más intenso en los errores de predicción de la inflación y del PIB real en 2022⁴. Los precios de los alimentos (barras de color rojo) adquieren una importancia relativamente mayor en 2023, también como consecuencia del retraso en la respuesta a los precios de la energía y de los efectos de la guerra de Rusia en Ucrania. Las medidas fiscales discrecionales no previstas que se adoptaron para aliviar la crisis del coste de vida tras la subida de los precios de la energía contribuyeron negativamente al error de previsión de la inflación en 2023. Esta situación se revirtió posteriormente, a principios de 2024, con la eliminación de algunas de esas medidas (barras de color verde oscuro). La aportación de los cambios inesperados en los supuestos externos en el horizonte 2022-2024 (barras de color azul claro) a los errores de previsión de la inflación y del producto fue algo limitada. Los supuestos de condiciones

⁴ La contribución del componente energético del IAPC al error en la inflación general medida por el IAPC se divide en dos componentes: el impacto de los supuestos relativos a los precios de la energía (barras de color azul oscuro) y el efecto restante derivado del IAPC de la energía observado (barras de color amarillo).

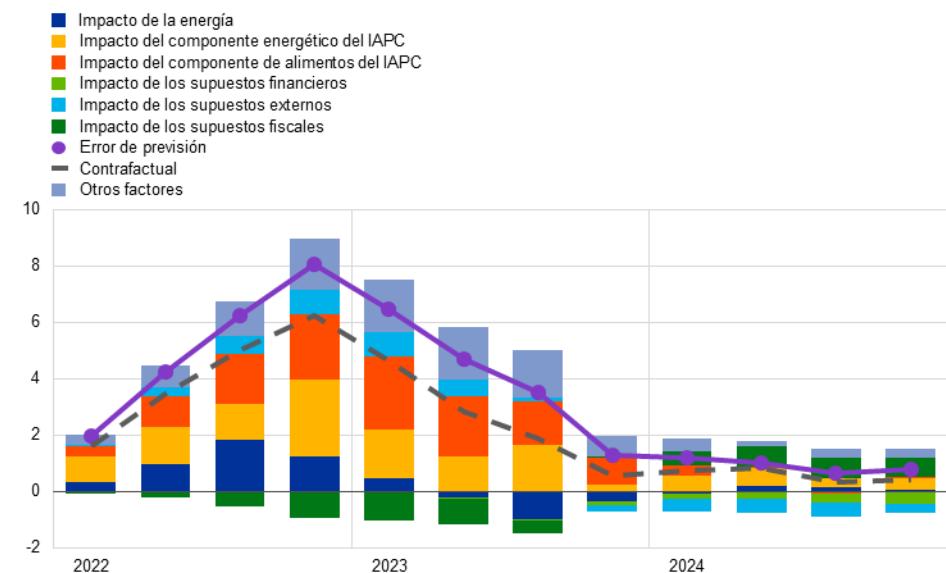
financieras más restrictivas (barras de color verde claro; con una senda de tipos de interés a corto plazo significativamente más altos) contribuyeron de manera sustancial al error de previsión del PIB en 2023, mientras que su impacto sobre el error de previsión de la inflación fue mínimo y retardado, principalmente porque el ejercicio no tuvo plenamente en cuenta la transmisión de la política monetaria, como se indica a continuación. Por último, las barras grises muestran los factores restantes, incluidos posibles desarrollos económicos imprevistos, errores de medición y errores de especificación en el modelo.

Gráfico B

Descomposición de las previsiones contrafactuales sobre la inflación medida por el IAPC y el crecimiento del PIB utilizando el modelo ECB-BASE

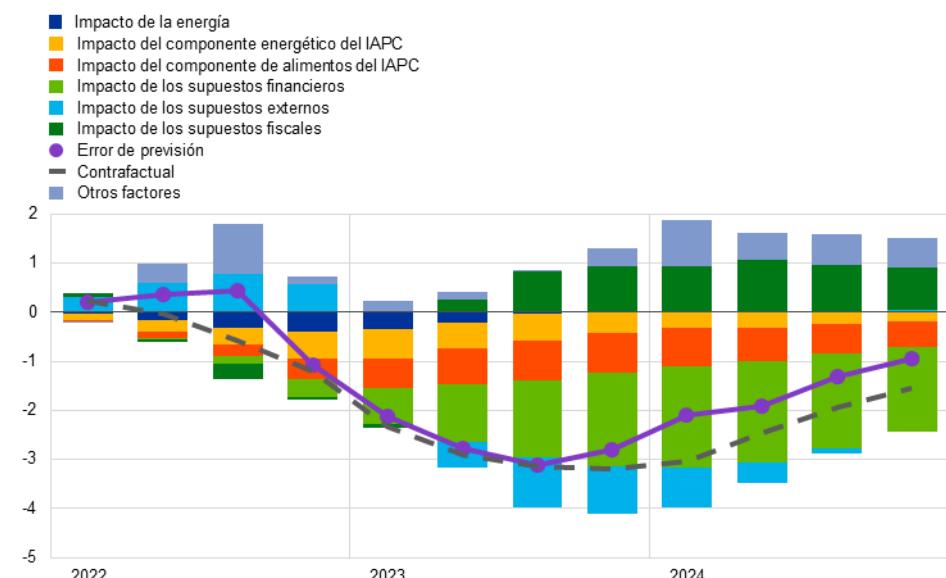
a) Inflación medida por el IAPC

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



b) PIB real

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE y simulaciones utilizando el modelo ECB-BASE.

Notas: «Error de predicción» se refiere al error de predicción total utilizando el modelo ECB-BASE; «Contrafactual» se refiere al error explicado por la simulación del modelo.

La mejor manera de reducir los errores de predicción de la inflación subyacente es capturar efectos de segunda vuelta más intensos que los estimados en el modelo. El resto de errores de predicción de la inflación general medida por el IAPC se derivan de la subestimación de los precios subyacentes. Esta subestimación podría explicarse por la traslación limitada de los precios de energía a otros precios

en el modelo y es posible que refleje no linealidades, como un cambio en la transmisión histórica a otros precios dada la gran dimensión de las perturbaciones de los precios de la energía y de los alimentos. El gráfico C (barras de color rojo) ilustra cómo el error de previsión medio en la inflación subyacente disminuye en torno a un 60 % cuando aumenta la transmisión de los precios energéticos.

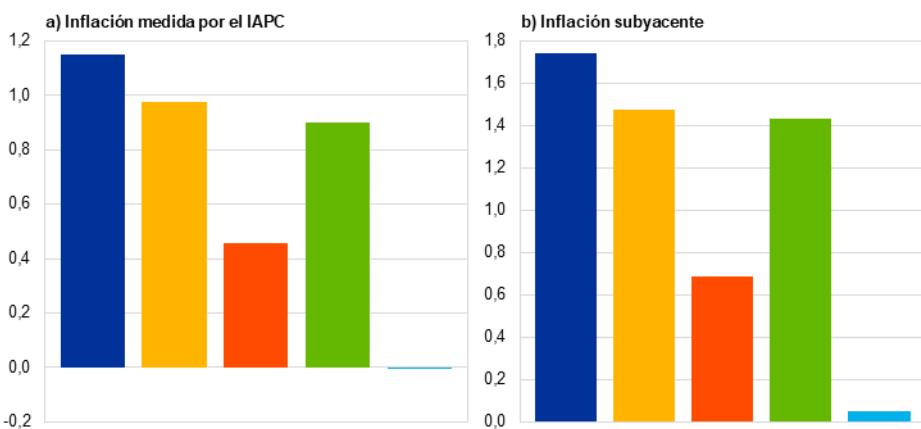
Además, parte del error en la inflación general medida por el IAPC puede explicarse por un error en la predicción del crecimiento de los salarios y del empleo. El modelo habría previsto una disminución de los salarios y del empleo debido a la sustancial desaceleración de la economía real tras el deterioro de la relación real de intercambio derivado de la subida de los precios de la energía y de los alimentos y del impacto del endurecimiento de las condiciones de financiación; no obstante, los salarios nominales y el empleo mostraron un incremento bastante fuerte. Además, teniendo en cuenta la relación más estrecha entre salarios y precios y el mayor atesoramiento de empleo (*labour hoarding*) se mejora sustancialmente el comportamiento de las previsiones del modelo (barras de color azul claro del gráfico C).

Gráfico C

Explicación de la parte no explicada de los errores de previsión

(tasas de variación intertrimestral)

- Error no explicado total
- Indexación salarial (1)
- Mayor transmisión (2)
- Atesoramiento de empleo (3)
- Efecto combinado



Fuente: Cálculos del BCE y simulaciones utilizando el modelo ECB-BASE.

Notas: Entre las modificaciones técnicas exploradas en el modelo para abordar los errores restantes del gráfico B se encuentran las siguientes: 1) ajustes por indexación salarial: el coeficiente que determina el impacto de la inflación pasada medida por los precios de consumo sobre los salarios se ajustó al alza un 25 % para reflejar mejor la fuerte relación observada entre la inflación pasada y los ajustes salariales durante este período; 2) mayor transmisión: en el modelo se recalibraron los parámetros de la curva de Phillips para mejorar la transmisión de los precios de la energía a los costes marginales y el deflactor del PIB, con el fin de obtener una respuesta mayor del mecanismo de transmisión, y 3) atesoramiento de empleo: se aplicó una perturbación de demanda de trabajo para romper la ley de Okun y disociar la demanda de trabajo de la caída observada en el producto, reflejando la resiliencia inesperada del mercado de trabajo. Estas modificaciones mejoran el ajuste del modelo con respecto al comportamiento económico observado durante el período analizado, particularmente en relación con las respuestas de los precios subyacentes, los salarios y el empleo a las presiones inflacionistas. Cuando se incluyen todos estos factores adicionales, el tamaño de las barras de color gris del gráfico B (otros factores) disminuye significativamente.

Al considerar un conjunto más amplio de mecanismos de propagación, incluido el posible desanclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, la política monetaria desempeña un papel crucial en la estabilización de la inflación a medio plazo. Según el gráfico B, parece que los cambios en los supuestos financieros por sí solos no contribuyen de manera significativa a reducir

la inflación. Sin embargo, en este análisis solo se consideran los efectos mecánicos de los cambios en los supuestos financieros, como los tipos de interés. No se tienen en cuenta todos los canales endógenos de propagación de la política monetaria, por ejemplo, el impacto de las variaciones de los tipos de interés sobre el tipo de cambio, ya que el tipo de cambio se trata como un supuesto externo en esta clase de análisis. Se llevó a cabo una simulación contrafactual de la política monetaria convencional, asumiendo que los tipos a corto plazo se mantenían en los niveles proyectados en el BMPE de diciembre de 2021, debido a perturbaciones de política monetaria, y que el resto de las respuestas estaban determinadas por los mecanismos endógenos del modelo⁵. Como se observa en el gráfico D, sin la intervención de la política monetaria, la inflación podría haber sido 0,7 puntos porcentuales más elevada al final de 2024. Además, la intensa respuesta de la política monetaria desempeñó un papel fundamental en el anclaje de las expectativas de inflación. Utilizando expectativas desancladas —que se ven más influidas por la inflación pasada que por el objetivo del banco central—, la inflación habría sido 2 puntos porcentuales más alta en 2024 (gráfico D), convirtiendo una perturbación transitoria en una de carácter más persistente⁶.

⁵ El modelo ECB-BASE se caracteriza por tener una transmisión más débil de las perturbaciones de política monetaria en comparación con otros modelos DSGE (modelos de equilibrio general dinámico estocástico). Para una comparación del rango de respuestas a un período de endurecimiento de la política monetaria, véase el recuadro titulado «[Evaluación basada en modelos del impacto macroeconómico del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde diciembre de 2021](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2023.

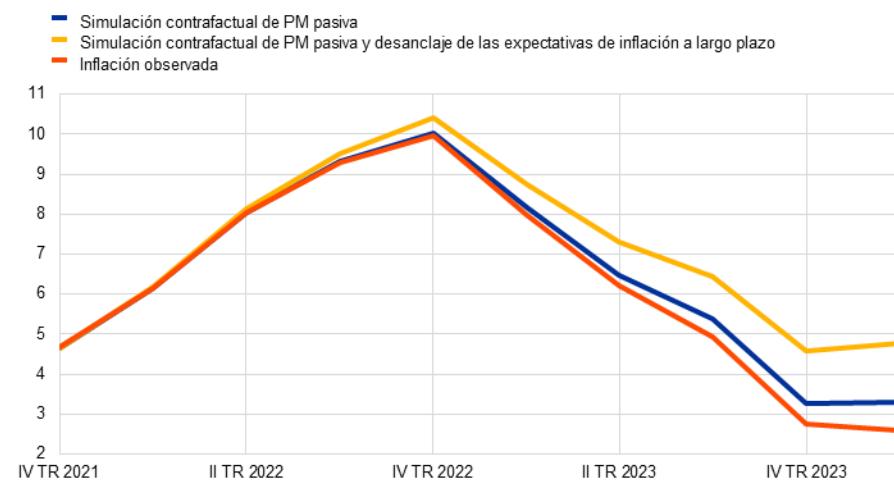
⁶ El desanclaje de la inflación se captura modificando el proceso de formación de expectativas en el modelo, en el que las expectativas a largo plazo pasan a depender más de la inflación pasada que del objetivo del banco central. Se utilizan datos de Estados Unidos de la perturbación energética de los años setenta para estimar el proceso y los parámetros que implican un desanclaje mucho mayor de las expectativas en la simulación.

Gráfico D

Simulaciones contrafactualas del modelo ECB-BASE para evaluar el impacto de la política monetaria

Inflación medida por el IAPC

(tasa de variación interanual)



Fuente: Cálculos del BCE y simulaciones utilizando el modelo ECB-BASE.

Notas: «PM» significa política monetaria. La línea roja representa la inflación observada. La línea azul muestra la inflación contrafactual suponiendo que los tipos de interés se mantuvieran en los niveles proyectados en el BMPE de diciembre de 2021, reflejando una política monetaria pasiva. La línea amarilla ilustra la inflación contrafactual en un escenario en el que las expectativas de inflación a largo plazo dejan de estar ancladas, como el episodio de elevada inflación tras las perturbaciones energéticas que experimentó Estados Unidos en la década de los setenta.

Incorporación de los sistemas estadísticos internos de evaluación del crédito (S-ICAS) como fuente adicional de evaluación crediticia en el marco general de activos de garantía

Cláudia Duarte, Janina Engel, Oleg Reichmann y Tomislav Džaja

La evaluación de la calidad crediticia de los activos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema se basa en el marco de evaluación del crédito del Eurosistema (ECAF, por sus siglas en inglés)¹. Las operaciones de crédito son un elemento fundamental de las operaciones de política monetaria del Eurosistema. Según los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo, el Eurosistema solo podrá proporcionar financiación a las entidades de crédito y a otras entidades de contrapartida a cambio de activos de garantía adecuados². Actualmente, el ECAF se basa en la valoración crediticia de tres fuentes: los sistemas internos de evaluación del crédito (ICAS, por sus siglas en inglés) de los bancos centrales nacionales (BCN), las instituciones externas de evaluación del crédito (ECAI, por sus siglas en inglés) y los sistemas basados en calificaciones internas (IRB, por sus siglas en inglés) de las entidades de contrapartida del Eurosistema³.

La incorporación de los sistemas estadísticos internos de evaluación del crédito (S-ICAS, por sus siglas en inglés) de los BCN a partir de 2026 como fuente adicional admitida con arreglo al ECAF en el marco general de activos de garantía reforzará las capacidades internas de evaluación del crédito del Eurosistema y ampliará el conjunto de activos de garantía disponibles^{4, 5}. Las fuentes internas del Eurosistema (ICAS y S-ICAS) evalúan la solvencia de las sociedades no financieras como deudores/avalistas de préstamos en las operaciones de crédito garantizadas del Eurosistema. Los S-ICAS van dirigidos específicamente a las microempresas y a las pequeñas y medianas empresas (pymes), algunas de las cuales podrían no ser objeto de evaluación por ninguna otra fuente del ECAF.

Los sistemas estadísticos de los BCN fueron aceptados como parte del marco temporal de activos de garantía para ampliar el conjunto de activos de

¹ Véase «[Eurosysten credit assessment framework \(ECAF\)](#)» en el sitio web del BCE.

² Véase el artículo 18.1 de los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo.

³ Véase L. Auria *et al.*, «[Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 284, BCE, octubre de 2021.

⁴ El marco general de activos de garantía se rige por la Orientación (UE) 2015/510 del Banco Central Europeo, de 19 de diciembre de 2014, sobre la aplicación del marco de la política monetaria del Eurosistema (Orientación sobre la Documentación General) (BCE/2014/60) (versión refundida) (DO L 91 de 2.4.2015, p. 3).

⁵ Véanse «[El BCE anuncia cambios en el marco de activos de garantía del Eurosistema para promover una mayor armonización](#)», *nota de prensa*, BCE, 29 de noviembre de 2024, y «[Decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno del BCE \(distintas de las decisiones por las que se establecen los tipos de interés\) — enero de 2025](#)», BCE, 31 de enero de 2025.

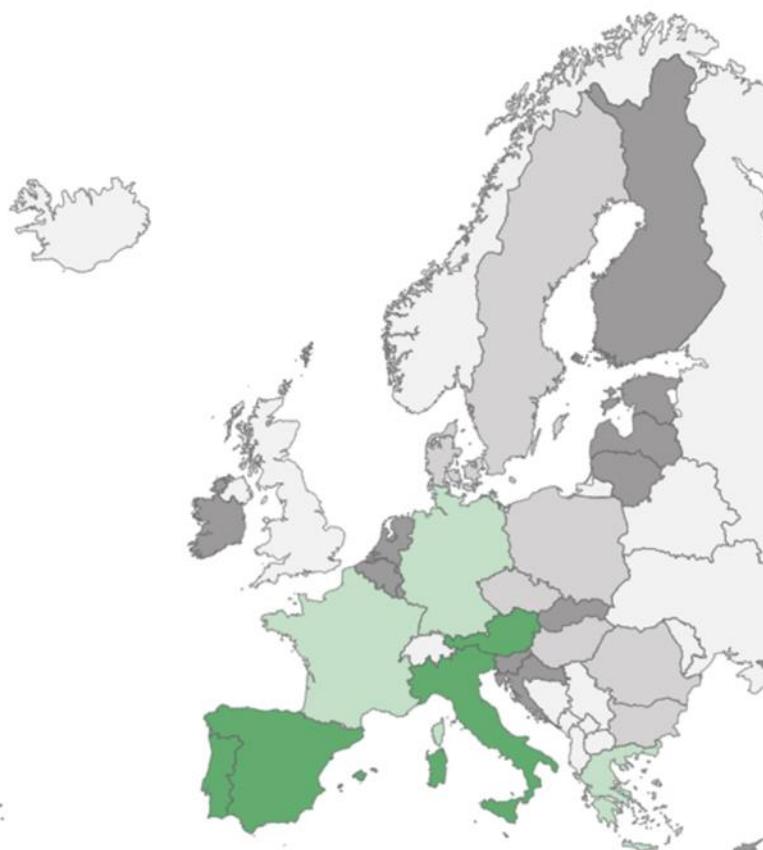
garantía disponibles principalmente en respuesta a la pandemia de COVID-19⁶.

Durante la pandemia se utilizaron cinco sistemas estadísticos de BCN, cuatro de los cuales se introdujeron nuevos en ese momento. La aceptación y la ampliación de los sistemas estadísticos de los BCN resultó ser una manera eficiente de aumentar la disponibilidad de activos de garantía en las operaciones de política monetaria durante la pandemia. Actualmente, cuatro BCN emplean sistemas estadísticos con arreglo al marco temporal: la Banca d'Italia, el Banco de España, el Banco de Portugal y el Oesterreichische Nationalbank (figura A). Para evitar perturbaciones y asegurar una transición fluida al nuevo régimen, los BCN podrán seguir utilizando los sistemas estadísticos existentes en las condiciones vigentes hasta que finalice su admisión en el marco general de activos de garantía.

Figura A

Países con ICAS y sistemas estadísticos de BCN actualmente operativos

- Países con ICAS y sistemas estadísticos
- Países con ICAS pero sin sistemas estadísticos
- Otros países de la zona del euro
- Otros países de la UE
- Países no pertenecientes a la UE



⁶ El marco temporal de activos de garantía se rige por la Orientación del Banco Central Europeo, de 9 de julio de 2014, sobre medidas temporales adicionales relativas a las operaciones de financiación del Eurosistema y la admisibilidad de los activos de garantía y por la que se modifica la Orientación BCE/2007/9 (BCE/2014/31) (2014/528/UE) (DO L 240 de 13.8.2014, p. 28).

La aceptación de los S-ICAS en el marco general se basa en un nuevo marco armonizado, que mejorará la eficiencia en la gestión de riesgos, abordará aspectos relativos a la igualdad de condiciones y mejorará la preparación para afrontar crisis. El marco armonizado se basa en el marco existente para los ICAS, complementado con los requerimientos y salvaguardias necesarios para garantizar el buen funcionamiento de los sistemas cuantitativos con escasa o nula evaluación por parte de expertos⁷. La información cuantitativa que suele emplearse en la evaluación incluye ratios financieras basadas en informes financieros, indicadores relacionados con la estructura del grupo y el comportamiento de pago. La evaluación de los expertos implicaría, por ejemplo, el análisis de información pública y de informes detallados de las empresas. Las características principales del marco armonizado son: i) el alcance de las empresas que van a ser objeto de calificación (pymes, excluidas las que tengan grandes exposiciones); ii) los requerimientos metodológicos para evaluar a las empresas (también en relación con los aspectos relacionados con el cambio climático); iii) una gobernanza sólida de los sistemas en consonancia con las mejores prácticas del sector; iv) un seguimiento detallado de los sistemas por parte de los BCN, y v) procedimientos de validación robustos⁸. Además, para garantizar que se disponga de información suficiente y armonizada para las evaluaciones crediticias, solo las empresas de ámbito nacional con exposiciones informadas en AnaCredit pueden ser calificadas por los S-ICAS⁹. Se han elaborado orientaciones para compartir los S-ICAS entre los BCN, lo que podría ser una manera eficiente de ampliar el uso de los S-ICAS en todo el Eurosistema y de contribuir a evitar la escasez de activos de garantía en situaciones de crisis.

⁷ Los S-ICAS se basan principalmente en enfoques cuantitativos, mientras que los ICAS incorporan una evaluación cualitativa de un analista experto, además de un enfoque cuantitativo. Por tanto, los S-ICAS requieren menos recursos que los ICAS en sus operaciones diarias.

⁸ Para más información sobre las mejores prácticas en materia de gobernanza y validación, véase, por ejemplo, [Supervisory handbook on the validation of rating systems under the internal ratings based approach \(EBA/REP/2023/29\)](#) de la Autoridad Bancaria Europea.

⁹ AnaCredit es una base de datos que contiene información detallada e individualizada sobre los préstamos bancarios concedidos en la zona del euro. Véase [Reglamento \(UE\) 2016/867 del Banco Central Europeo, de 18 de mayo de 2016, sobre la recopilación de datos granulares de crédito y de riesgo crediticio \(BCE/2016/13\) \(DO L 144 de 1.6.2016, p. 44\)](#).

El impacto macroeconómico de las medidas discrecionales de política fiscal adoptadas en la zona del euro desde el inicio de la pandemia

Elena Angelini, Krzysztof Bańkowski, Cristina Checherita-Westphal, Philip Muggenthaler-Gerathewohl y Srećko Zimic

En este recuadro se presenta un análisis basado en modelos del impacto macroeconómico de las medidas fiscales discretionales adoptadas por los Gobiernos de la zona del euro desde el inicio de la pandemia de COVID-19, incorporadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025¹. En este análisis se estudian los efectos de esas medidas en el crecimiento del PIB real y en la inflación, en comparación con un escenario contrafactual de ausencia de apoyo fiscal desde 2020. Se emplean dos herramientas cuantitativas utilizadas habitualmente por el BCE en las proyecciones y simulaciones de políticas: la denominada Basic Model Elasticities (BMEs, por sus siglas en inglés) y el modelo ECB-BASE². La atención se centra en el impacto macroeconómico de las medidas discretionales de política fiscal, que se aproximan por el cambio en el impulso fiscal discrecional con respecto a 2019, el año anterior a la pandemia³. En el recuadro se examina también el efecto de las medidas de respaldo introducidas por los Gobiernos de la zona del euro desde finales de 2021 en respuesta a la crisis energética y a la elevada inflación⁴.

La política fiscal proporcionó un apoyo sustancial a la economía de la zona del euro para mitigar el impacto de la pandemia y de la crisis energética. Las medidas de respaldo adoptadas en respuesta a la pandemia fueron especialmente significativas en 2020 y 2021 (panel a del gráfico A). Los Gobiernos comenzaron a retirar parcialmente estas medidas a partir de 2022, lo que, a igualdad de otros

¹ Para más detalles, véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#)». Las proyecciones macroeconómicas para la zona del euro, incluidas las relativas a la orientación de política fiscal, se finalizaron el 19 de febrero de 2025. En consecuencia, el escenario de referencia no recoge los anuncios recientes en materia de política fiscal efectuados por los Gobiernos de la zona del euro o a escala de toda la zona del euro en relación con el aumento del gasto en defensa y de otras partidas de gasto público. Para conocer análisis anteriores sobre el impacto de las medidas fiscales discretionales en el crecimiento y la inflación, véanse el artículo titulado «[Fiscal policy and high inflation](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023, y el recuadro «[The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022](#)» en el artículo titulado «[The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

² Para más detalles sobre la herramienta BMEs, véase la sección 3.4 del documento «[A guide to the Eurosystem/ECB staff macroeconomic projection exercises](#)», BCE, Frankfurt am Main, julio de 2016, pp. 26-27. Para información adicional sobre el modelo ECB-BASE, véanse E. Angelini *et al.*, «[Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2315, BCE, Frankfurt am Main, septiembre de 2019, y K. Bańkowski, «[Fiscal policy in the semi-structural model ECB-BASE](#)», *Working Paper Series*, n.º 2802, BCE, Frankfurt am Main, marzo de 2023.

³ El indicador de «medidas discretionales de política fiscal» para un año dado se calcula considerando las medidas adoptadas por el lado tanto de los ingresos como del gasto. En el caso de los ingresos, refleja los cambios resultantes de normativa nueva (o revisada). En cuanto al gasto, las medidas discretionales se calculan como la diferencia entre el crecimiento del gasto primario y el crecimiento del producto potencial en términos nominales.

⁴ Para una descripción detallada de estas medidas y los posibles canales a través de los que inciden en la inflación, véase el recuadro titulado «[Actualización de las respuestas de política fiscal de la zona del euro a la crisis energética y a la elevada inflación](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE, 2023.

factores, se habría traducido en un endurecimiento de la política fiscal. Sin embargo, al mismo tiempo, proporcionaron más apoyo fiscal ante el estallido de la guerra en Ucrania y la crisis energética emergente (panel b del gráfico A). Además, hubo incrementos adicionales de gasto relacionados con los refugiados, la defensa y la ayuda a Ucrania. En consecuencia, la política fiscal discrecional en 2022, atendiendo a las medidas adoptadas, fue prácticamente neutral. En 2023 se produjo un cambio y dicha política se endureció conforme se seguían retirando el apoyo asociado a la pandemia y parte de las medidas para compensar la subida de los precios de la energía. Estas actuaciones contrarrestaron con creces el aumento sostenido de la inversión pública, que se financió sobre todo a través del programa Next Generation EU (NGEU), así como el descenso en la imposición sobre la renta, incluidas las cotizaciones sociales. El endurecimiento adicional de la política fiscal en 2024 puede atribuirse fundamentalmente a una reversión más sustancial de las medidas compensatorias asociadas a la energía ese año, que contrarrestó la renovada expansión del consumo público (principalmente mediante la adquisición de bienes y servicios, y las transferencias en especie). De hecho, tras incrementarse considerablemente durante los años 2020-2021 para hacer frente a la crisis sanitaria provocada por la pandemia, el consumo público de hecho disminuyó ligeramente a lo largo de 2022-2023 y volvió a crecer en 2024⁵.

⁵ La contribución del empleo público y de los salarios públicos al apoyo fiscal total fue limitada durante todo el período.

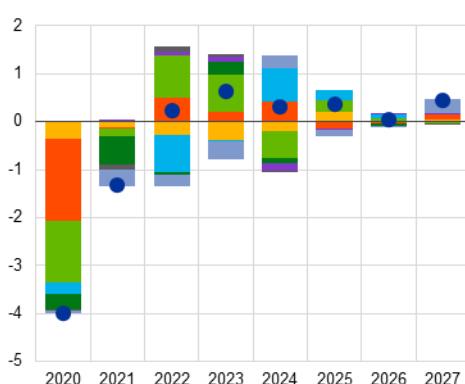
Gráfico A

Medidas discrecionales de política fiscal adoptadas desde el inicio de la pandemia y su composición por categorías económicas

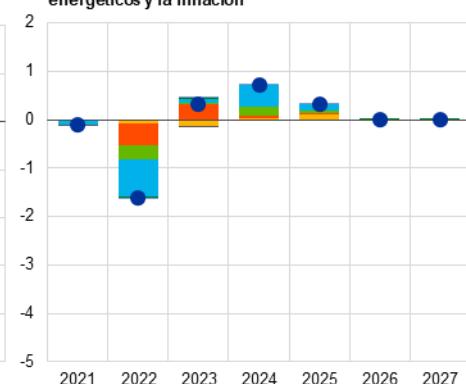
(variación interanual; porcentaje del PIB)

- Total
- Impuestos directos a los hogares
- Transferencias a los hogares
- Ayudas a las empresas
- Impuestos indirectos netos
- Consumos intermedios del sector público
- Salarios públicos
- Empleo público
- Inversión pública

a) Total de medidas discrecionales



b) Medidas para compensar la subida de los precios energéticos y la inflación



Fuente: Estimaciones del BCE/Eurosistema incorporadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2025.

Notas: Los valores negativos (positivos) indican una relajación (endurecimiento) de la política fiscal. El análisis de las medidas fiscales discretionales se basa en el concepto de «orientación de la política fiscal», expresado en variaciones anuales. Dichas variaciones se presentan en porcentaje del PIB potencial nominal del año precedente. El gráfico muestra la composición de las medidas según los canales económicos utilizados en las simulaciones de los modelos, como se describe a continuación.

i) Para las subvenciones registradas por los expertos del Eurosystema como apoyo en respuesta a los altos precios energéticos y a la inflación, se simula un impacto directo sobre la inflación de la energía. Otras subvenciones se clasifican como «ayudas a las empresas» y en la simulación se considera que incrementan el excedente de explotación de las empresas.

ii) Se considera que las transferencias de capital, clasificadas principalmente como «ayudas a las empresas», incrementan el excedente de explotación de las empresas, con la excepción de: a) las (cuantiosas) transferencias de capital financiadas por el programa NGEU, que respaldan la inversión en el conjunto de la economía y que a efectos de la simulación se consideran inversión pública (véase K. Bąkowski *et al.*, «Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?», *Occasional Paper Series*, n.º 362, BCE, Frankfurt am Main, diciembre de 2024), y b) el «superbonus» italiano, que en la simulación emula los sustanciales, aunque cíclicos (transitorios), efectos positivos de la inversión en vivienda sobre el crecimiento descritos en otros estudios (véase, por ejemplo, A. Accetturo *et al.*, «Incentives for dwelling renovations: evidence from a large fiscal programme», *Occasional Papers*, n.º 860, Banca d'Italia, Roma, junio de 2024, en el que se calcula un multiplicador fiscal comprendido entre 0,7 [solo con efectos directos] y 0,9 [incluidos efectos indirectos]).

Se prevé que el apoyo fiscal total siga siendo expansivo en el conjunto del período 2020-2027, pese a la retirada esperada de las medidas discrecionales de política fiscal en los próximos años. Las medidas discretionales supuestas a lo largo del horizonte de proyección apuntan a un endurecimiento adicional de la política fiscal (un 0,9 % para 2025-2027). No obstante, si se considera todo el período 2020-2027, las estimaciones siguen señalando una relajación significativa del tono fiscal (de 3,3 puntos porcentuales del PIB), debido a que el importante respaldo proporcionado desde el inicio de la pandemia solo se ha retirado parcialmente. La expansión sostenida obedece sobre todo a las numerosas medidas de rebaja de impuestos sobre la renta y a los aumentos generalizados del gasto. Este apoyo fiscal ha elevado las ratios de déficit y de deuda de la zona del euro, que se prevé que se mantengan claramente por encima de los niveles anteriores a la pandemia en 2027⁶.

Las simulaciones de los modelos apuntan a que las medidas discretionales de política fiscal adoptadas desde el inicio de la pandemia han tenido unos efectos macroeconómicos considerables, en comparación con un escenario contrafactual en el que no se hubieran introducido estas medidas. Se estima que el total de las medidas fiscales discretionales aplicadas desde 2020 contribuyeron de forma sustancial al crecimiento del PIB real durante 2020-2022 y que han tenido un impacto prácticamente neutral o ligeramente moderador en el crecimiento a partir de entonces (panel a del gráfico B). En cuanto a la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), las simulaciones señalan un efecto moderador en 2022, debido sobre todo a las medidas aplicadas para compensar la subida de los precios de la energía y la inflación que ayudaron a suavizar el impacto máximo de la perturbación energética. Con todo, indican un impacto global al alza con posterioridad (panel b del gráfico B), en particular durante los años 2023-2024, cuando los Gobiernos comenzaron a retirar el apoyo prestado en 2022 en respuesta al encarecimiento de la energía al tiempo que se producía una acumulación de presiones inflacionistas como consecuencia del estímulo fiscal proporcionado en años anteriores⁷.

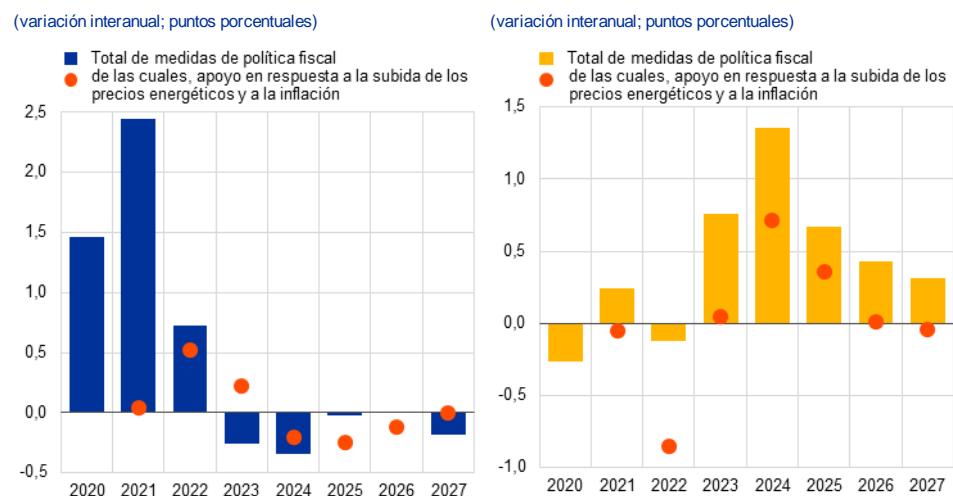
⁶ Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2025, el déficit de la zona del euro se situará en el 3,3 % del PIB en 2027, frente al 0,5 % del PIB en 2019, mientras que la deuda pública alcanzará el 89,8 % del PIB en 2027, frente al 83,6 % del PIB en 2019.

⁷ Hasta 2022, el impacto de la perturbación fiscal, dadas su naturaleza y composición, sobre la inflación medida por el IAPC se materializó primero a través del componente energético, y la estabilización de la demanda resultante del estímulo tuvo un efecto parcialmente compensatorio.

Gráfico B

Impacto de las medidas discrecionales de política fiscal en el crecimiento y la inflación de la zona del euro frente a un escenario contrafactual de ausencia de respaldo fiscal en 2020-2027

a) Impacto de las medidas de política fiscal en el crecimiento del PIB real
b) Impacto de las medidas de política fiscal en la inflación medida por el IAPC



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las «perturbaciones» fiscales utilizadas en las simulaciones son las que se muestran en el gráfico A. Los efectos en el crecimiento del PIB y la inflación son el promedio de las simulaciones realizadas con el modelo ECB-BASE y la herramienta BMEs. Otras políticas (en particular la monetaria) y factores se mantuvieron sin variación en las simulaciones. Más concretamente, en las simulaciones con el ECB-BASE se emplearon políticas monetarias, tipos de cambio y diferenciales financieros exógenos. Las simulaciones con BMEs se realizaron a nivel de país, y los resultados macro se agregaron para el conjunto de la zona del euro. El horizonte de simulación estándar de BMEs son cuatro años tras la perturbación inicial ($T+4$). En las simulaciones con BMEs no se considera persistencia (de los efectos sobre el crecimiento del PIB real y la inflación) después del año $T+4$ para una perturbación originada en el año T.

Los resultados de las simulaciones están sujetos a la incertidumbre asociada a los modelos y los datos, incluidas las respuestas de comportamiento no lineales y heterogéneas de los hogares y las empresas a las distintas medidas de apoyo fiscal. Los análisis de sensibilidad muestran que los efectos estimados sobre la inflación dependen en gran medida de los supuestos relativos al impacto que tendrán los diversos instrumentos fiscales —en particular las subvenciones— en la macroeconomía, y del grado en que aquellos afectan a los precios (ya sea directamente o a través de los márgenes empresariales). Por último, los resultados que se presentan en este recuadro omiten cualquier respuesta de política monetaria endógena a las medidas fiscales consideradas, para aislar los efectos de la política fiscal.