

## Boletín Económico

Número 3/2025

# Índice

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>   | <b>2</b>  |
| Resumen  | 2         |
| 1 Entorno exterior   | 7         |
| 2 Actividad económica  | 12        |
| 3 Precios y costes   | 20        |
| 4 Evolución de los mercados financieros  | 27        |
| 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito  | 31        |
| <b>Recuadros</b>   | <b>41</b> |
| 1 Retos para la resistencia de los diferenciales de los bonos corporativos estadounidenses   | 41        |
| 2 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 | 48        |
| 3 ¿Quién quiere trabajar más? Nuevo análisis del descenso de las horas medias trabajadas   | 55        |
| 4 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras  | 62        |
| 5 Una panorámica de las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores  | 68        |
| 6 La escalada de la inflación en el período 2021-2024 desde la óptica del modelo ECB-BASE  | 75        |
| 7 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     | 82        |
| 8 El impacto macroeconómico de las medidas discrecionales de política fiscal adoptadas en la zona del euro desde el inicio de la pandemia  | 85        |
| <b>Artículo</b>  | <b>90</b> |
| 1 Planes fiscales y estructurales de medio plazo en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado   | 90        |

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

En su reunión del 17 de abril de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El proceso de desinflación sigue avanzando. La inflación ha seguido evolucionando conforme a lo esperado por los expertos, y tanto la inflación general como la subyacente se redujeron en marzo. La inflación de los servicios también ha descendido notablemente en los últimos meses. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo de forma sostenida. El crecimiento de los salarios se está moderando, y los beneficios están amortiguando parcialmente el impacto de las subidas salariales, aún elevadas, sobre la inflación. La economía de la zona del euro ha acumulado cierta resiliencia para hacer frente a las perturbaciones mundiales, pero las perspectivas de crecimiento se han deteriorado debido al aumento de las tensiones comerciales. Es probable que la mayor incertidumbre reduzca la confianza de los hogares y de las empresas, y que la respuesta adversa y volátil de los mercados a las tensiones comerciales dé lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación. Estos factores podrían lastrar adicionalmente las perspectivas económicas de la zona del euro.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de excepcional incertidumbre, aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

Las perspectivas económicas se ven ensombrecidas por una excepcional incertidumbre. Los exportadores de la zona del euro se enfrentan a nuevas barreras comerciales, aunque su alcance es aún incierto. Las disruptiones del comercio

internacional, las tensiones en los mercados financieros y la incertidumbre geopolítica están afectando negativamente a la inversión empresarial. Los consumidores, cada vez más prudentes respecto al futuro, también podrían contener su gasto.

Al mismo tiempo, la economía de la zona del euro ha acumulado cierta fortaleza para hacer frente a las perturbaciones mundiales. La economía habría crecido en el primer trimestre de 2025 y el sector manufacturero ha mostrado señales de estabilización. El desempleo se redujo hasta el 6,1 % en febrero, su nivel más bajo desde la introducción del euro. Un mercado de trabajo sólido, el aumento de las rentas reales y el impacto de la política monetaria deberían sostener el gasto. Las importantes iniciativas puestas en marcha a nivel nacional y de la UE para incrementar el gasto en defensa y en infraestructuras deberían impulsar las manufacturas, como también se refleja en las últimas encuestas.

En el actual entorno geopolítico son aún más urgentes políticas fiscales y estructurales que aumenten la productividad, competitividad y resiliencia de la economía de la zona del euro. La Brújula para la Competitividad de la Comisión Europea ofrece un plan de acción concreto y sus propuestas, también sobre simplificación, deben adoptarse sin dilación. Esto incluye completar la unión de ahorros e inversiones, siguiendo un calendario claro y ambicioso, lo que debería ayudar a los ahorradores a beneficiarse de más oportunidades de inversión y mejorar el acceso de las empresas a la financiación, especialmente al capital riesgo. También es importante establecer rápidamente el marco legislativo que prepare el terreno para la posible introducción de un euro digital. Los Gobiernos deben asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y priorizar reformas estructurales esenciales e inversiones estratégicas que impulsen el crecimiento.

## Inflación

La inflación interanual descendió hasta el 2,2 % en marzo de 2025. Los precios de la energía bajaron un 1 %, tras subir ligeramente en febrero, mientras que la inflación de los precios de los alimentos aumentó hasta el 2,9 % en marzo, desde el 2,7 % registrado en febrero. La inflación de los bienes se mantuvo estable en el 0,6 %. La inflación de los servicios volvió a retroceder en marzo, hasta el 3,5 %, y ahora se sitúa medio punto porcentual por debajo de la tasa registrada al final de 2024.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente apuntan a un retorno sostenido de la inflación al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. La inflación interna ha bajado desde el final de 2024. Los salarios están moderándose de forma gradual. En el último trimestre de 2024, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 4,1 %, por debajo del 4,5 % del trimestre anterior. El aumento de la productividad hizo que los costes laborales unitarios crecieran a menor ritmo. El indicador del BCE de seguimiento de los salarios y la información procedente de sus contactos con

empresas apuntan a una ralentización del crecimiento de los salarios en 2025, como también se indicó en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025. Los beneficios unitarios cayeron a una tasa interanual del 1,1 % al final de 2024, lo que contribuyó al descenso de la inflación interna.

La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen situados en torno al 2 %, lo que respalda el retorno sostenido de la inflación al objetivo del Consejo de Gobierno.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos a la baja para el crecimiento económico han aumentado. La fuerte escalada de las tensiones comerciales mundiales y la incertidumbre asociada ralentizarán probablemente el crecimiento de la zona del euro al frenar las exportaciones, y podrían lastrar la inversión y el consumo. El deterioro de la confianza de los mercados financieros podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación, una mayor aversión al riesgo y menos incentivos de las empresas y los hogares para invertir y consumir. Las tensiones geopolíticas, como la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo, continúan siendo también una importante fuente de incertidumbre. Al mismo tiempo, un aumento del gasto en defensa e infraestructuras también estimularía el crecimiento.

Las crecientes disruptiones en el comercio internacional están añadiendo más incertidumbre a las perspectivas de inflación en la zona del euro. El actual descenso de los precios mundiales de la energía y la apreciación del euro podrían ejercer más presión a la baja sobre la inflación, lo que podría verse reforzado por una menor demanda de exportaciones de la zona del euro debido a las subidas arancelarias y por un desvío hacia la zona del euro de las exportaciones de países con exceso de capacidad. Las reacciones adversas de los mercados financieros a las tensiones comerciales podrían pesar sobre la demanda interna y, en consecuencia, reducir también la inflación. En cambio, una fragmentación de las cadenas de suministro mundiales podría hacer aumentar la inflación al presionar al alza los precios de las importaciones. Un estímulo del gasto en defensa e infraestructuras también podría incrementar la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían elevar los precios de los alimentos más de lo esperado.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés sin riesgo han bajado en respuesta a la escalada de las tensiones comerciales. Los precios de las acciones han caído en un entorno de alta volatilidad y los diferenciales de los bonos corporativos han aumentado en todo el mundo. El euro se ha apreciado en las últimas semanas dado que la confianza de

los inversores ha mostrado más resiliencia respecto a la zona del euro que respecto a otras economías.

Las estadísticas oficiales más recientes sobre préstamos a empresas, anteriores a las actuales tensiones en los mercados, seguían indicando que las rebajas de los tipos de interés oficiales del BCE habían reducido el coste del endeudamiento para las empresas. El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a este sector descendió hasta el 4,1 % en febrero de 2025, desde el 4,3 % registrado el mes anterior. El coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija se redujo hasta el 3,5 % en febrero, si bien se han observado algunas presiones al alza más recientemente. Por otra parte, el crecimiento de los préstamos a empresas volvió a repuntar en febrero, situándose en el 2,2 %, mientras que la emisión de valores de deuda por las empresas se mantuvo sin variación en una tasa del 3,2 %.

Al mismo tiempo, los criterios de aprobación del crédito a empresas volvieron a endurecerse ligeramente en el primer trimestre de 2025, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2025. Como en el trimestre anterior, ello se debió principalmente a la mayor preocupación de las entidades de crédito por los riesgos económicos que afrontan sus clientes. La demanda de préstamos por parte de las empresas descendió levemente en el primer trimestre tras una modesta recuperación en los trimestres anteriores.

El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas, que se situó en el 3,3 % en febrero, se incrementó como consecuencia de las anteriores subidas de los tipos de mercado a más largo plazo. Los préstamos hipotecarios continuaron aumentando en febrero, si bien a una tasa interanual todavía contenida del 1,5 %, debido a que las entidades de crédito relajaron sus criterios de aprobación y a que la demanda de préstamos a hogares siguió incrementándose con fuerza.

## Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se redujeron hasta el 2,25 %, el 2,40 % y el 2,65 %, respectivamente, con efectos a partir del 23 de abril de 2025.

El tamaño de las carteras del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia está disminuyendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

## Conclusión

En su reunión del 17 de abril de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó

en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de excepcional incertidumbre, aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

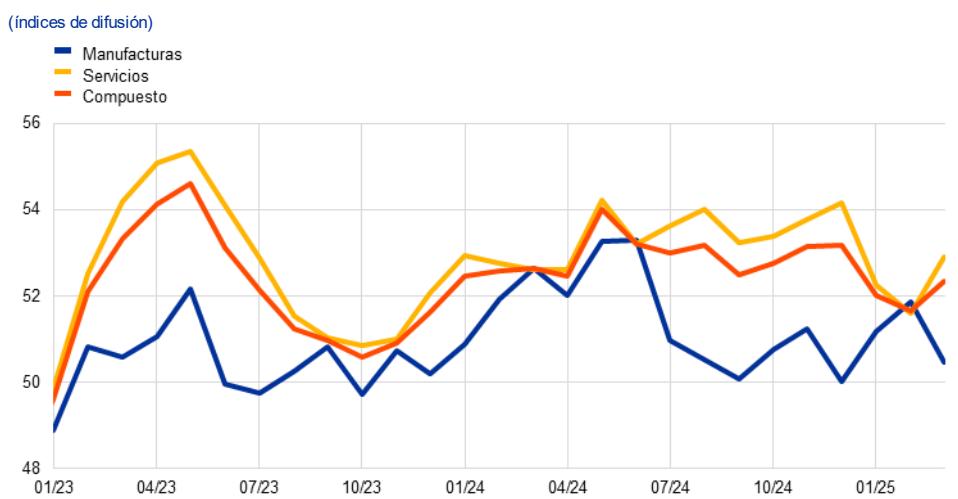
# 1

## Entorno exterior

*La actividad económica mundial se mantuvo estable al comienzo del año, pero la incertidumbre sobre los aranceles comerciales estadounidenses comporta importantes riesgos a la baja. El comercio mundial repuntó en el primer trimestre de 2025, gracias al adelanto de las importaciones de Estados Unidos en previsión de un giro de la política comercial. En los países pertenecientes a la OCDE, la inflación general se redujo en febrero, como consecuencia de la bajada de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente no varió. Las perspectivas de inflación son muy inciertas: aunque los aranceles comerciales y las ulteriores medidas de represalia podrían ejercer presión al alza sobre la inflación en las economías afectadas, un debilitamiento de la demanda podría contrarrestar los efectos inflacionistas directos de los aranceles.*

**A pesar de las recientes perturbaciones comerciales, la actividad económica mundial se mantuvo estable en el primer trimestre de 2025.** En marzo, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global, excluida la zona del euro, aumentó hasta situarse en 52,3, desde un valor de 51,7 en febrero (gráfico 1), dado que la actividad de los servicios se expandió moderadamente hasta alcanzar un nivel de 52,9, frente a 51,6 en febrero. En cambio, el PMI de producción manufacturera cayó hasta 50,5 (51,9 en febrero). La mejora del PMI compuesto de actividad fue generalizada en las principales economías. En Estados Unidos, el índice compuesto repuntó de forma acusada en marzo porque la actividad de los servicios aumentó con fuerza y se acercó a su media de largo plazo, y compensó la desaceleración brusca del dinamismo de la producción de las manufacturas. En China, la actividad aumentó tanto en el sector manufacturero como en los servicios y estos últimos alcanzaron su registro más alto en tres meses. En conjunto, los modelos de previsión a corto plazo (*nowcasting*) del BCE señalan un crecimiento estable, de alrededor del 1,1 % en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2025.

**Gráfico 1**  
PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

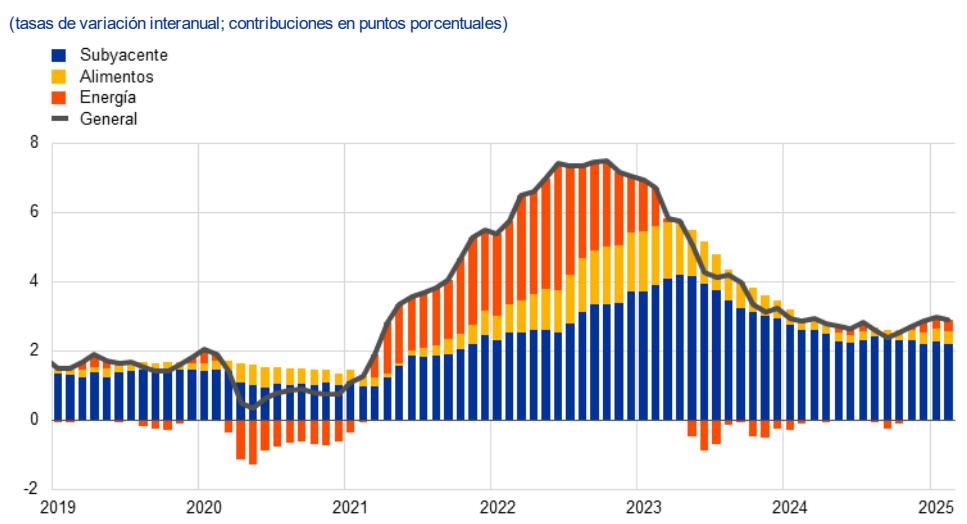
**El comercio mundial se recuperó a comienzos de 2025, pero es probable que la subida de los aranceles y la incertidumbre excepcionalmente elevada en torno a la política comercial se traduzcan en una ralentización acusada.** Para el primer trimestre de 2025, la previsión a corto plazo (*nowcast*) del BCE apunta a un crecimiento del comercio global del 1,5 % en términos intertrimestrales. Ello se debe, en parte, al adelanto significativo de las importaciones estadounidenses que se produjo en enero y en febrero en previsión de aranceles generalizados, que fue evidente en una amplia variedad de bienes. Los datos de alta frecuencia sobre los movimientos de buques, no incluidos en la previsión a corto plazo del BCE, mostraron una mayor actividad comercial a principios de 2025, aunque el notable descenso observado en marzo sugiere riesgos a la baja. En la coyuntura actual, la previsión a corto plazo (*nowcast*) del BCE sobre el comercio no señala una desaceleración pronunciada del crecimiento de los flujos comerciales para el segundo trimestre de 2025, puesto que los efectos de los anuncios de aranceles no se reflejan aún en los indicadores mensuales utilizados en los modelos de previsión a corto plazo. Paralelamente, es posible que surjan riesgos al alza derivados de nuevos adelantos de las importaciones debido a la evolución de las políticas comerciales de Estados Unidos.

**En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general ha disminuido, pero la subyacente no ha variado.** En febrero de 2025, la tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) se redujo hasta situarse en el 2,9 % desde el 3 % registrado el mes anterior (gráfico 2). Este descenso de la inflación general se debió a la bajada de los precios energéticos, mientras que la contribución de los precios de los alimentos se mantuvo estable. La inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y de los alimentos, permaneció inalterada en el 3,1 %. De cara al futuro, el giro de la política comercial estadounidense hacia un incremento de los

aranceles plantea riesgos para las perspectivas de inflación a escala mundial. Por un lado, los aranceles comerciales, las ulteriores medidas de represalia que adopten otros países y las disrupciones en las cadenas de suministro podrían elevar la inflación si los costes añadidos no son absorbidos por los márgenes. Por otro, el debilitamiento de la demanda como consecuencia de la disminución de las rentas reales y el elevado grado de incertidumbre podrían contrarrestar los efectos inflacionistas directos de los aranceles.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE no incluye Turquía y se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

**Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, los precios del Brent retrocedieron un 3,7 % hasta situarse en 69 dólares por barril y un 8,4 % en euros por barril, mientras que los precios europeos del gas disminuyeron un 5,7 % en EUR/MWh.** Los precios del petróleo cayeron bruscamente tras el anuncio de aranceles «recíprocos» de Estados Unidos, debido a que la preocupación por el impacto de los aranceles en la demanda mundial de crudo, así como su efecto negativo en la percepción de riesgos en los mercados financieros, pesó más que las dudas que surgieron anteriormente en relación con el suministro. Las presiones a la baja sobre los precios del petróleo se vieron amplificadas por la decisión de la OPEP+ —publicada el mismo día que se anunciaron los aranceles «recíprocos» estadounidenses— de acelerar la retirada gradual de los recortes de producción acordados previamente. Los miembros de la OPEP+ anunciaron que aumentarían la producción en 411.000 barriles diarios en mayo, cifra superior al objetivo anterior (135.000 barriles). Los precios europeos del gas registraron una fuerte caída como consecuencia de la preocupación por la demanda tras el anuncio de aranceles por parte de Estados Unidos. Asimismo, las noticias recientes sobre los avances logrados con respecto a un acuerdo de la UE relativo a los objetivos para llenar los depósitos de almacenamiento de gas natural, que daría a los países de la UE mayor flexibilidad en el cumplimiento del objetivo del 90 % para el próximo invierno, contribuyeron a la bajada de los precios del gas. Los

precios de los metales disminuyeron un 6,8 % como consecuencia de la inquietud por el crecimiento que generaron los anuncios de aranceles del país norteamericano, aunque no iban dirigidos directamente a las importaciones de los metales. Antes de los anuncios, las expectativas de que se aplicasen aranceles específicos al cobre habían impulsado a los que operan con este metal a adelantar las importaciones de cobre, por lo que la brecha entre los precios de Londres y los de Nueva York se amplió y los almacenes se llenaron hasta niveles récord. En cambio, los precios de los alimentos descendieron solo un 1,5 % después de los anuncios de aranceles, puesto que la preocupación con respecto a la oferta de maíz estadounidense sustentó los precios en cierta medida.

**En Estados Unidos, los anuncios de aranceles desde el comienzo del año se han traducido en un descenso significativo de la confianza de los consumidores, lo que podría contribuir a que el crecimiento del país se debilite.** La confianza de los consumidores disminuyó notablemente entre noviembre y abril, en particular en lo que se refiere a las expectativas de los consumidores. La magnitud de la actual caída de la confianza es comparable a las observadas antes de las recesiones —o al comienzo de estas— desde la década de 1990. Los indicadores de confianza empresarial y las intenciones de inversión han registrado reducciones más modestas hasta el momento. En consonancia con el debilitamiento de la confianza de los consumidores, el gasto en consumo personal real disminuyó en enero y en febrero en comparación con diciembre. El mercado de trabajo estadounidense se ha enfriado de manera constante desde que el crecimiento de los salarios alcanzara un máximo a mediados de 2022, aunque sigue tensionado. Si se aplican restricciones adicionales en la política de inmigración de Estados Unidos, podría producirse un nuevo tensionamiento del mercado laboral.

**La inflación general y la inflación subyacente medidas por el IPC de Estados Unidos disminuyeron en marzo y se situaron en niveles inferiores a las expectativas del mercado, pero se espera que aumenten como resultado de los aranceles.** En el país norteamericano, la inflación general medida por el IPC se redujo hasta el 2,4 % en marzo (0,4 puntos porcentuales con respecto a febrero), mientras que la subyacente medida por el IPC cayó del 3,1 % al 2,8 %. Por lo que se refiere a los componentes subyacentes, la tasa de variación de los precios de los bienes se mantuvo inalterada en el -0,1 % en términos interanuales, mientras que la de los servicios, aunque todavía es elevada, siguió descendiendo. La inflación general y subyacente medidas por el gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) basado en el mercado, indicadores a los que la Reserva Federal presta especial atención porque excluyen los precios imputados, están evolucionando en consonancia con los indicadores del PCE general, pero en febrero se situaron en niveles más bajos —el 2,2 % y el 2,4 %, respectivamente—. De cara al futuro, se espera que la inflación se incremente a medida que se introduzcan aranceles pero existe una incertidumbre significativa sobre el impacto inflacionista que tendrán las políticas que se están implementando. Las expectativas de inflación de los consumidores a un año y a cinco años vista medidas por la Universidad de Michigan en abril registraron el incremento más acusado observado en un período de tres meses desde el comienzo de la serie de datos mensuales, según los datos preliminares.

**En China, los indicadores coyunturales de actividad económica se situaron en torno al cambio de año en niveles más altos de lo previsto previamente, pero se espera que la demanda interna continúe disminuyendo.** Los datos de actividad correspondientes a enero y a febrero superaron ligeramente las expectativas del mercado y mostraron un dinamismo positivo en la inversión en activos fijos, los PMI y las ventas minoristas. Sin embargo, se prevé que el impulso proporcionado por los programas de estímulo del consumo vigentes desaparezca y que el resultado sea una ralentización de las ventas al por menor en los próximos meses, a menos que estos programas se intensifiquen como han propuesto algunas autoridades. Otros indicadores de consumo de alta frecuencia no muestran un repunte del dinamismo y se mantienen muy por debajo de las medias históricas. La confianza persistentemente baja de los consumidores también continúa dificultando una recuperación más generalizada del gasto, mientras que los principales indicadores del mercado inmobiliario permanecen en niveles bajos y la construcción de viviendas va a la zaga de las ventas. El crecimiento de las exportaciones se está debilitando a medida que se van reduciendo los efectos del adelanto y se empieza a consolidar el impacto del aumento de los aranceles de Estados Unidos. Las exportaciones chinas al país norteamericano descendieron de forma acusada al comienzo del año, después de haber crecido de manera desproporcionada tras las elecciones estadounidenses celebradas en noviembre. Este mismo patrón se observa en las exportaciones del país asiático a la zona del euro y a otras regiones. El debilitamiento de las exportaciones también se refleja en la bajada de los precios del transporte marítimo desde los principales puertos chinos, que se han desplomado sobre todo en el caso de las exportaciones a Estados Unidos y a Europa. Asimismo, se espera que el impacto de los aranceles estadounidenses se agudice, dado que las sucesivas rondas de aranceles «recíprocos» y los adoptados en represalia elevarán el tipo efectivo que aplica Estados Unidos a las importaciones chinas hasta alrededor del 140 %, mientras que China ha subido hasta el 125 % el tipo efectivo que aplicará desde el 12 de abril a las importaciones estadounidenses. China también ha introducido medidas no arancelarias, como la prohibición de exportar tierras raras adicionales y la inclusión de más empresas estadounidenses en su lista de «entidades no fiables».

**La economía del Reino Unido ha ganado probablemente cierto impulso en el primer trimestre de 2025 y se aceleraría ligeramente en el segundo trimestre.** El PIB real del Reino Unido se redujo un 0,1 % (en tasa intermensual) en enero de 2025, principalmente como consecuencia de la débil producción manufacturera. Sin embargo, los indicadores de confianza de los consumidores y de las empresas, así como las ventas minoristas, señalan un repunte de la actividad en febrero. Además, el PMI compuesto se incrementó desde 50,5 en enero hasta 51,5 en marzo, el nivel más alto desde el pasado octubre. Para el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real aumentaría ligeramente hasta situarse en el 0,3 %. Esta evolución debería verse respaldada por la relajación monetaria en curso y por el aumento de las rentas reales, a pesar de que el 26 de marzo el Gobierno anunció una serie de recortes de gasto dirigidos a mantener la credibilidad de sus objetivos fiscales.

## 2

## Actividad económica

*La actividad económica de la zona del euro disminuyó en el cuarto trimestre de 2024, lo que situó el crecimiento anual del PIB real en el 0,9 % en el conjunto del año. Los datos procedentes de encuestas apuntan a una expansión moderada en el primer trimestre de 2025. La actividad continuó siendo débil en el sector manufacturero, pero con signos de mejora de la confianza, y siguió creciendo en los servicios, si bien a un ritmo más lento. El aumento de las rentas de los hogares y la capacidad de resistencia del mercado de trabajo están respaldando el repunte paulatino del consumo, aunque la confianza de los consumidores es frágil y la tasa de ahorro elevada. Las perspectivas económicas de la zona del euro se ven ensombrecidas por una incertidumbre extraordinaria. Los exportadores de la zona del euro se enfrentan a nuevas barreras comerciales, aunque su alcance no está claro aún. Las disruptiones en el comercio internacional, las tensiones en los mercados financieros y la incertidumbre geopolítica están afectando negativamente a la inversión empresarial. Los consumidores, cada vez más prudentes respecto al futuro, también podrían contener su gasto. Al mismo tiempo, la economía de la zona del euro ha acumulado cierta fortaleza para hacer frente a las perturbaciones mundiales. Se espera que el crecimiento se vea respaldado por un mercado de trabajo sólido, por el aumento de las rentas reales y por la mayor accesibilidad gradual del crédito, lo que debería favorecer el consumo. Además, cabe esperar que las importantes iniciativas puestas en marcha a nivel nacional y de la UE para incrementar el gasto en defensa y la inversión en infraestructuras sostengan la actividad de las manufacturas en particular.*

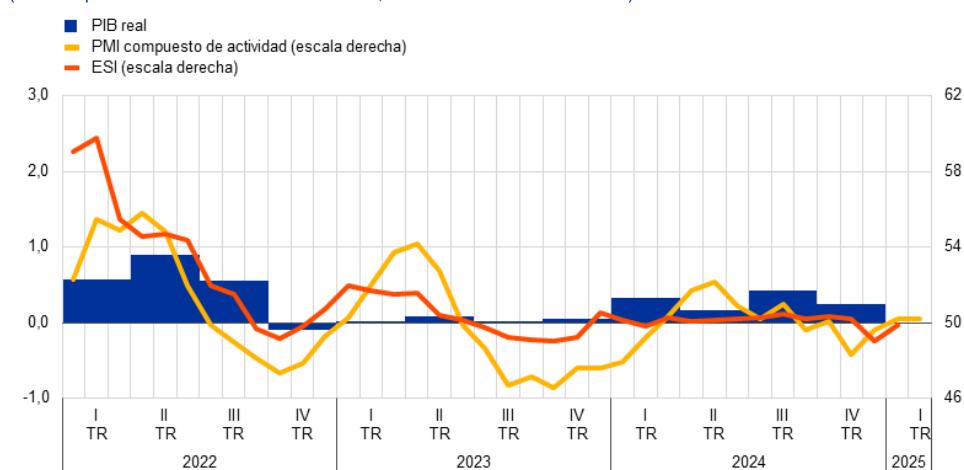
**La actividad de la zona del euro habría seguido creciendo de forma moderada en el primer trimestre de 2025 (gráfico 3).** Según la estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2024. La actividad habría continuado registrando un crecimiento moderado en el primer trimestre de 2025, como sugieren los datos procedentes de encuestas, que apenas se han visto afectados por la incertidumbre en torno a la política comercial de Estados Unidos en los primeros meses del año. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad (publicado el 3 de abril de 2025) aumentó y se situó por encima del umbral de crecimiento de 50 en el primer trimestre del año, lo que apunta a una expansión modesta de la actividad. Al mismo tiempo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea (publicado el 28 de marzo de 2025) también superó su media del trimestre precedente, aunque descendió en marzo tras dos meses de subidas. Este descenso fue generalizado en los distintos sectores, salvo en la industria, donde se observó un incremento de la confianza. Los datos de encuestas también señalan cierto reajuste de las diferencias sectoriales previas a principios de 2025, dado que la actividad manufacturera mostró signos de mejora, mientras que la de los servicios siguió creciendo a un ritmo moderado (gráfico 4). En marzo, el PMI de producción de las manufacturas se elevó por encima del umbral de 50 por primera vez en dos años. Este resultado sitúa el valor promedio para el primer trimestre en 48,8, lo que sigue apuntando a una debilidad persistente, pero también a una mejora sustancial con respecto al trimestre previo (valor promedio de 45,1). Según el ESI, la confianza en el sector de las manufacturas también mostró signos de mejora en el primer

trimestre de 2025. Al mismo tiempo, la actividad de los servicios, que ha encabezado la lenta recuperación de la zona del euro en los últimos trimestres, continuó avanzando a un ritmo sostenido a principios de año. El PMI de actividad de este sector mantuvo un crecimiento modesto y se situó en un valor de 51, en promedio, en el primer trimestre, básicamente sin variación con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, la confianza en los servicios disminuyó en marzo.

**Gráfico 3**

### PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



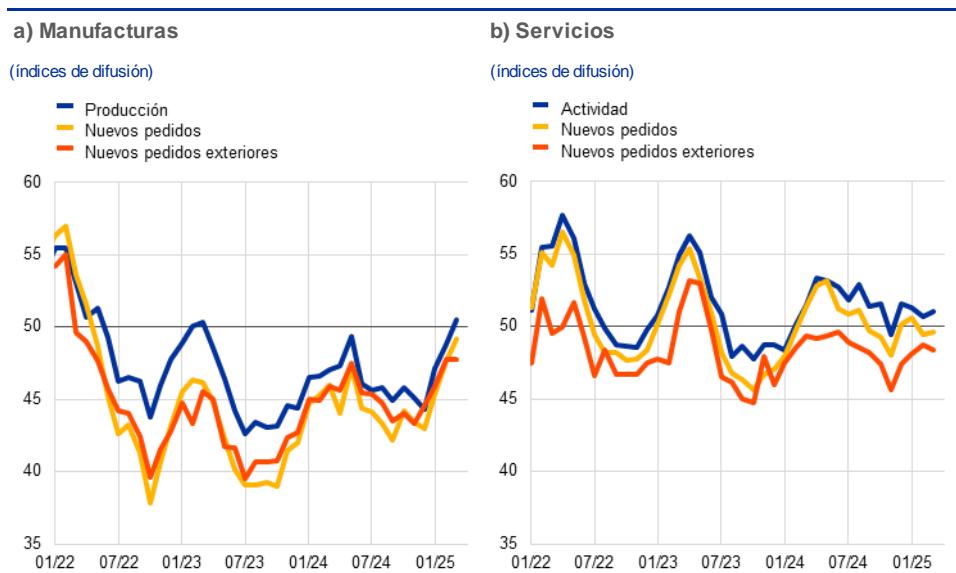
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y S&P Global.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el PMI compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para el PIB real y a marzo de 2025 para el PMI compuesto de actividad y el ESI.

**La recuperación esperada en el segundo trimestre está sujeta a una elevada incertidumbre.** El PIB de la zona del euro parece haber seguido una trayectoria positiva en los primeros meses de 2025. Sin embargo, las perspectivas para el segundo trimestre se han visto afectadas por las recientes perturbaciones adversas mundiales—nuevos aranceles estadounidenses y posible adopción de medidas de represalia, intensificación de la incertidumbre a escala global, aumento de la volatilidad en los mercados financieros—, así como por perturbaciones internas más favorables, como las nuevas políticas nacionales y de la UE en materia de gasto en infraestructuras y defensa. Los indicadores prospectivos ya presentaban un panorama dispar en marzo, muy probablemente como consecuencia de los factores adversos derivados de los anuncios esperados de la imposición de aranceles en Estados Unidos. El PMI de expectativas empresariales a doce meses vista descendió ligeramente en marzo, aunque se mantuvo por encima de su media de largo plazo. El PMI de nuevos pedidos de las manufacturas de la zona del euro aumentó en el mismo mes, pero permaneció por debajo de 50. Los contactos recientes mantenidos entre el BCE y sociedades no financieras de la zona del euro, que tuvieron lugar a mediados de marzo de 2025—antes de que Estados Unidos anunciara la imposición de aranceles—, apuntaban a una mejora gradual de la actividad a partir del segundo trimestre y, en particular, a una recuperación del sector industrial (véase [recuadro 4](#)). Sin embargo, el anuncio de aranceles «recíprocos» por el país norteamericano el 2 de abril, junto con la posible escalada

de las tensiones comerciales, constituyen una fuente de riesgo adicional tanto para las empresas como para las perspectivas de la zona del euro. Asimismo, los incrementos del gasto en infraestructuras y defensa recientemente anunciados pueden respaldar la confianza y la actividad en las manufacturas, pero no es probable que sus efectos positivos se aprecien en el segundo trimestre. Los contactos del BCE en las empresas manufactureras indicaron que la reposición de existencias y la adaptación de la capacidad productiva para futura producción en el ámbito de la defensa ya podrían estar contribuyendo a impulsar la actividad en 2025.

**Gráfico 4**  
PMI de distintos sectores de la economía



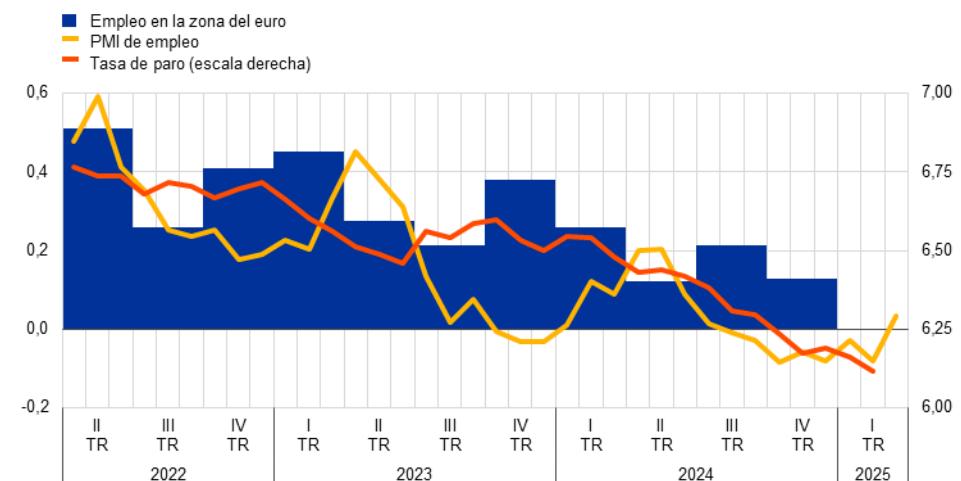
Fuente: S&P Global Market Intelligence.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

**La tasa de paro permanece en niveles reducidos, pese a que se observan señales de una desaceleración gradual del mercado de trabajo.** La tasa de paro se mantuvo en el mínimo histórico del 6,1 % en febrero de 2025, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en enero (gráfico 5). El total de horas trabajadas registró un incremento del 0,6 % en el cuarto trimestre de 2024, principalmente debido a la recuperación de las horas medias trabajadas. El total de horas trabajadas aumentó en España, Alemania e Italia (un 1,8 %, 0,6 % y 0,2 %, respectivamente) y se redujo en Francia (-0,2 %). El crecimiento del empleo se cifró en el 0,1 % en el cuarto trimestre en todos los sectores, excepto en la industria (-0,3 %). Con todo, el mercado laboral sigue mostrando señales de enfriamiento paulatino. La tasa de vacantes fue del 2,5 % en el citado trimestre, continuando su descenso sostenido desde el máximo alcanzado en 2022. La ratio vacantes/desempleo retornó a los niveles de 2021, y el indicador de empleo como factor que limita la producción se situó en el 24,5 % en el caso de los servicios y en el 14,8 % en el de la industria en el primer trimestre de 2025, frente al 26,5 % y el 16,4 %, respectivamente, del cuarto trimestre de 2024.

## Gráfico 5

### Empleo, PMI de empleo y tasa de paro en la zona del euro

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral, índice de difusión; escala derecha: porcentajes de la población activa)



Fuentes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

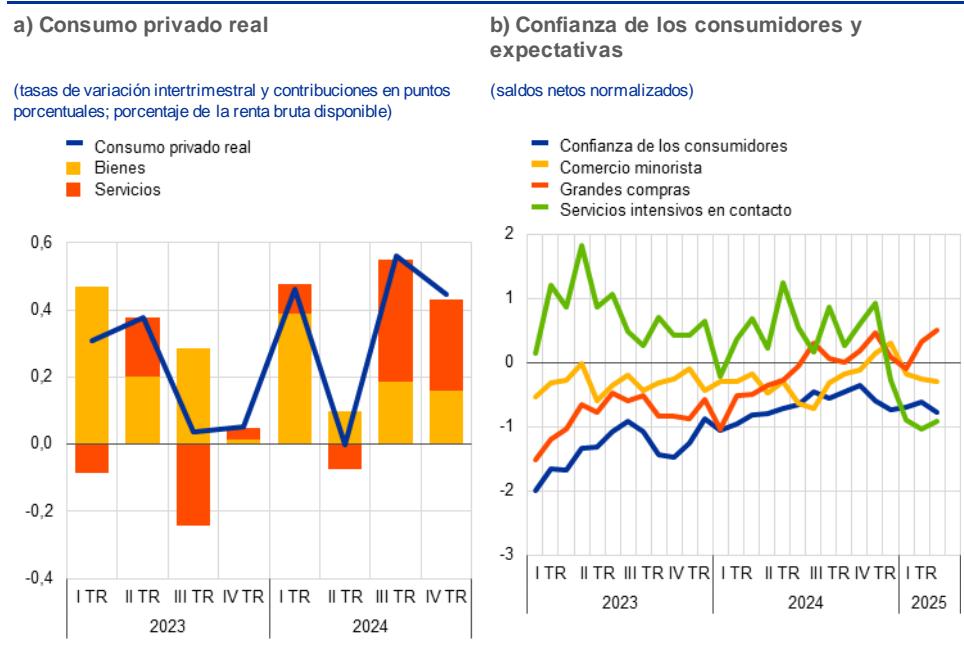
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para el empleo, a marzo de 2025 para el PMI de empleo y a febrero de 2025 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales sugieren que el mercado de trabajo habría seguido enfriándose en el primer trimestre de 2025.** El PMI mensual compuesto de empleo fue prácticamente neutral y se elevó hasta situarse en 50,4 en marzo, desde un valor de 49,2 en febrero (gráfico 5). El valor del indicador compuesto aumentó en todos los sectores. Las percepciones sobre el crecimiento del empleo se mantuvieron en terreno contractivo en las manufacturas y la construcción, mientras que repuntaron hasta pasar a terreno expansivo en el sector servicios. Con todo, el PMI de empleo de este sector permanece muy por debajo de su media de 2024. En general, el menor dinamismo del empleo debería favorecer una recuperación gradual de la productividad del trabajo en el futuro.

**El consumo privado siguió creciendo con fuerza en el cuarto trimestre de 2024 y es probable que se haya moderado a principios de 2025.** El consumo privado experimentó un avance intertrimestral del 0,4 % en el último trimestre de 2024 (panel a del gráfico 6). El consumo de bienes aumentó a un ritmo mayor que el de servicios (un 0,8 % y un 0,4 %, respectivamente). Por su parte, la tasa de ahorro se stabilizó en el 15,3 % en dicho trimestre, en parte como reflejo de la elevada incertidumbre de los consumidores y la escasa confianza. El volumen de ventas minoristas creció un 0,1 % en los dos primeros meses de 2025 con respecto al cuarto trimestre de 2024, mientras que el consumo de servicios se incrementó un 0,4 % en enero en relación con el mismo período. Los datos más recientes siguen apuntando a un crecimiento sostenido, aunque más moderado, del gasto de los hogares a principios de 2025. El indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea disminuyó en marzo (panel b del gráfico 6). Esta disminución de la confianza de los consumidores coincidió con un descenso considerable de las expectativas empresariales sobre los servicios intensivos en contacto, lo que señala una posible moderación de la demanda de servicios. En cambio, según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los

consumidores, el gasto previsto en vacaciones en los próximos doce meses todavía es sólido. Al mismo tiempo, las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en el mismo plazo continuaron mejorando en marzo, pero, en promedio, apenas variaron en el primer trimestre de 2025 en comparación con el trimestre anterior. De cara al futuro, la persistencia de la incertidumbre sobre las políticas económicas, en particular en el contexto de la evolución económica mundial, debería seguir pesando en las decisiones de gasto de los hogares. Sin embargo, se espera que el mayor poder adquisitivo —reflejo de la ralentización de la inflación— y los incrementos adicionales de las rentas reales del trabajo continúen sosteniendo el consumo en los próximos trimestres.

**Gráfico 6**  
Consumo y expectativas de los consumidores



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

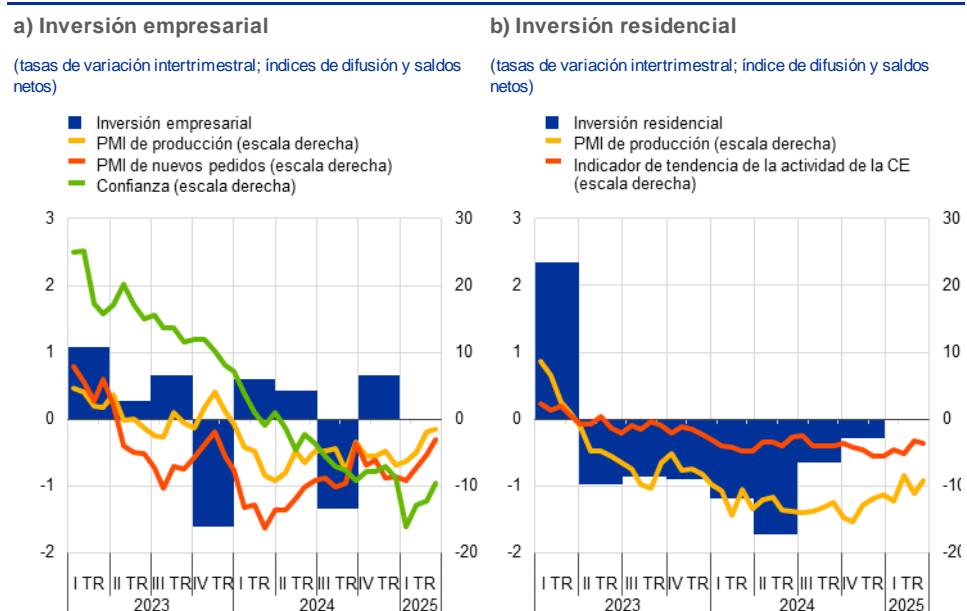
Notas: En el panel a, el consumo privado real se refiere al concepto nacional y los componentes aluden al concepto interno de consumo. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024. En el panel b, las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes. La primera serie se normaliza para el período enero 2005-2019 por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las otras tres series representadas en el gráfico se normalizan para el período 1999-2019. «Servicios intensivos en contacto» incluye servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

**La inversión empresarial registró un crecimiento vigoroso en el cuarto trimestre de 2024, pero es probable que se haya debilitado en el primer trimestre de 2025.** La inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) aumentó un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2024. Este incremento tuvo su origen en el repunte de la inversión en equipo de transporte, mientras que la realizada en maquinaria y otros equipos disminuyó, y la inversión en intangibles se mantuvo estable. La inversión se habría estancado en el primer trimestre de este año, como ponen de manifiesto los datos sobre bienes de equipo, que muestran una leve contracción de la producción industrial y unos niveles aún reducidos del PMI de producción, del PMI de nuevos pedidos y del indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (panel a del gráfico 7). Las perspectivas para el segundo trimestre y a más largo plazo son igualmente débiles, como sugiere el índice de

confianza Sentix de abril, que mide las perspectivas de los inversores de la zona del euro a seis meses vista y registró su mayor caída tras la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022. Las encuestas más recientes del BCE, llevadas a cabo antes de los anuncios de la Administración estadounidense del 2 de abril sobre la imposición de aranceles, apuntan a una recuperación gradual de la inversión este año, en un contexto de intensa incertidumbre. Los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras de la zona del euro sugieren que la elevada incertidumbre podría retrasar las inversiones, pero también señala que existe potencial para construir y adaptar la capacidad para el futuro gasto en infraestructuras y defensa (véase [recuadro 4](#)). La [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE\)](#) indica que se espera cierta mejora de la actividad inversora en el segundo trimestre de 2025 partiendo de niveles reducidos. En resumen, las expectativas de incremento gradual de la demanda, las nuevas políticas nacionales y de la UE sobre gasto en infraestructuras y defensa, junto con unas condiciones de financiación más favorables en general, deberían respaldar el crecimiento de la inversión en el futuro. Con todo, existen riesgos a la baja relacionados con los aranceles, la elevada incertidumbre y la posible transmisión del reciente aumento de los rendimientos de la deuda pública a las condiciones del crédito a las sociedades no financieras, incluido el ligero deterioro de las perspectivas crediticias, como indica la [encuesta sobre préstamos bancarios del BCE de abril de 2025](#).

### Gráfico 7

#### Dinámica de la inversión privada real y datos procedentes de encuestas



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea (CE), S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se refiere a la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Los datos mensuales reflejan el sector de bienes de equipo. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para la inversión empresarial, y a marzo de 2025 para los PMI y el indicador de confianza de la Comisión Europea. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la valoración del sector de construcción de edificios y especializada de dicha tendencia durante los tres meses precedentes. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para la inversión residencial y a marzo de 2025 para el PMI y el indicador de la Comisión Europea.

**La inversión residencial volvió a descender en el cuarto trimestre de 2024, aunque a un ritmo más lento que en el tercer trimestre.** La inversión en vivienda

se redujo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2024, tras registrar una contracción del 0,6 % en el trimestre precedente (panel b del gráfico 7). Si se consideran los indicadores cuantitativos, los visados de obra nueva residencial permanecieron en niveles bajos en el cuarto trimestre, lo que apunta a una contribución limitada de los nuevos proyectos a corto plazo. Más recientemente, un indicador sintético relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en enero se situó un 0,8 % por encima del nivel observado en el cuarto trimestre. Sin embargo, los indicadores de actividad basados en encuestas, como el PMI de producción de la construcción residencial y el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres meses anteriores, permanecieron en niveles reducidos hasta marzo, pese a mejorar ligeramente. En conjunto, esta evolución sugiere que es probable que la inversión en vivienda se haya estancado en general en el primer trimestre de 2025. De cara al futuro, las encuestas recientes del BCE apuntan a una persistente falta de dinamismo de la inversión residencial en los próximos trimestres. La última encuesta sobre las expectativas de los consumidores indica que las expectativas de los hogares en relación con el mercado de la vivienda, reflejadas en el atractivo de este activo como buena inversión, se han mantenido relativamente estables, fluctuando en torno a sus niveles medios en los meses transcurridos hasta marzo. La [encuesta del BCE sobre préstamos bancarios de abril de 2025](#) indica que se espera que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siga mejorando, pero que los criterios de concesión de préstamos podrían endurecerse en el segundo trimestre de 2025 (véase sección 5, «Condiciones de financiación y evolución del crédito»).

**Las exportaciones de la zona del euro continúan mostrando falta de dinamismo, pese al repunte que experimentaron en enero.** En enero de 2025, las exportaciones de bienes de la zona del euro crecieron un 0,5 %, en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores, lo que supuso el primer aumento desde abril de 2024. Esta evolución se debió, en parte, al fuerte crecimiento de las exportaciones de productos químicos de Irlanda a Estados Unidos, que puede sugerir un adelanto en previsión de la inminente aplicación de los aranceles. Pese a este repunte, se mantiene la falta de vigor de la actividad exportadora, y el PMI de nuevos pedidos exteriores refleja la persistencia de problemas de competitividad, lo que indica una contracción tanto de las manufacturas como de los servicios. La reciente apreciación del euro, en particular frente al dólar estadounidense y al renminbi chino, se está sumando asimismo a los factores adversos al erosionar potencialmente la competitividad-precio en mercados clave. Los datos actualizados sobre transporte de mercancías no muestran que el adelanto de las exportaciones esté impulsando la actividad exportadora de la zona del euro en gran medida, aunque sí se dispone de evidencia anecdótica en sectores concretos, como el químico (incluidos los productos farmacéuticos) y la automoción. Las importaciones de la zona del euro aumentaron un 0,3 %, en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores, con una contribución relativamente significativa de China. La revalorización del euro frente al renminbi chino y al dólar estadounidense puede reducir los costes de las importaciones en esas monedas, sobre todo de las materias primas cuyos precios se fijan en dólares estadounidenses. Sin embargo, la posible ampliación de los aranceles y las

represalias de la UE podrían contrarrestar esos beneficios. Además, el aumento del gasto en defensa puede impulsar el crecimiento de las importaciones a corto plazo, en particular de equipamiento militar de alta tecnología. De cara al futuro, las perspectivas comerciales son muy inciertas, dado que los posibles incrementos de aranceles y el deterioro de las condiciones económicas mundiales plantean riesgos importantes.

**En general, las perspectivas de actividad de la zona del euro se han deteriorado debido al aumento de las tensiones comerciales.** Es probable que la mayor incertidumbre reduzca la confianza de los hogares y de las empresas, y que la respuesta adversa y volátil de los mercados a las tensiones comerciales dé lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación. Se espera que estos factores lastren la actividad de la zona del euro en el segundo trimestre de 2025. Al mismo tiempo, la economía de la zona ha acumulado cierta fortaleza para hacer frente a las perturbaciones mundiales. Se espera que el crecimiento a medio plazo se vea respaldado por un mercado de trabajo sólido, por el incremento de las rentas reales y por la mayor accesibilidad gradual del crédito, lo que debería reforzar el consumo. Además, las importantes iniciativas puestas en marcha a nivel nacional y de la UE para aumentar el gasto en defensa y la inversión en infraestructuras deberían impulsar la actividad en las manufacturas, como también se refleja en las últimas encuestas.

### 3

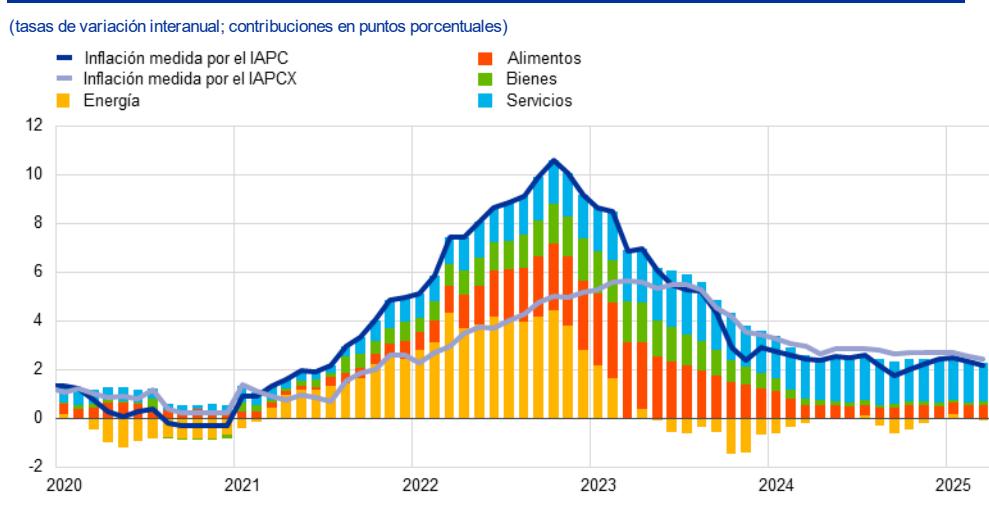
## Precios y costes

*El proceso de desinflación sigue avanzando. La inflación general de la zona del euro descendió hasta el 2,2 % en marzo de 2025, desde el 2,3 % registrado en febrero. Este descenso fue consecuencia, principalmente, de la caída de los precios de la energía y de que la inflación de los servicios —que se había reducido de forma notable en los últimos meses— continuó disminuyendo. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente apuntan a un retorno sostenido de la inflación al objetivo del BCE del 2 % a medio plazo. El avance interanual de la remuneración por asalariado fue del 4,1 % en el último trimestre de 2024, frente al 4,5 % del trimestre precedente, mientras que los beneficios unitarios disminuyeron, con lo que continuaron amortiguando el impacto de los costes laborales en la inflación. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron situados en torno al 2 %, lo que respalda el retorno sostenido de la inflación al objetivo del BCE.*

**La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta situarse en el 2,2 % en marzo, desde el 2,3 % registrado en febrero (gráfico 8).** Esta reducción estuvo determinada principalmente por la disminución de la inflación de los servicios y de la energía, que contrarrestó con creces el aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos. El dato de inflación correspondiente al primer trimestre de 2025 fue acorde, en líneas generales, con lo indicado en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025.

**Gráfico 8**

Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

**La inflación de la energía descendió y se situó en el -1 % en marzo de 2025, desde el 0,2 % observado en febrero.** Este descenso refleja principalmente la caída de la tasa de crecimiento intermensual de los precios energéticos. Asimismo, el desglose detallado mostró un acusado retroceso de la inflación interanual de los

combustibles para transporte asociado a la bajada de los precios del petróleo y, en menor medida, de la tasa de variación interanual de los precios de la electricidad, mientras que en el caso del gas, esta tasa se incrementó.

**La inflación de los alimentos aumentó hasta el 2,9 % en marzo de 2025, desde el 2,7 % registrado en febrero, debido, en gran medida, al avance de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados.** Esta última repuntó hasta el 4,2 % en términos interanuales en marzo, en comparación con el 3 % del mes anterior. Este acusado incremento estuvo impulsado por un avance intermensual ligeramente mayor de lo habitual de los precios de los alimentos no elaborados que podría estar asociado a los efectos de unas condiciones meteorológicas adversas, así como por la desaparición del impacto de la débil evolución registrada hace un año. Entretanto, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados se mantuvo sin variación en el 2,6 %, en parte debido a la persistencia de elevadas presiones de los precios del tabaco. En el caso de los alimentos elaborados excluido el componente de tabaco, esta tasa permaneció inalterada en el 1,8 %.

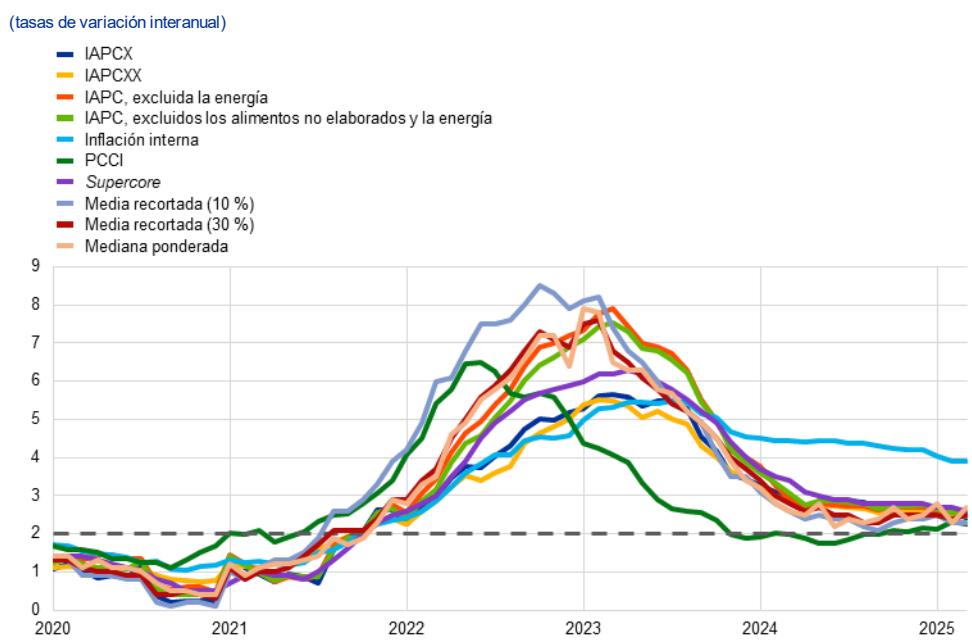
**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), continuó descendiendo y se situó en el 2,4 % en marzo, frente al 2,6 % registrado el mes precedente.** Este descenso obedeció principalmente a la caída de la inflación de los servicios, que se redujo hasta el 3,5 %, desde el 3,7 % de febrero. Varios factores contribuyeron a la moderación observada, entre ellos la menor demanda de servicios de ocio, la disminución de las presiones de los costes energéticos y salariales, y unos efectos algo más leves de las correcciones interanuales de los precios a principios de año. Al mismo tiempo, la inflación de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 0,6 %, en consonancia con la moderación de las presiones inflacionistas. Esta tasa sostenida reflejó la disminución de la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo no duradero, que se vio contrarrestada por la subida de los de los bienes semiduraderos y duraderos, aunque en el caso de estos últimos, dicha tasa permaneció en terreno negativo.

**La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han evolucionado en consonancia con un retorno sostenido de la inflación general al objetivo del 2% a medio plazo (gráfico 9)**<sup>1</sup>. La mayor parte de los valores de los indicadores fluctuó entre el 2,2 % y el 2,7 %. Los indicadores basados en la exclusión de componentes, como el IAPC, excluida la energía, y el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, continuaron descendiendo. Al mismo tiempo, la media recortada al 10 % no varió, y la media recortada al 30 % y la mediana ponderada aumentaron en marzo. En cuanto a los indicadores basados en modelos, el indicador *Supercore* (que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico) se redujo hasta el 2,6 % en marzo, desde el 2,7 % registrado en febrero. Por su parte, el PCCI (componente persistente y común de la inflación), cuya capacidad predictiva de la inflación futura suele ser superior a la de

<sup>1</sup> Para más información sobre los distintos indicadores de la inflación subyacente, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024» organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE, 24 de octubre de 2024.

otros indicadores, disminuyó ligeramente y se situó en el 2,2 % en marzo, frente al 2,3 % de febrero, y se mantuvo en la parte inferior del rango. Aunque el indicador de la inflación interna —que incluye principalmente partidas de los servicios— permaneció en un nivel alto, llevaba reduciéndose desde diciembre de 2024 y en marzo se situó en el 3,9 %.

**Gráfico 9**  
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

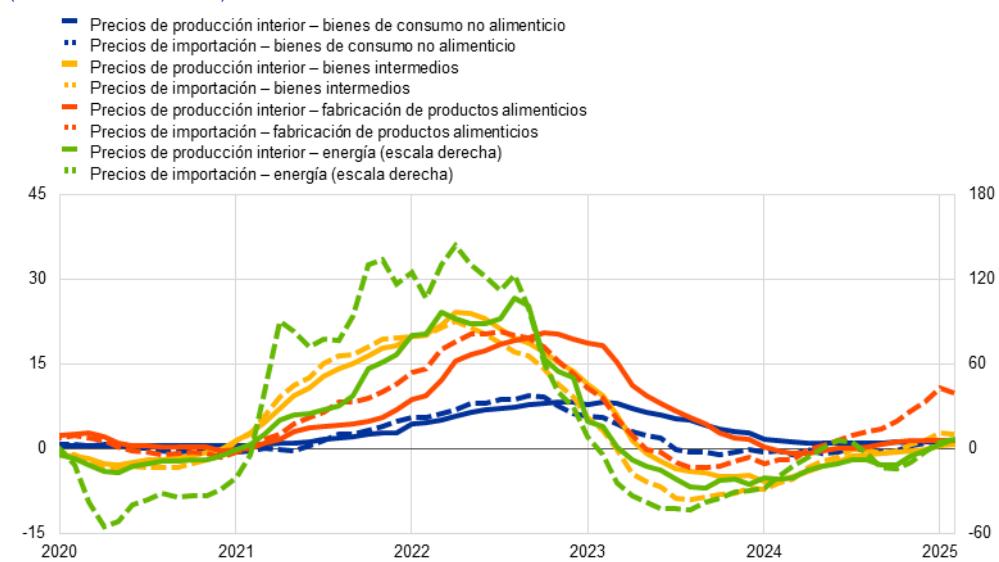
Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

**En febrero, la mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre los precios de los bienes en las primeras fases del proceso de formación de precios registraron aumentos moderados, mientras que, en las fases posteriores, los indicadores descendieron ligeramente (gráfico 10).** En las primeras fases, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores se incrementó hasta situarse en el 0,9 % en febrero, frente al 0,5 % de enero. En cambio, en las fases posteriores del proceso, las tasas de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio descendieron hasta el 1,5 % en febrero, desde el 1,6 % de enero. El ritmo de avance interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados aumentó hasta el 1,5 %, desde el 1,4 % registrado en el mismo período, lo que confirmó los indicios previos de que la relajación gradual de las presiones latentes había disminuido en este segmento. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio permaneció inalterada en el 1,5 %. Al mismo tiempo, la tasa de variación de los precios de importación de los alimentos elaborados se redujo hasta el 9,9 % en febrero, desde el 10,7 % de enero, posiblemente como consecuencia de unas tasas de crecimiento todavía elevadas, pero en descenso, de los precios internacionales de las materias primas alimenticias. En conjunto, los datos más recientes sobre los

precios de producción y de importación confirman que la relajación gradual de las presiones latentes acumuladas sobre los precios de los bienes de consumo se ha ido diluyendo, pero no se ha producido un repunte apreciable.

### Gráfico 10 Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



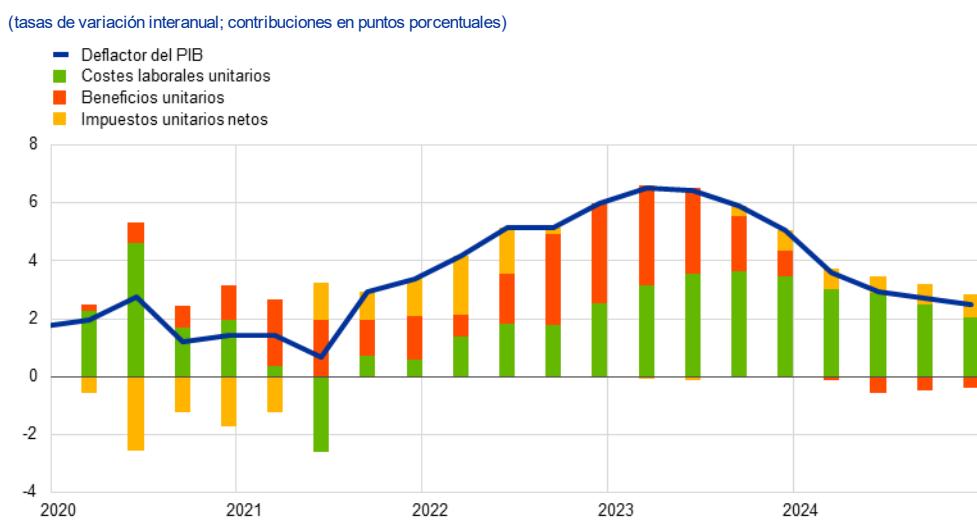
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

**Según se desprende del crecimiento del deflactor del PIB, las presiones de costes de origen interno siguieron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2024, hasta el 2,5 %, frente al 2,7 % del trimestre anterior (gráfico 11).** Esta disminución representa una caída sustancial con respecto al máximo del 6,5 % alcanzado en el primer trimestre de 2023, aunque la tasa de variación se ha mantenido por encima de su media de largo plazo del 1,6 % anterior a la pandemia de COVID-19. La desaceleración del deflactor del PIB tuvo su origen, en gran parte, en la moderación continuada del crecimiento de los costes laborales unitarios (el 3,7 % en el cuarto trimestre de 2024, frente al 4,5 % del tercer trimestre). Este descenso refleja la combinación del menor crecimiento salarial, medido por la remuneración por asalariado (el 4,1 % en el cuarto trimestre, frente al 4,5 % del trimestre precedente), y del mayor avance de la productividad (hasta el 0,4 %, desde el 0 % del trimestre anterior). En general, la moderación del crecimiento de los salarios reales fue acorde con la disminución del avance de los salarios negociados (hasta el 4,1 % en el cuarto trimestre de 2024, frente al 5,4 % del tercero). Aunque la contribución de los beneficios unitarios al deflactor del PIB fue menos negativa en el cuarto trimestre, estos siguieron conteniendo el crecimiento todavía elevado de los costes laborales. De cara al futuro, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios —que incluye datos sobre convenios colectivos negociados hasta la primera semana de abril de 2025— sugiere que las presiones sobre el avance de los salarios continuarán relajándose durante 2025. Esta perspectiva se ve respaldada por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento salarial, como la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone*

Survey) del BCE, en la que las expectativas de crecimiento de los salarios para 2025 se revisaron a la baja hasta el 3 %, desde el 3,6 % de la encuesta anterior<sup>2</sup>. La moderación de las presiones sobre el avance de los salarios está en consonancia tanto con las menores exigencias de compensación por inflación durante las negociaciones como con el enfriamiento de la demanda de mano de obra.

**Gráfico 11**  
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones de los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

### Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo de la zona del euro, medida por los *inflation fixings*, han descendido hasta situarse en niveles inferiores al 2 % para los próximos meses (gráfico 12).

Estos indicadores —que reflejan las expectativas de los participantes en los mercados sobre la inflación medida por el IAPC, excluido el tabaco— sugieren que los inversores esperan que esta medida de la inflación caiga por debajo del 2 % en los próximos meses y que siga descendiendo en torno al cambio de año hasta estabilizarse en niveles claramente inferiores a ese valor a mediados de 2026. Del mismo modo, el tipo swap de inflación a un año dentro de un año disminuyó hasta situarse en torno al 1,6 % durante el período de referencia. En cuanto al consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de marzo de 2025 se señaló que la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se había situado en el 3,1 % en marzo de 2025, la tasa más baja observada desde septiembre de 2021. Al mismo tiempo, la tasa de inflación general mediana esperada para el próximo año aumentó hasta el 2,9 % en marzo, desde el 2,6 % registrado en febrero, y la esperada a tres años vista también experimentó un leve avance y se situó en el 2,5 %, desde el 2,4 % en el mismo período. Las mayores expectativas de inflación de los consumidores están

<sup>2</sup> Para más información, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2025.

relacionadas con el incremento de la incertidumbre percibida por algunos encuestados respecto a la inflación.

**Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo permanecieron estables y la mayoría se mantuvo en torno al 2 % (gráfico 12).**

Tanto en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de abril de 2025 (que se llevó a cabo entre el 31 de marzo y el 2 de abril) como en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2025 (realizada entre el 1 y el 4 de abril), la mediana y la media de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron sin variación en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo (basados en el IAPC, excluido el tabaco) disminuyeron en el período analizado, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2 %. Asimismo, las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en los mercados siguen esperando que la inflación se sitúe en torno al 2 % en el largo plazo.

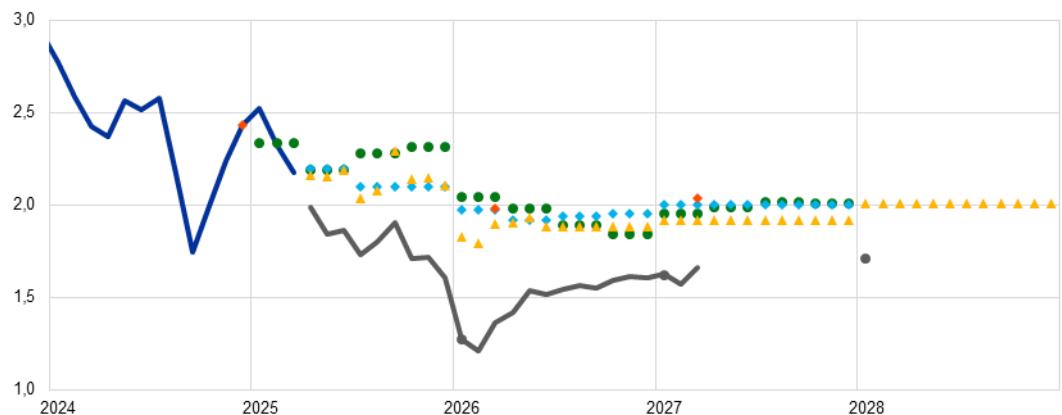
## Gráfico 12

### Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

a) Inflación general, indicadores de mercado de la compensación por inflación, proyecciones de inflación e indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

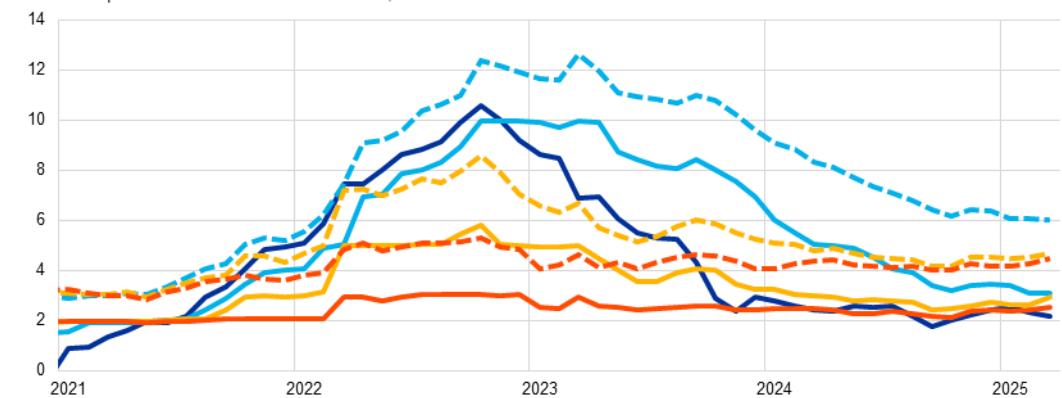
- IAPC
- Fixings (16 de abril de 2025)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (16 de abril de 2025)
- Proyecciones macroeconómicas del BCE (marzo de 2025)
- ◆ SMA (abril de 2025)
- ◆ EPE (II TR 2025)
- ▲ Consensus Economics (abril de 2025)



b) Inflación general y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Percepción de inflación pasada, mediana
- Expectativas de inflación a un año vista, mediana
- Expectativas de inflación a tres años vista, mediana



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025, y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 16 de abril de 2025. Los *inflation fixings* son contratos de swaps vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2025 se realizó entre el 1 y el 4 de abril de 2025. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue el 7 de abril de 2025. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025 se finalizaron el 19 de febrero de 2025 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 6 de febrero de 2025. Panel b: en la CES, las líneas discontinuas representan la media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

## 4

## Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, los mercados financieros de la zona del euro se vieron muy influidos por los cambios en las políticas comerciales iniciados por Estados Unidos. El anuncio realizado el 2 de abril sobre la imposición de aranceles generalizados en ese país provocó la corrección más abrupta de los precios de los activos financieros desde la pandemia, en un entorno de acusada volatilidad. La posterior tregua de 90 días para los aranceles ofrecida a la mayoría de los socios comerciales de Estados Unidos solo dio un respiro parcial a los mercados. En conjunto, la curva forward del tipo libre de riesgo a corto plazo del euro se desplazó a la baja y, al final del período analizado, los mercados descontaban reducciones acumuladas de los tipos de interés de unos 85 puntos básicos en la zona del euro para el final de 2025. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también cayeron en las distintas jurisdicciones, y su descenso fue ligeramente mayor que el registrado por los tipos de interés libres de riesgo. Los precios de las acciones de la zona del euro disminuyeron significativamente en un entorno de elevada volatilidad, en particular después del 2 de abril. Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro aumentaron para los emisores del segmento de grado de inversión y, sobre todo, del segmento de alto rendimiento. En los mercados de divisas, el euro se apreció con fuerza frente al dólar estadounidense (5,2 %) y en términos efectivos nominales (3,3 %).

**Los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro disminuyeron durante el período de referencia, en un contexto de acusada volatilidad impulsada por la escalada de las tensiones comerciales, lo que dio lugar a un aumento de la pendiente de la curva forward.** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 2,45 % durante el período analizado, tras la decisión ampliamente anticipada de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos que adoptó el Consejo de Gobierno en su reunión de marzo. El exceso de liquidez descendió unos 44 mm de euros, hasta la cifra de 2.783 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la disminución de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Euroistema dejó de reinvertir el principal de los valores que fueron venciendo en el marco de sus programas de compras de activos. La curva de tipos *forward* se desplazó al alza tras el anuncio de la expansión fiscal prevista en Alemania y de la iniciativa «ReArmar Europa» justo antes del período de referencia, y una buena parte de este movimiento se revirtió gradualmente después ante las crecientes tensiones comerciales internacionales. El anuncio de aranceles en Estados Unidos el 2 de abril y la posterior escalada de las tensiones comerciales globales dieron lugar a una pronunciada corrección a la baja de la curva *forward*, que reflejó las expectativas de un ritmo más rápido de relajación de la política monetaria en la zona del euro. Al final del período de referencia, los mercados descontaban recortes acumulados de los tipos de interés de unos 85 puntos básicos para el final de 2025, alrededor de 40 puntos básicos más que al comienzo del período considerado. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro también disminuyeron durante el período analizado, aunque en menor medida, lo que resultó en un aumento de la pendiente de la curva *forward*, ya que el tipo OIS (*overnight index*

swap) nominal a diez años cayó al 2,4 %, 15 puntos básicos por debajo del nivel registrado al comienzo del período de referencia.

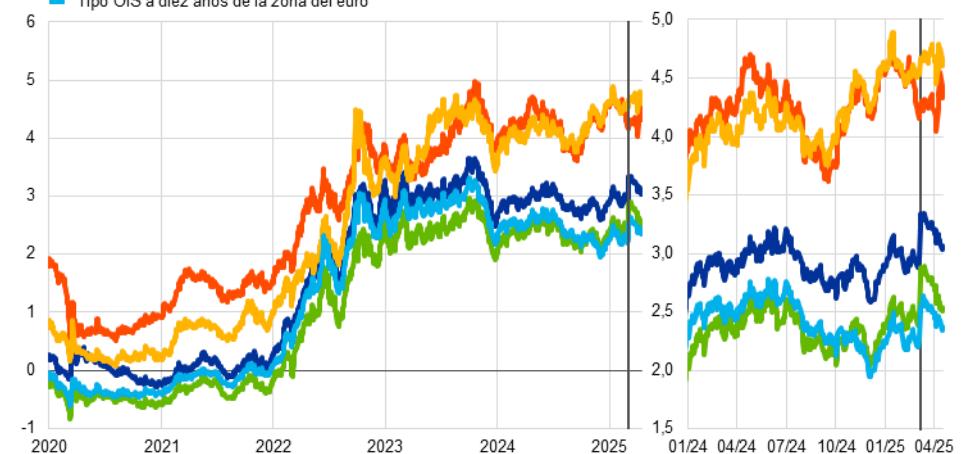
**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también cayeron, con algunas diferencias entre jurisdicciones (gráfico 13).** Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en el 3 %, 31 puntos básicos por debajo de su nivel inicial, y los diferenciales con respecto al tipo OIS se redujeron en torno a 15 puntos básicos. Los diferenciales soberanos disminuyeron en su mayoría con anterioridad al anuncio de los aranceles realizado por la Administración estadounidense el 2 de abril, al tiempo que los ajustes afectaron casi por igual a todas las jurisdicciones. Posteriormente, la escalada de las tensiones comerciales internacionales hizo que la dispersión de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementara algo al inclinarse los inversores por los activos más seguros. A nivel internacional, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años registró fluctuaciones significativas y se incrementó alrededor de 5 puntos básicos hasta situarse en el 4,3 % al final del período de referencia, mientras que el rendimiento del bono soberano a diez años del Reino Unido disminuyó 7 puntos básicos y cerró el período en el 4,6 %.

### Gráfico 13

Rendimientos de la deuda soberana a diez años y tipo OIS a diez años basado en el €STR

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Estados Unidos
- Reino Unido
- Alemania
- Tipo OIS a diez años de la zona del euro



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 16 de abril de 2025.

**Durante el período de referencia, las tensiones comerciales provocaron una volatilidad significativa en los mercados bursátiles globales y de la zona del euro, lo que dio lugar a caídas notables de las cotizaciones.** Los precios de las acciones disminuyeron con mayor intensidad tras la imposición de aranceles a las importaciones de automóviles por parte de la Administración estadounidense y en el período previo a los aranceles «recíprocos» generalizados anunciados el 2 de abril.

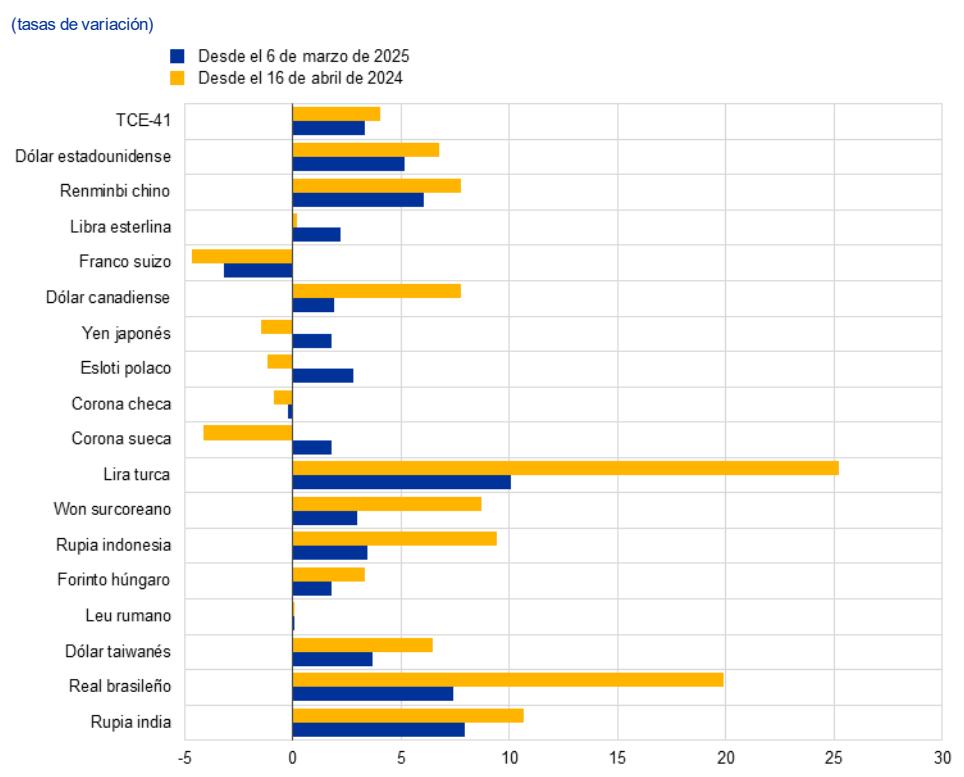
Entre el comienzo del año y el inicio del período analizado, las acciones de la zona del euro habían registrado un comportamiento mejor que el de los valores equivalentes en Estados Unidos, dado que el desplazamiento de los flujos de fondos de renta variable hacia Europa contrarrestó parcialmente el impacto negativo de las tensiones comerciales. Sin embargo, el anuncio del 2 de abril y la posterior escalada de las tensiones comerciales globales desencadenaron ventas masivas en los mercados internacionales de renta variable. Después de que la Administración estadounidense aplicara una tregua de 90 días a sus aranceles «recíprocos» para todos los países excepto China, las cotizaciones se recuperaron parcialmente, a pesar de la elevada incertidumbre sobre el comercio mundial. En el conjunto del período de referencia, los índices bursátiles de la zona del euro retrocedieron un 8,5 %, y los valores de las sociedades no financieras (SNF) y de las entidades de crédito perdieron un 9,4 % y un 7,9 %, respectivamente. Los índices de las bolsas de Estados Unidos cayeron un 8 %, con descensos del 9,9 % para las entidades de crédito y del 8,3 % para las SNF.

**Los diferenciales de los bonos corporativos aumentaron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento.** El clima de aversión al riesgo en los mercados también se reflejó en los mercados de renta fija privada. La ampliación de los diferenciales en el segmento de grado de inversión estuvo determinada por un aumento casi paralelo, de unos 30 puntos básicos, de los diferenciales de los bonos emitidos por las entidades financieras y las SNF. El efecto del anuncio de los aranceles fue más acusado en el segmento de alto rendimiento, en el que los diferenciales de los bonos de las SNF se incrementaron 110 puntos básicos y los de los bonos emitidos por las entidades financieras se ampliaron en torno a 85 puntos básicos.

**En los mercados de divisas, el euro se apreció con fuerza frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 14).** El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se revalorizó un 3,3 % durante el período analizado. Esta acusada apreciación del euro fue generalizada. La revalorización del 5,2 % frente al dólar estadounidense se debió en gran medida al cambio en las expectativas de los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y del impacto potencial de las políticas estadounidenses, a raíz de los anuncios realizados a principios de abril sobre la aplicación de aranceles en este país. El euro también se fortaleció un 6 % frente al renminbi chino, que se debilitó a causa del impacto negativo esperado de los aranceles estadounidenses. La moneda única se apreció significativamente frente a la lira turca debido a los desarrollos específicos en esta economía emergente, que provocaron una gran pérdida de valor de su moneda. En cambio, el euro se depreció un 3,2 % frente al franco suizo en un entorno de incertidumbres y de mayor aversión al riesgo en los mercados.

**Gráfico 14**

## Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 16 de abril de 2025.

## 5

## Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Las últimas estadísticas oficiales sobre préstamos a empresas, que se publicaron el 2 de abril de 2025, indican que los recortes de los tipos de interés del BCE han reducido de nuevo el coste del crédito para las empresas. En febrero, los costes medios de financiación de las entidades de crédito se mantuvieron próximos a su máximo reciente, mientras que los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las empresas continuaron disminuyendo gradualmente con respecto a sus niveles más altos. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas cayeron en febrero hasta situarse en el 4,1 %, mientras que los aplicados a las nuevas hipotecas registraron un ligero incremento, hasta el 3,3 %. El crecimiento del crédito a empresas y a hogares siguió aumentando en febrero, pero permaneció muy por debajo de las medias históricas, como consecuencia de una demanda todavía débil y de unos criterios de aprobación restrictivos. En el período comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante acciones se elevó, debido a la mayor prima de riesgo bursátil, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo prácticamente sin cambios. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2025, los criterios de aprobación del crédito a empresas volvieron a experimentar un ligero endurecimiento en el primer trimestre de 2025 y la demanda neta de préstamos retrocedió ligeramente, tras registrar una modesta recuperación en trimestres anteriores. Los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda se suavizaron y la demanda neta de esta modalidad de préstamo siguió aumentando con fuerza. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al primer trimestre de 2025, que se llevó a cabo entre el 10 de febrero y el 21 de marzo de 2025, las empresas señalaron una disminución de los tipos de interés bancarios y un leve endurecimiento adicional de otras condiciones del crédito. También indicaron que la necesidad de préstamos bancarios se había reducido algo y que su disponibilidad se había mantenido básicamente estable. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó elevándose hasta situarse en el 4 % en febrero.*

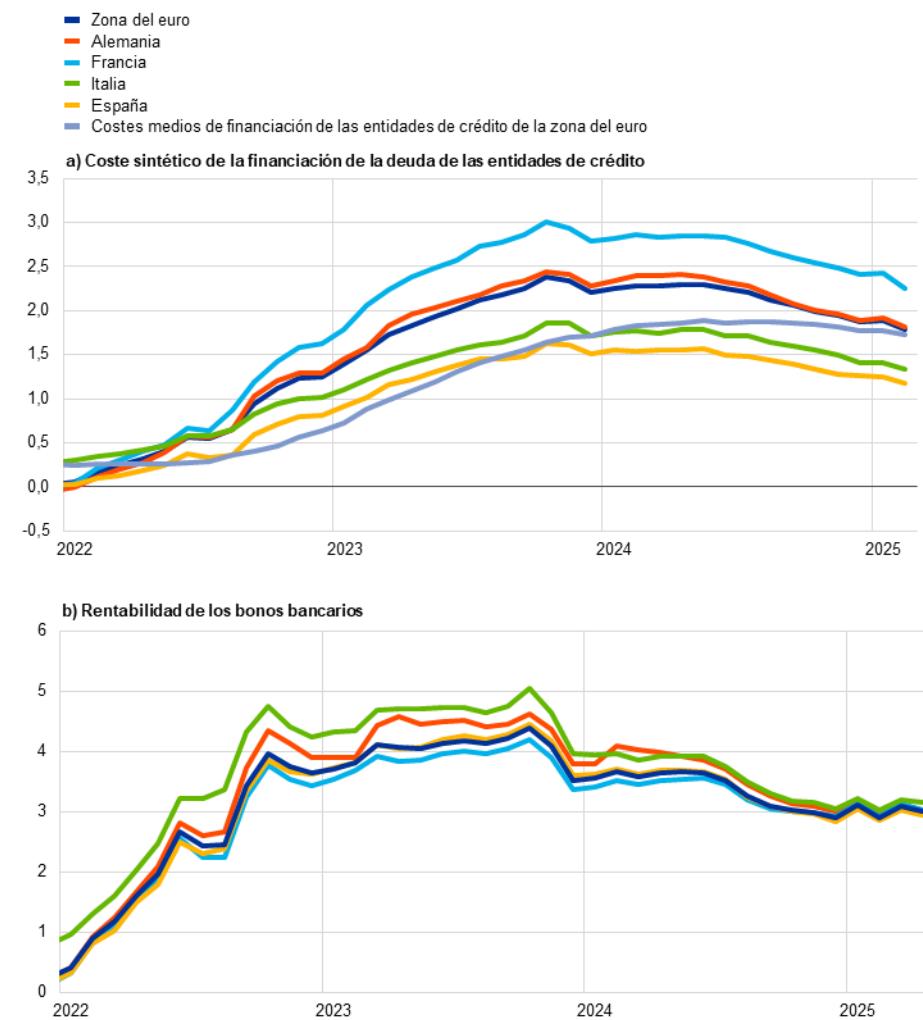
**Los costes marginales de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro volvieron a disminuir en febrero de 2025, mientras que sus costes medios de financiación solo experimentaron ligeros descensos.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro —es decir, el índice que mide sus costes marginales de financiación— se redujo en febrero (panel a del gráfico 15), como consecuencia de los recortes de tipos y de una mayor preferencia por la liquidez por parte de las empresas y los hogares, mientras que sus costes medios de financiación solo retrocedieron levemente. Los tipos de interés de los depósitos y los tipos del mercado monetario interbancario continuaron cayendo, de forma que el tipo sintético de los depósitos se situó en el 1,1 % en febrero, en comparación con un máximo del 1,4 % registrado en mayo de 2024. La rentabilidad de los bonos bancarios aumentó a principios de marzo y disminuyó de nuevo posteriormente, en un contexto de elevada incertidumbre macroeconómica y geopolítica (panel b del gráfico 15). Los tipos de interés de los depósitos a plazo de las empresas y los hogares experimentaron una

caída más pronunciada que los aplicados a los depósitos a la vista. En consecuencia, el considerable diferencial de tipos entre ambas categorías de depósitos continuó reduciéndose para esos dos sectores, debido a la disminución algo mayor de la remuneración de los depósitos a plazo.

### Gráfico 15

#### Costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito en una selección de países de la zona del euro

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC y/o sus filiales, y cálculos del BCE.

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito utilizan las mismas ponderaciones, pero se basan en los tipos de interés de los saldos vivos en el caso de los depósitos y la financiación interbancaria, y en la rentabilidad hasta el vencimiento en el momento de la emisión en el caso de los bonos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 16 de abril de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

**El sector bancario de la zona del euro mantuvo su capacidad de resistencia, con posiciones de capital fuertes y niveles de rentabilidad aún elevados, a pesar de la existencia de factores adversos relacionados con la falta de dinamismo del crecimiento económico.** En el cuarto trimestre de 2024, la capitalización de las entidades de crédito se mantuvo básicamente estable, con

ratios de capital muy por encima del 15 % y unos colchones de capital voluntarios superiores a los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1). La rentabilidad de los recursos propios de las entidades permaneció en cotas elevadas y se situó en el 10 % en el cuarto trimestre de 2024, a pesar de que las necesidades de provisiones aumentaron en algunas categorías de activos y el respaldo procedente del margen de intereses disminuyó con respecto al máximo observado en el primer trimestre de 2024. En un entorno de tipos de interés en niveles todavía altos, la calidad de los activos continuó deteriorándose lentamente, con diferencias considerables entre países. Las ratios de préstamos dudosos se mantuvieron estables y se situaron próximas a los mínimos históricos observados en el primer trimestre de 2023. La proporción de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*) se incrementó sustancialmente en 2024, sobre todo la de los concedidos a pequeñas empresas y al sector inmobiliario comercial, lo que indujo a las entidades de crédito a aumentar sus provisiones para insolvencias.

**Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas disminuyeron de nuevo, mientras que los aplicados a los préstamos a hogares se estabilizaron en febrero.** Los tipos de interés de los préstamos han caído desde el verano de 2024 como consecuencia de los recortes de los tipos oficiales (gráfico 16). En febrero de 2025, los tipos aplicados a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) descendieron 15 puntos básicos y se situaron en el 4,10 %, alrededor de 1,2 puntos porcentuales por debajo de su máximo de octubre de 2023 (panel a del gráfico 16). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro y se concentró en los préstamos hasta un año. En cambio, los tipos de interés aplicados a los préstamos a más de un año se elevaron en respuesta al incremento de los tipos de interés libres de riesgo a más largo plazo. El coste de la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas disminuyó hasta el 3,5 % en febrero, pero más recientemente se han registrado ciertas presiones al alza y los tipos subieron al 3,7 % en abril (gráfico 17). El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas aumentó algo en febrero, hasta los 0,47 puntos porcentuales —ligeramente por encima de su mínimo histórico—, en un entorno de heterogeneidad entre países. En cambio, los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda se incrementaron 8 puntos básicos y se situaron en el 3,33 % en febrero, 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023 (panel b del gráfico 16), con diferencias entre países. Este incremento se debió a la evolución de los tipos a largo plazo y fue más acusado en los plazos más largos.

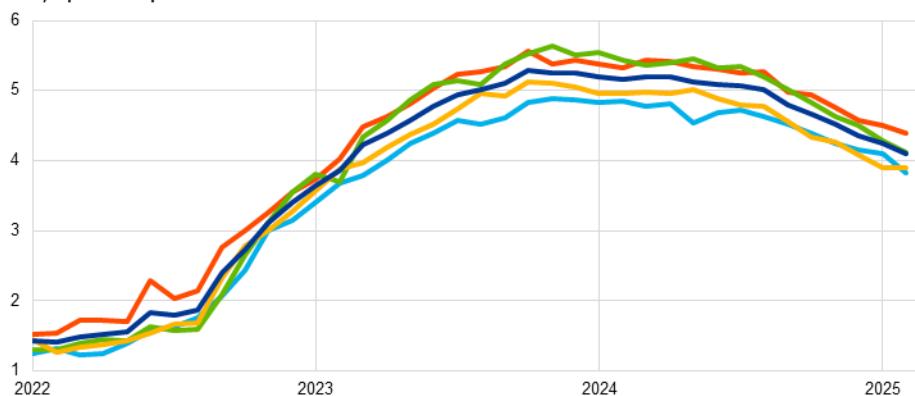
**Gráfico 16**

Tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios a empresas y a hogares en una selección de países de la zona del euro

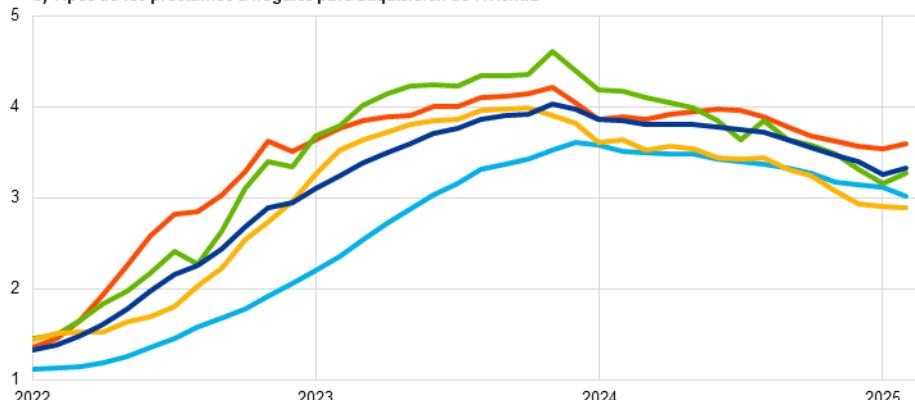
(porcentajes anuales)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España

a) Tipos de los préstamos a SNF



b) Tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

**En el período comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante acciones se elevó, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija prácticamente no varió.** Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta febrero de 2025, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— aumentó en dicho mes en comparación con el anterior y se situó en el 5,7 %, por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 17)<sup>3</sup>. Esta evolución fue consecuencia del incremento del coste de las acciones debido a la mayor prima de riesgo bursátil, ya que los demás componentes del coste, o bien disminuyeron, o bien no variaron.

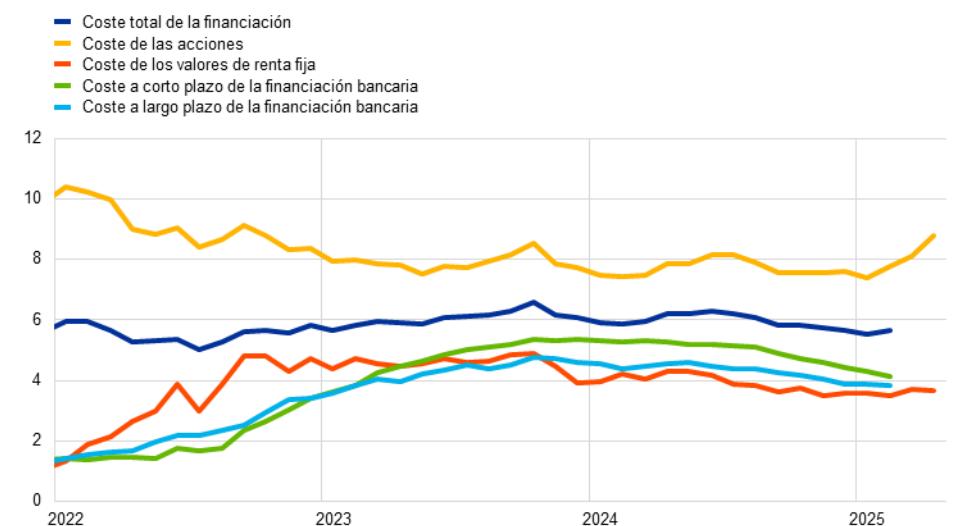
<sup>3</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta febrero de 2025.

Los datos diarios relativos al período comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025 muestran que el coste de los valores de renta fija se mantuvo estable como consecuencia del desplazamiento a la baja de la curva del OIS (*overnight index swap*) en los plazos medios y largos, que fue contrarrestado casi íntegramente por la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos, especialmente en el segmento de alto rendimiento. En el mismo período, el coste de las acciones se elevó en respuesta al aumento de la prima de riesgo bursátil y a pesar de la caída del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS a diez años).

### Gráfico 17

#### Coste nominal de la financiación externa de las empresas de la zona del euro, por componente

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG y cálculos del BCE.

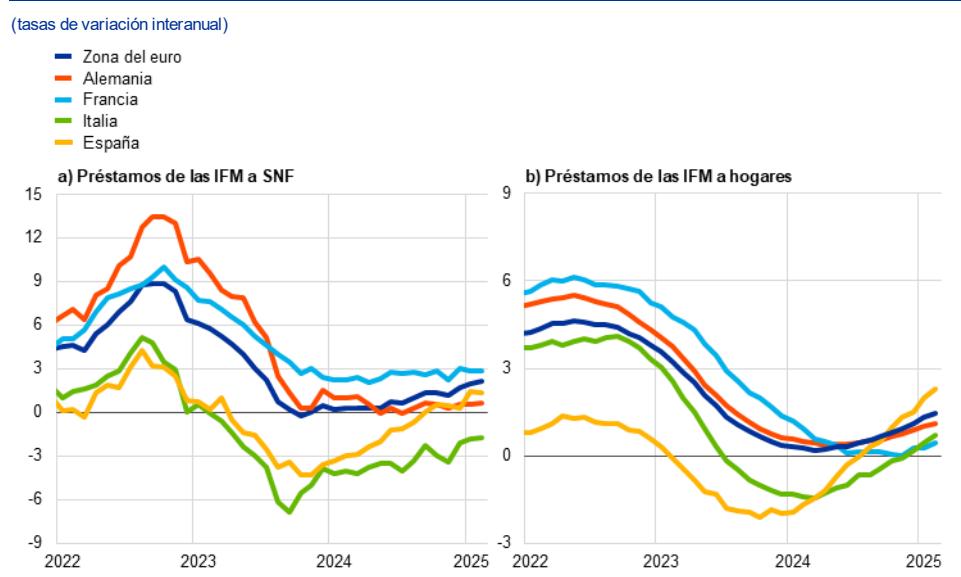
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 16 de abril de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a febrero de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

**El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares siguió aumentando gradualmente en febrero, como consecuencia de una demanda todavía débil y de unos criterios de aprobación restrictivos.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se elevó hasta el 2,2 % en febrero de 2025, desde el 2 % de enero, muy por debajo de su media histórica del 4,8 % (panel a del gráfico 18). El incremento estuvo impulsado principalmente por los préstamos a corto plazo (hasta un año). Las emisiones de valores de renta fija privada en febrero mostraron una falta relativa de dinamismo, tras algunos meses de volatilidad, y crecieron a una tasa estable del 3,2 % en términos interanuales. El ritmo de avance interanual de los préstamos a hogares aumentó y se situó en el 1,5 % en febrero, frente al 1,3 % de enero, aunque se mantuvo en un nivel muy inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 18). Esta tendencia al alza continuó estando impulsada sobre todo por los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crédito para consumo se stabilizó, con una tasa de crecimiento interanual del 3,9 % en febrero. En cambio, volvió a observarse falta de vigor en los préstamos a

hogares para otros fines, que incluyen los concedidos a empresarios individuales. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de febrero mostró que el porcentaje de hogares que percibían que el acceso al crédito se había endurecido todavía era mayor que el de aquellos que consideraban que se había relajado; no obstante, los hogares esperan que el acceso al crédito se relaje algo en los próximos doce meses.

### Gráfico 18

#### Préstamos de las IFM en una selección de países de la zona del euro



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*national cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

**En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2025, las entidades de crédito señalaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas habían vuelto a experimentar un ligero endurecimiento en el primer trimestre de 2025 y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían relajado moderadamente (gráfico 19).** El endurecimiento adicional de los criterios de concesión de los préstamos a empresas en el primer trimestre de 2025 fue inferior al esperado por las entidades de crédito en la encuesta anterior y se vio impulsado de nuevo por la mayor percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la situación específica de ciertos sectores y empresas. Las entidades indicaron que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían relajado ligeramente, mientras que los aplicados al crédito para consumo habían registrado un pequeño endurecimiento adicional. En los préstamos para adquisición de vivienda, esta relajación se debió fundamentalmente a la competencia de otras entidades, mientras que el endurecimiento de los criterios de concesión del crédito para consumo fue atribuible sobre todo al aumento de la percepción de riesgos. Las entidades señalaron que el porcentaje de solicitudes denegadas apenas había variado en el caso de los préstamos a grandes empresas y del crédito para consumo, pero que se había

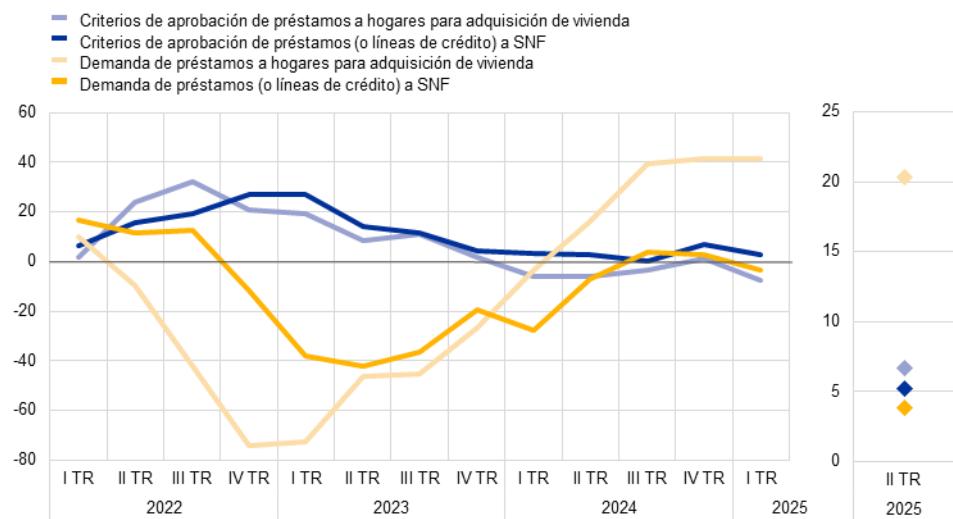
reducido algo, en términos netos, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y se había incrementado más en el de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes). Para el segundo trimestre de 2025, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, para consumo y para adquisición de vivienda.

**En el primer trimestre de 2025, las entidades de crédito señalaron un ligero descenso adicional de la demanda de préstamos por parte de las empresas, tras dos trimestres de débil recuperación, y un fuerte incremento de la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda.** La demanda de crédito por parte de las empresas disminuyó, debido principalmente a la contribución negativa de las existencias y el capital circulante, a pesar del respaldo proporcionado por la caída de los tipos de interés. La inversión en capital fijo siguió teniendo un impacto prácticamente neutral en la demanda de préstamos, y algunos bancos mencionaron la incertidumbre económica y geopolítica como factor que dificultaba la planificación a más largo plazo de las empresas. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el fuerte aumento de la demanda fue atribuible, principalmente, a la caída de los tipos de interés y, en menor medida, a la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda y a la mayor confianza de los consumidores. El moderado ascenso de la demanda de crédito para consumo se sustentó, sobre todo, en la bajada de los tipos de interés, con pequeñas contribuciones adicionales de la confianza de los consumidores y el gasto en bienes duraderos. Para el segundo trimestre de 2025, las entidades prevén un leve incremento de la demanda de crédito por parte de las empresas y aumentos adicionales en la de los hogares, especialmente de préstamos para adquisición de vivienda.

**Gráfico 19**

**Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a SNF y a hogares para adquisición de vivienda**

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

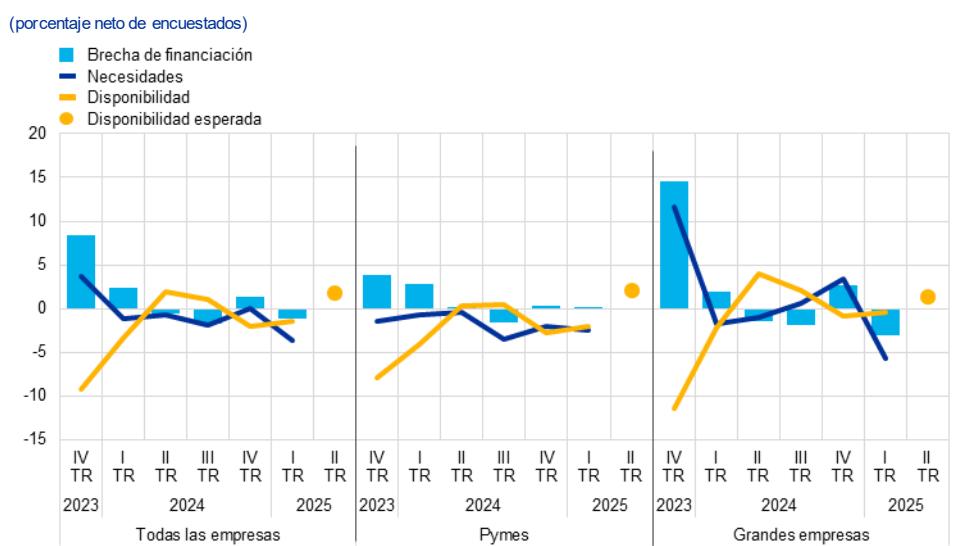
**Según las entidades encuestadas, el acceso a la financiación no varió apenas, mientras que la percepción de riesgos en torno a la calidad crediticia tuvo un impacto negativo en las condiciones del crédito.** En el primer trimestre de 2025, el acceso de los bancos a los mercados de financiación minorista se mantuvo casi sin variación, pero mejoró en el caso de la financiación mediante valores de renta fija, los mercados monetarios y las titulizaciones. Las entidades indicaron que la reducción de la cartera de activos del BCE relacionados con la política monetaria había tenido un impacto ligeramente negativo en su financiación y en las condiciones de los préstamos en los seis últimos meses, así como en su situación de liquidez, y que el impacto sobre los criterios de concesión había sido prácticamente neutral. Las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas y al crédito para consumo en el primer trimestre de 2025, pero su impacto había sido neutral en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. Asimismo, manifestaron que las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE tanto pasadas como esperadas habían tenido un impacto neto negativo adicional sobre su margen de intereses en los seis últimos meses, y que el efecto a través de los volúmenes había continuado siendo ligeramente adverso. Las entidades esperan que estas decisiones tengan un impacto neto negativo de una magnitud similar sobre sus márgenes en los próximos seis meses, que lastraría la

rentabilidad general pese a la contribución levemente positiva de los volúmenes de activos.

**En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE), las empresas indicaron una disminución adicional de los tipos de interés de los préstamos bancarios y continuaron señalando, al mismo tiempo, un endurecimiento de otras condiciones del crédito.** En el primer trimestre de 2025 se incrementó notablemente el número neto de grandes empresas que observaron un descenso de los tipos de interés, mientras que, en términos netos, las pymes manifestaron que los tipos de interés habían permanecido prácticamente sin variación. Asimismo, un 24 % neto de las empresas (frente al 22 % en el cuarto trimestre de 2024) apuntó a un aumento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones, y un 13 % neto (frente al 15 % en el cuarto trimestre de 2024) indicó un endurecimiento de las garantías requeridas.

#### Gráfico 20

Variación de las necesidades y la disponibilidad actual y esperada de préstamos bancarios y de la brecha de financiación de las empresas de la zona del euro



Fuentes: Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.

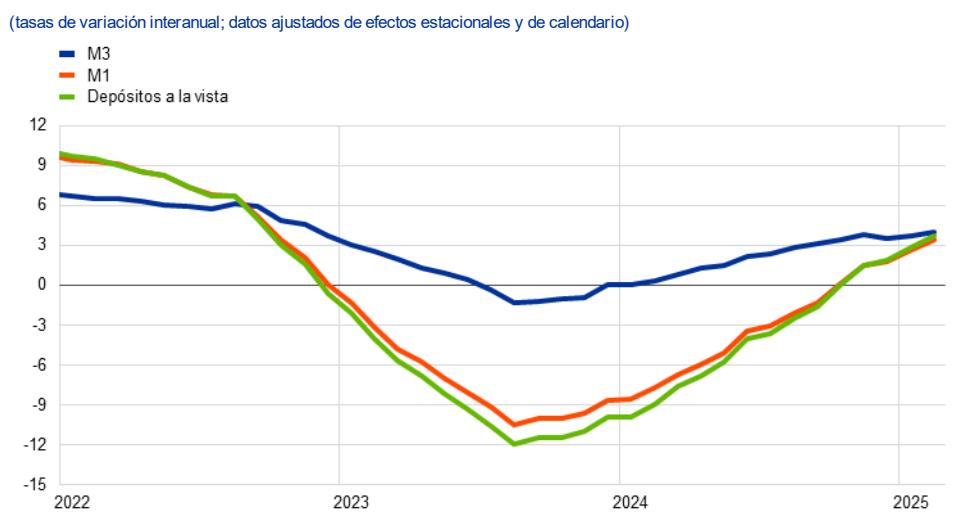
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Las cifras se refieren a la segunda encuesta piloto y a las ediciones 30 a 34 de la encuesta (entre octubre-diciembre de 2023 y enero-marzo de 2025).

**Las empresas observaron que la necesidad de préstamos bancarios se había reducido algo y que su disponibilidad se había mantenido prácticamente estable, aunque se prevé una ligera mejora de la disponibilidad en los tres meses siguientes (gráfico 20).** El porcentaje neto de empresas que señalaron una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 1 % (frente al 2 % en el trimestre anterior). Aunque la disponibilidad se redujo ligeramente para las pymes, se mantuvo sin cambios para las grandes empresas. Esta evolución fue reflejo del leve endurecimiento neto de las políticas crediticias de las entidades y, en

particular, de los criterios de aprobación de préstamos, tal como pone de relieve la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro para el mismo período. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios —un índice que capta la diferencia entre la necesidad y la disponibilidad de estos préstamos— básicamente no varió. De cara al futuro, las empresas esperan una leve mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios en los tres meses siguientes.

**El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se estabilizó en febrero, en un contexto de debilitamiento progresivo de las entradas netas del exterior y de recuperación gradual del crédito a empresas y a hogares (gráfico 21).** El crecimiento interanual de M3 continuó aumentando y se situó en el 4 % en febrero, frente al 3,8 % observado en enero. El avance interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los activos más líquidos de M3— se elevó notablemente hasta alcanzar el 3,5 % en febrero, frente al 2,7 % de enero. El incremento se debió al continuo ascenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que fue del 3,8 % en febrero, frente al 2,9 % de enero, lo que refleja la mayor preferencia de los inversores por la liquidez en un entorno de elevada incertidumbre y de caída de los tipos de interés de los depósitos de ahorro. Los flujos netos del exterior —cada vez más débiles— y la progresiva recuperación de los préstamos bancarios a empresas y a hogares contribuyeron positivamente a la creación de dinero en febrero, y las compras netas de deuda pública por parte de las entidades de crédito se ralentizaron, en un contexto de disminución sustancial de las emisiones netas de estos valores. Al mismo tiempo, la contracción continua del balance del Eurosistema y las emisiones de bonos bancarios a largo plazo (que no se incluyen en M3) continuaron contribuyendo negativamente al crecimiento de M3.

**Gráfico 21**  
M3, M1 y depósitos a la vista



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

# Recuadros

1

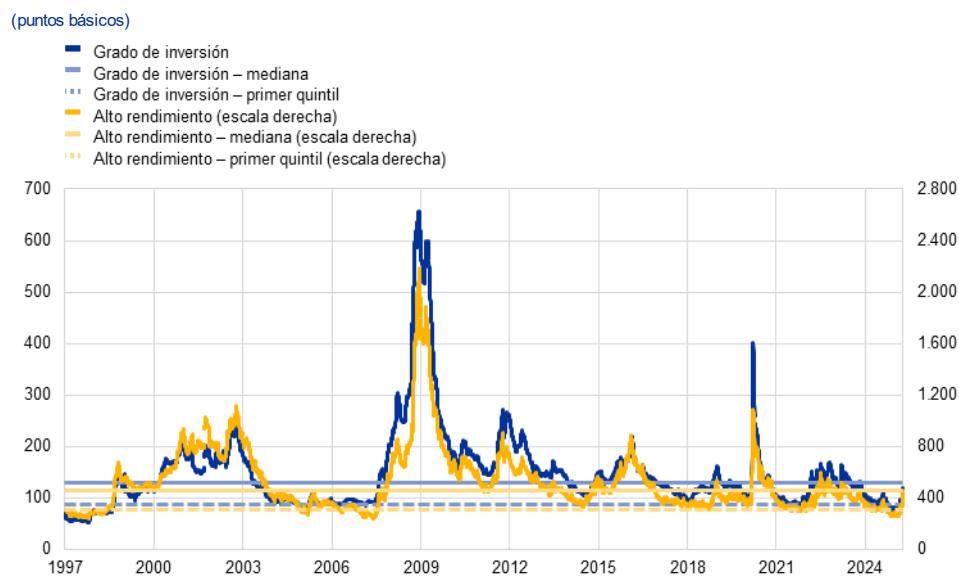
## Retos para la resistencia de los diferenciales de los bonos corporativos estadounidenses

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 país<sup>1</sup>. 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)<sup>2</sup>. 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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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. Zakravsek, «*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 2004-2006<sup>3</sup>. 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.

---

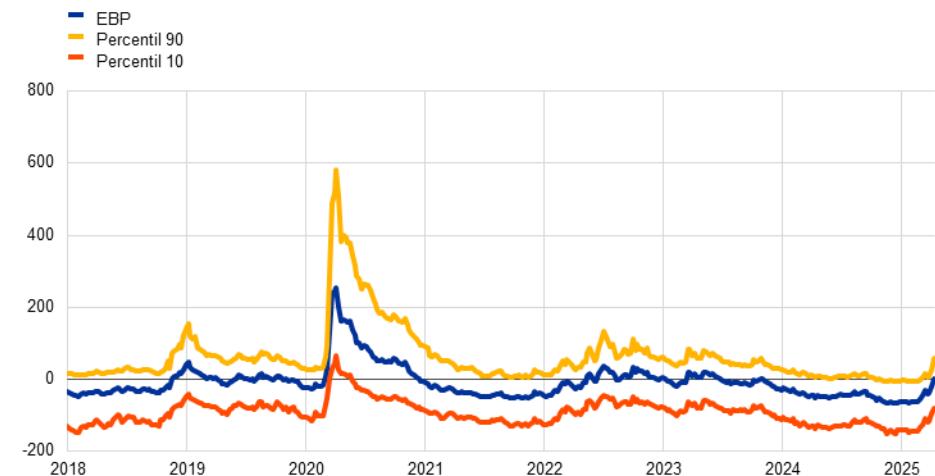
<sup>3</sup> El optimismo de los inversores observado en ciclos de endurecimiento anteriores puede deberse a sus expectativas de un «aterrizaje suave». Véase A. S. Blinder, «[Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965-2022](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 37, n.º 1, Winter 2023.

## Gráfico B

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

#### a) Prima en exceso de los bonos

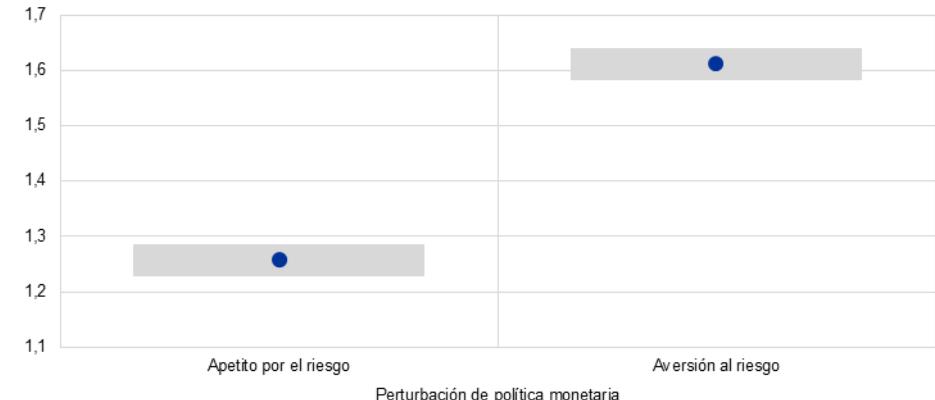
(puntos básicos)



#### 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. Zakrajšek, *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.

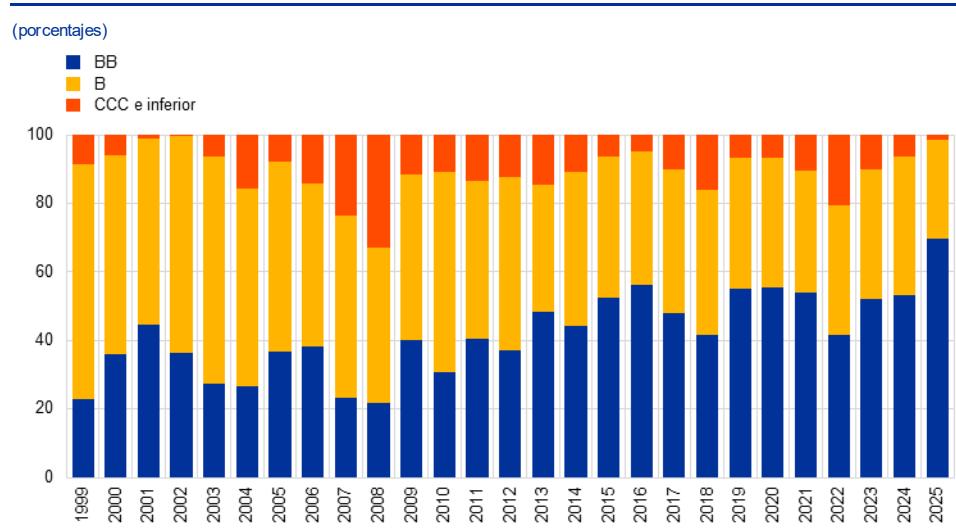
**La composición de las emisiones de bonos corporativos estadounidenses del segmento de alto rendimiento, que se reorientó hacia bonos de mayor calidad, también favoreció la reducción de los diferenciales en términos agregados.**

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.

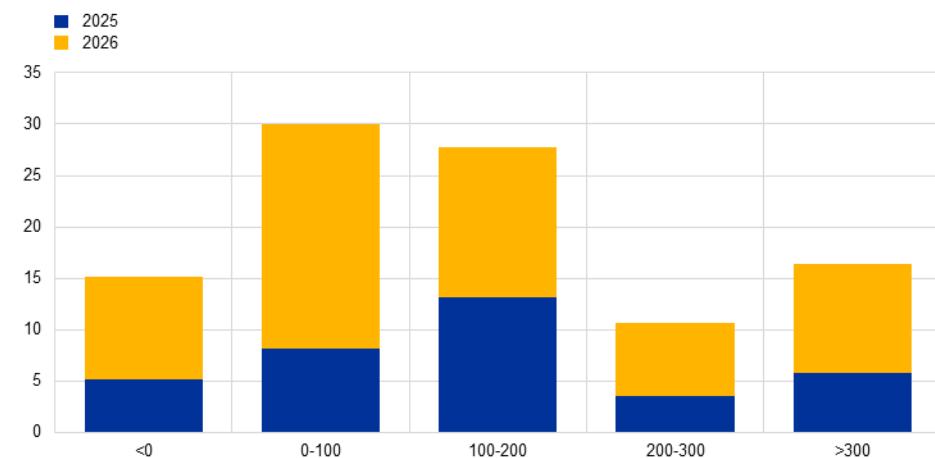
**Se observan dos tipos de riesgo: el riesgo de refinanciación de la deuda y el riesgo de corrección de precios.** Es posible que en los próximos meses y años un volumen sustancial de deuda de las empresas estadounidenses tenga que refinanciarse. Ello incluye 642 mm de dólares de deuda que está previsto 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 riesgos<sup>4</sup>.

#### Gráfico D

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

(eje de abscisas: porcentajes; eje de ordenadas: puntos básicos)



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.

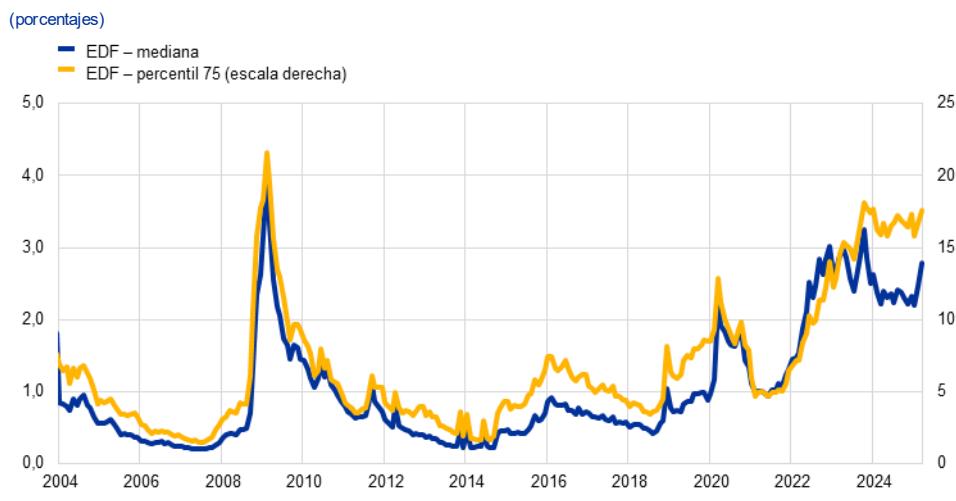
El cambio brusco en la percepción de riesgos registrado recientemente podría tener implicaciones significativas, no solo alterando la magnitud media de las reacciones a las perturbaciones en los mercados, sino también influyendo en qué bonos reaccionan en mayor medida. En episodios de aversión al riesgo, 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

<sup>4</sup> 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).

## 2

# 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

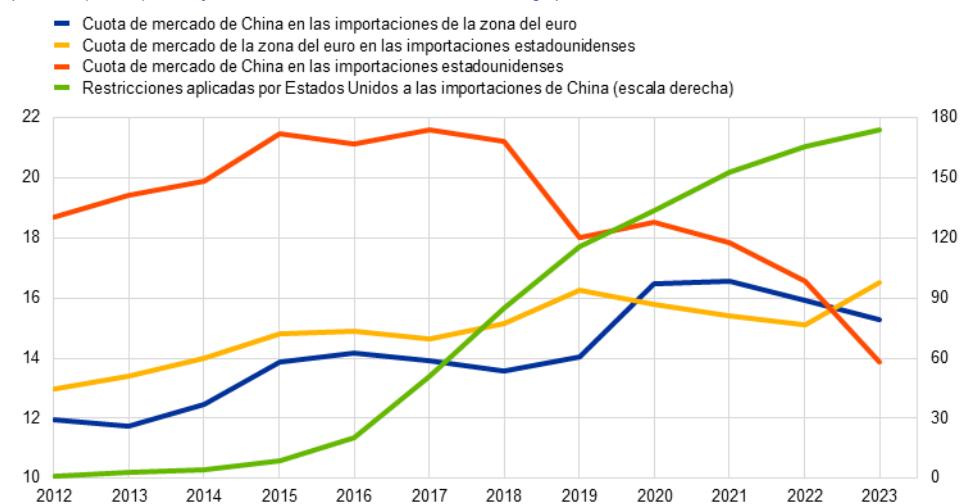
**En este recuadro se examina de qué manera los aranceles introducidos por Estados Unidos sobre los productos chinos en 2018 influyeron en los patrones de comercio de la zona del euro.** Se analiza si los exportadores de la zona del euro ganaron cuota de mercado en Estados Unidos al aumentar su competitividad 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 desviaran 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 comercio<sup>1</sup>. 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)<sup>2</sup>. 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.

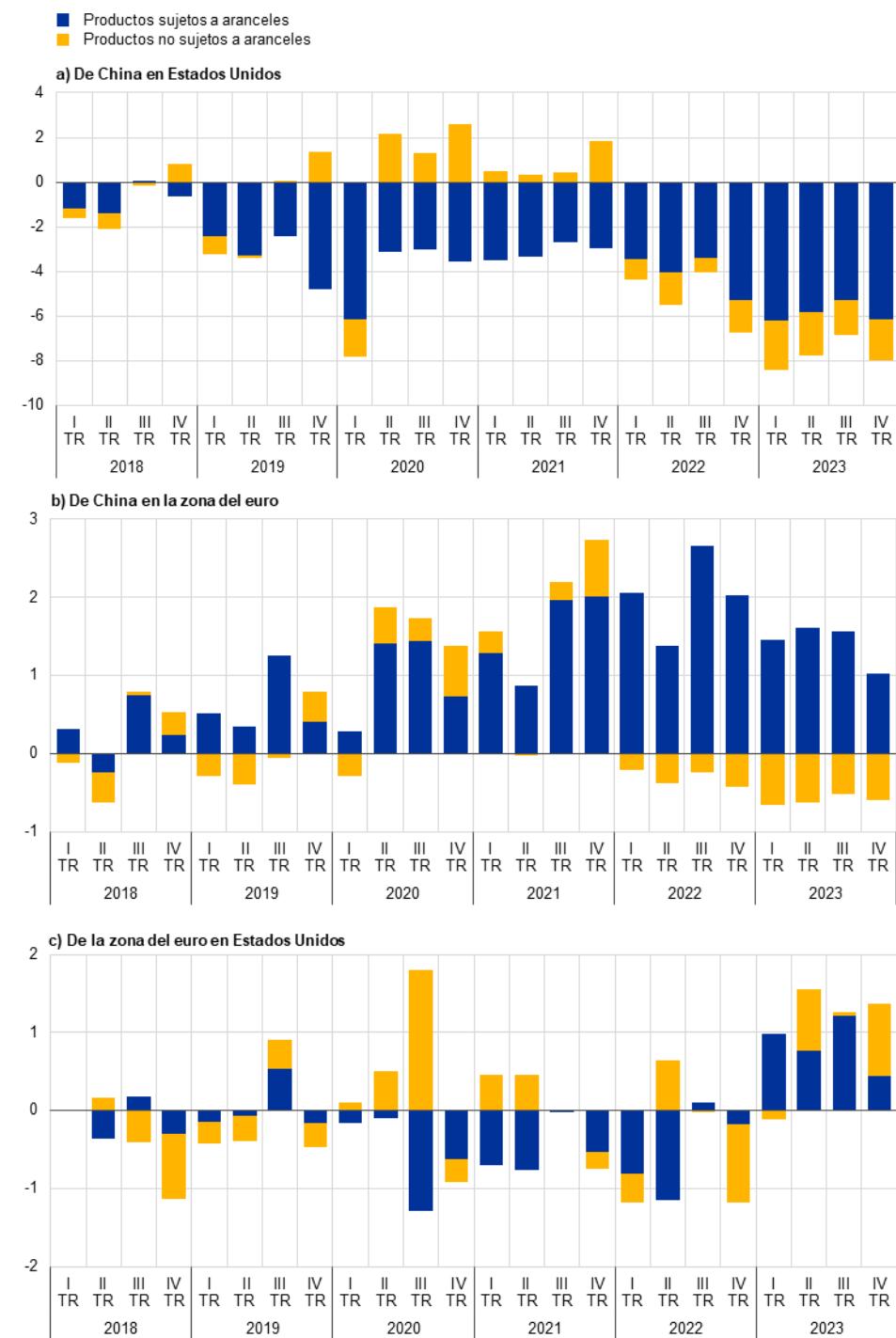
<sup>1</sup> Véase F. Haberkorn, T. Hoang, G. Lewis, C. Mix y D. Moore, «[Global trade patterns in the wake of the 2018-2019 U.S.-China tariff hikes](#)», *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 12 de abril de 2024.

<sup>2</sup> 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 China<sup>3</sup>.

**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 2023<sup>4</sup>. 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.

---

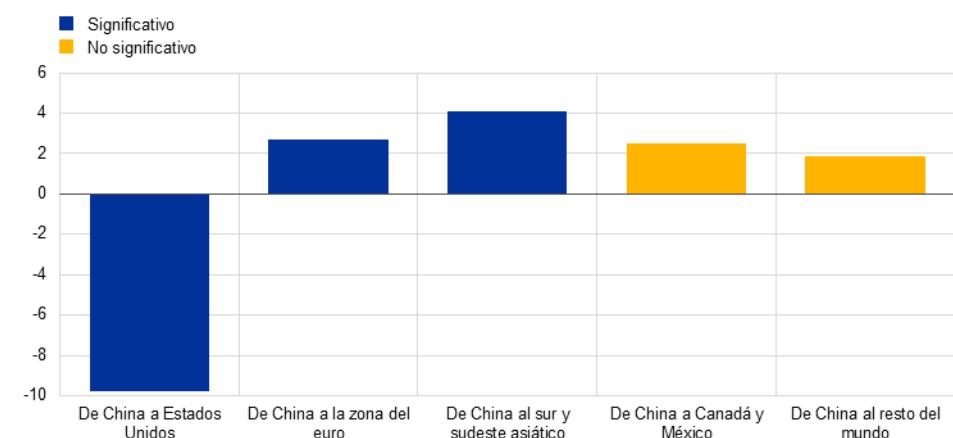
<sup>3</sup> Véanse L. Alfaro y D. Chor, «Global supply chains: The looming 'great reallocation'», *Working Paper Series*, n.º 31661, National Bureau of Economic Research, septiembre de 2023, y C. Freund, A. Mattoo, A. Mulabdic y M. Ruta, «Is US trade policy reshaping global supply chains?», *Journal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

<sup>4</sup> 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.

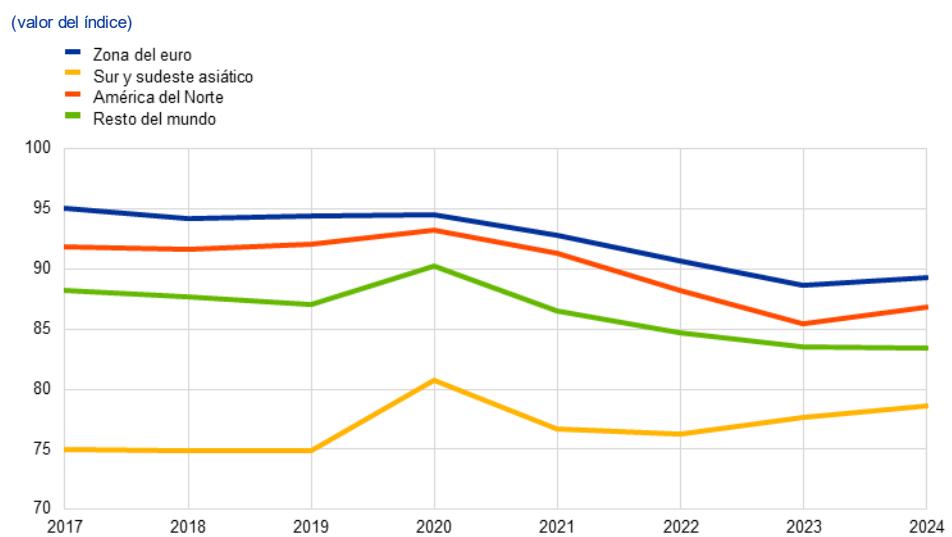
Notas: Las barras representan el coeficiente de las restricciones impuestas por Estados Unidos a las importaciones procedentes de China, en interacción con variables binarias, para los flujos bilaterales a partir de 2019 obtenidas de una regresión de gravedad por sector. Los efectos se calculan multiplicando 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 vecinos<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> 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



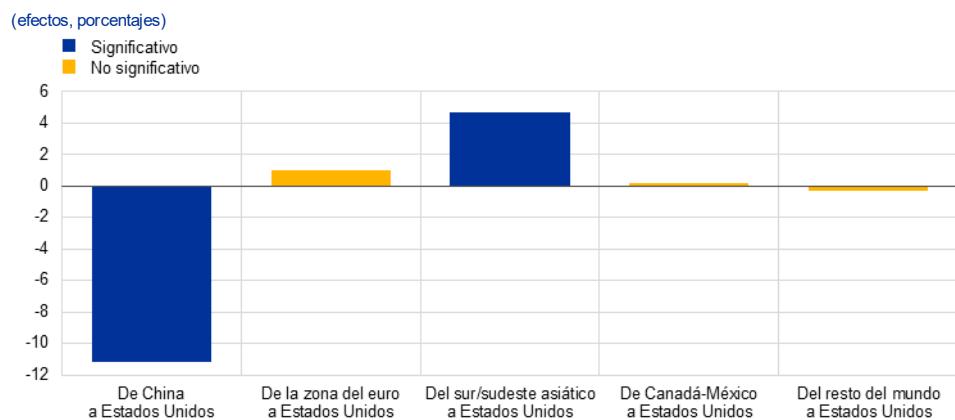
Fuentes: Trade Data Monitor; M. Finger y M. E. Kreinin, «A measure of "export similarity" and its possible uses», *Economic Journal*, vol. 89, n.º 356, pp. 905-912, diciembre de 1979, y cálculos del BCE.

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-19<sup>1</sup>. 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 referencia<sup>2</sup>.

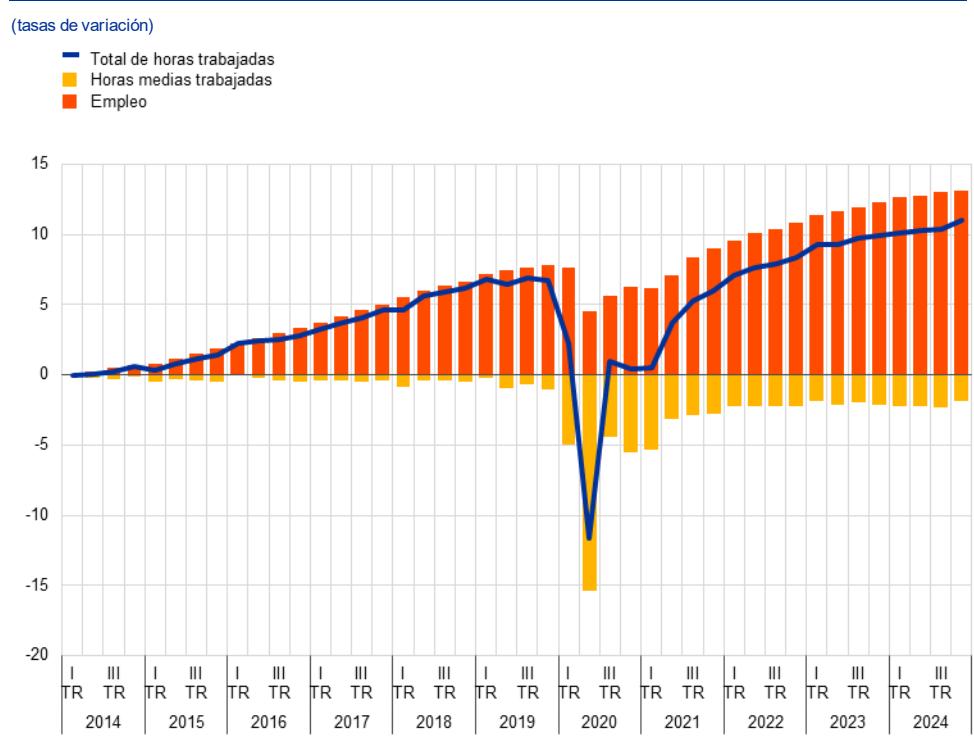
---

<sup>1</sup> Véase el artículo titulado «Hours worked in the euro area», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2021.

<sup>2</sup> 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 elevado<sup>3</sup>. 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 parentales<sup>4</sup>. 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.

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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 referencia<sup>5</sup>.**

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 euro<sup>6</sup>. 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 período<sup>7</sup>.

---

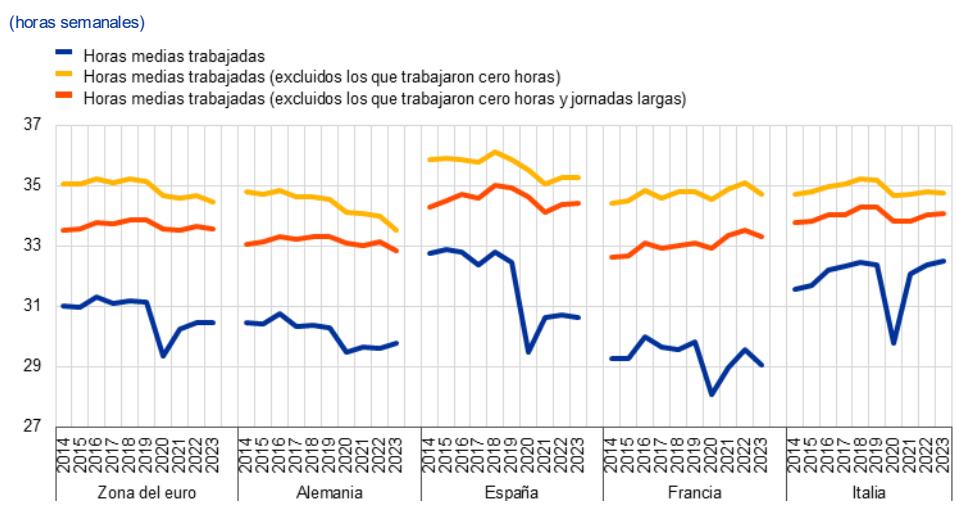
<sup>5</sup> Véase el artículo titulado «[Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024.

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

<sup>7</sup> 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.

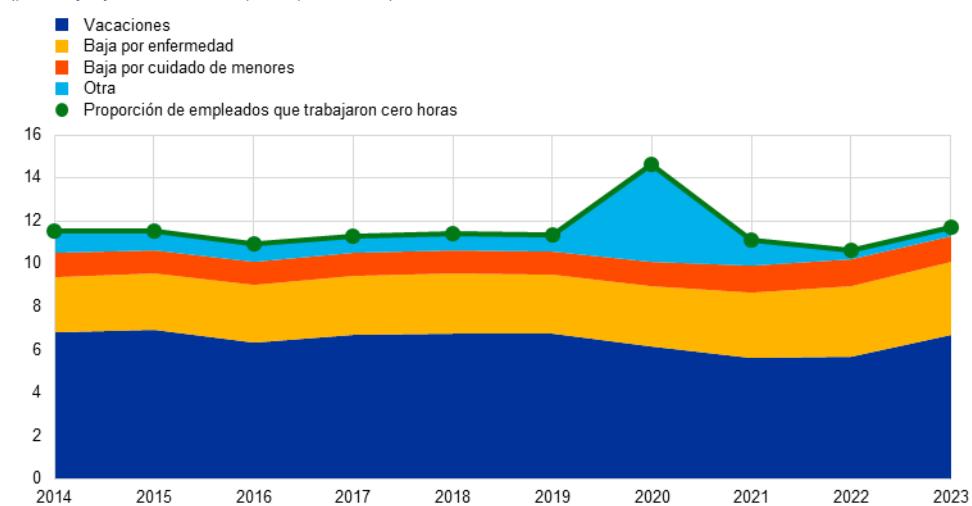
Notas: Los datos incluyen a los trabajadores de entre 20 y 64 años. Las líneas muestran las horas medias trabajadas durante la semana de referencia. «Jornadas largas» se define como las de más de 49 horas semanales.

**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.

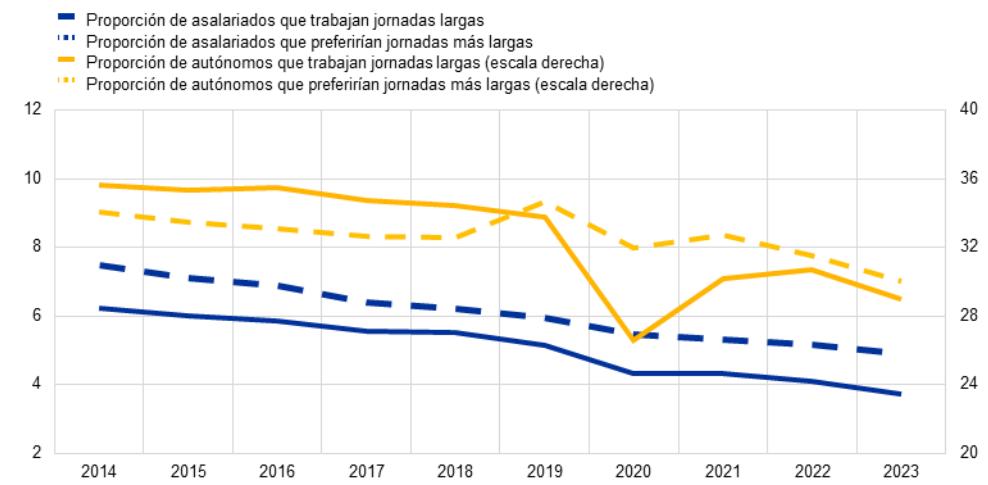
**La proporción de personas que trabajan jornadas largas ha continuado su tendencia a la baja prepandemia y recientemente ha disminuido con más rapidez que la proporción de los que preferirían jornadas más largas.** Aunque algunos empleados siguen teniendo como objetivo trabajar muchas más horas de las 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%<sup>8</sup>. 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.

<sup>8</sup> 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

(porcentajes)



Fuente: Eurostat.

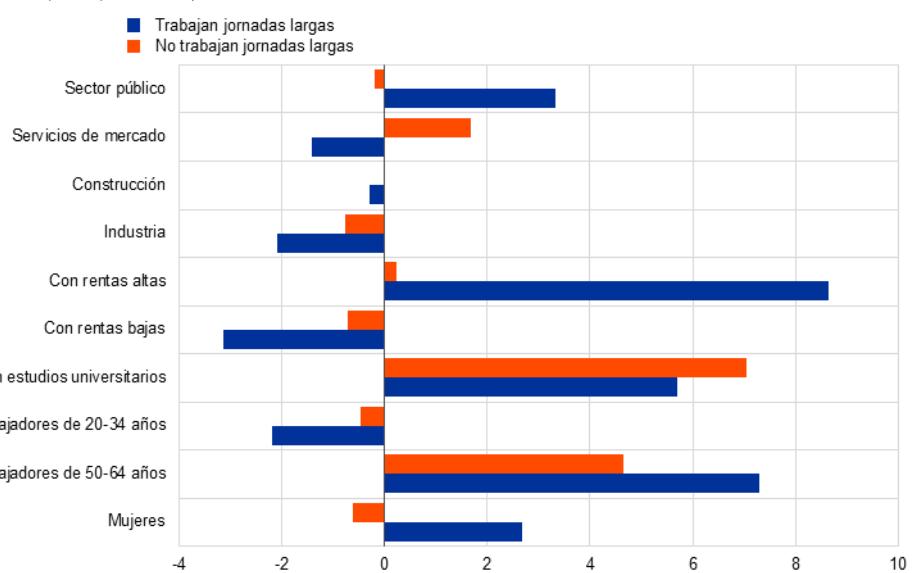
Nota: Los datos incluyen a los trabajadores de entre 20 y 64 años.

**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 abril<sup>1</sup>.

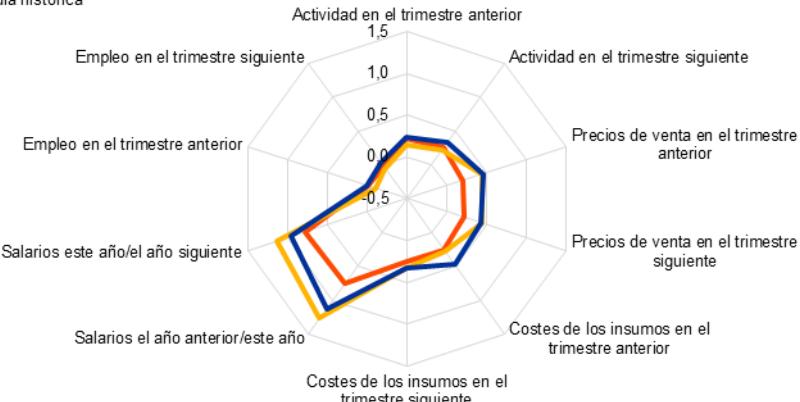
**Los contactos señalaron una mejora gradual del dinamismo de la actividad, debido, sobre todo, a la recuperación incipiente del sector industrial (gráfico A y gráfico B).** La información obtenida de los contactos fue acorde con una ligera mejora del crecimiento económico tanto en el primer trimestre 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.

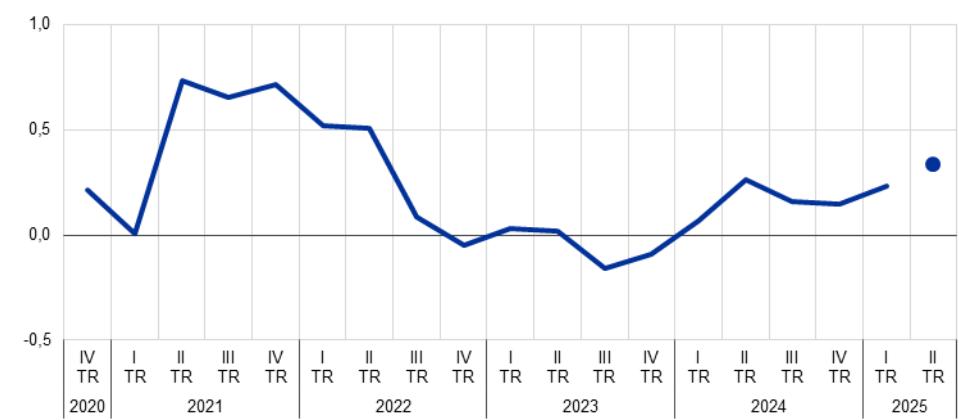
<sup>1</sup> Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «The ECB's dialogue with non-financial companies», Boletín Económico, número 1, BCE, 2021.

**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

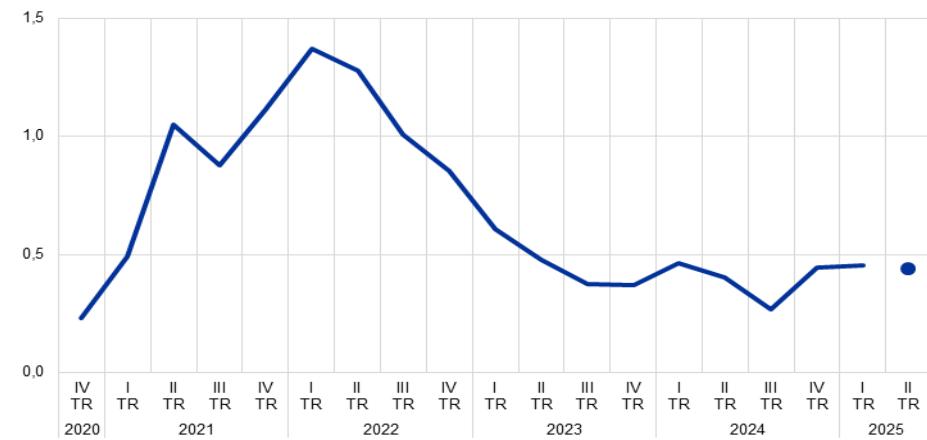
mejorando, dado que el descenso de los tipos de interés había empezado a surtir efecto. El hecho de que muchas empresas continuaran centrando su atención en la productividad y en la reducción de costes estaba estimulando la demanda de inteligencia artificial y de computación en la nube, un factor importante 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.

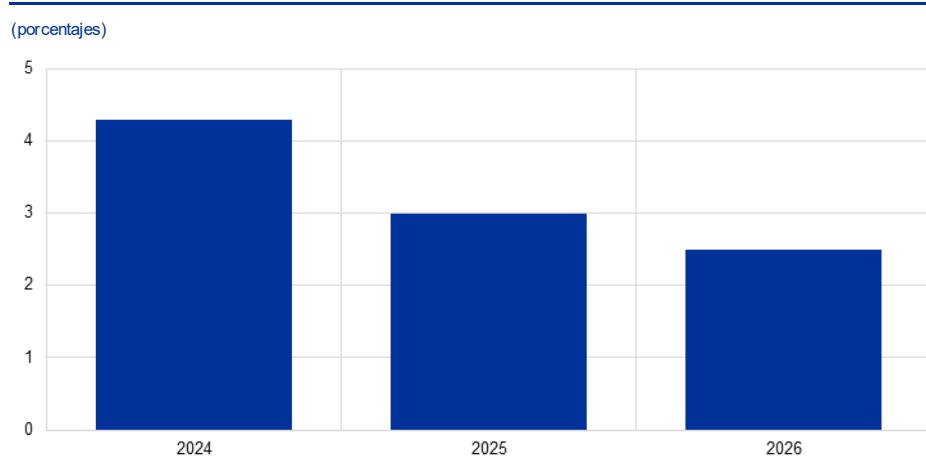
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). 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



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 estimulasen 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.

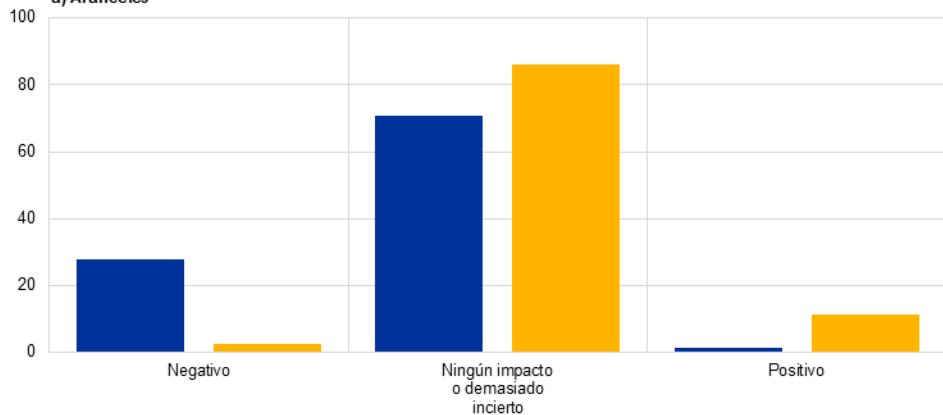
#### Gráfico E

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

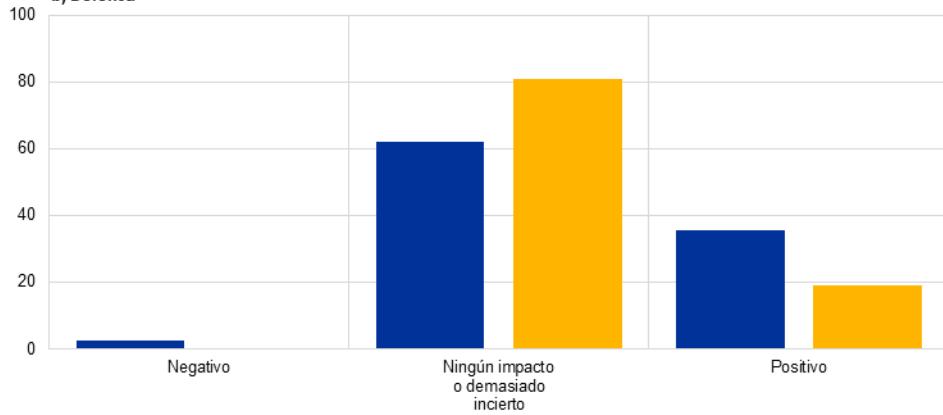
(porcentajes)

■ 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<sup>1, 2</sup>. 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)<sup>3</sup>. 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.

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> 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.

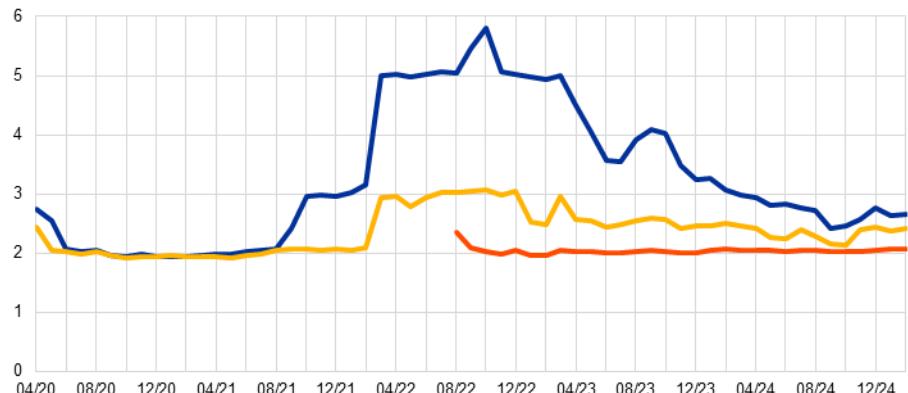
## Gráfico A

### Expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores

#### a) Mediana de las expectativas

(tasa de variación, mediana)

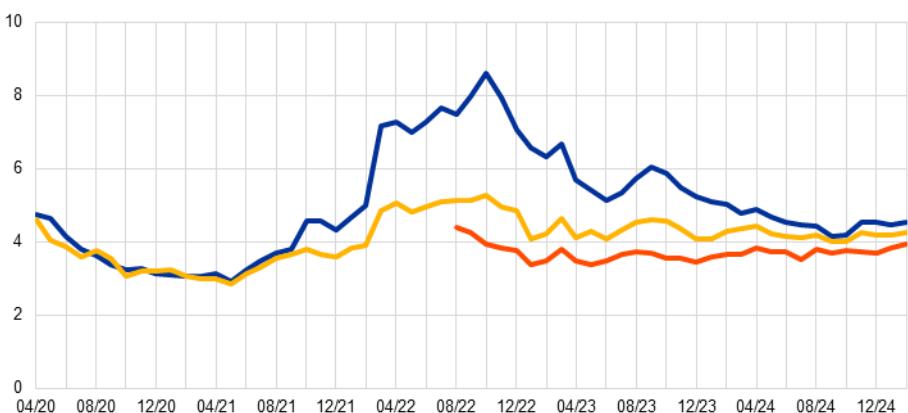
- A un año vista
- A tres años vista
- A cinco años vista



#### b) Media de las expectativas

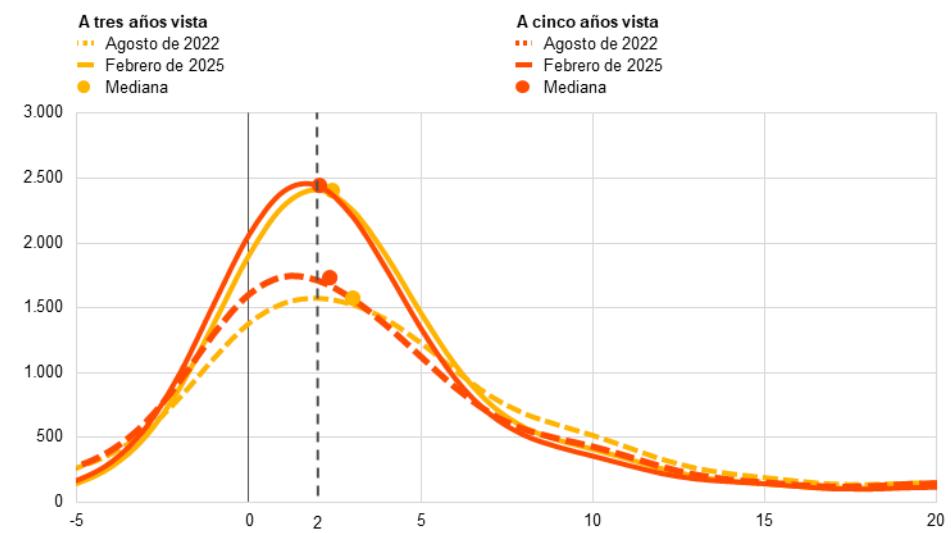
(tasa de variación, media)

- 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 plazo<sup>4</sup>. 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)<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> 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.

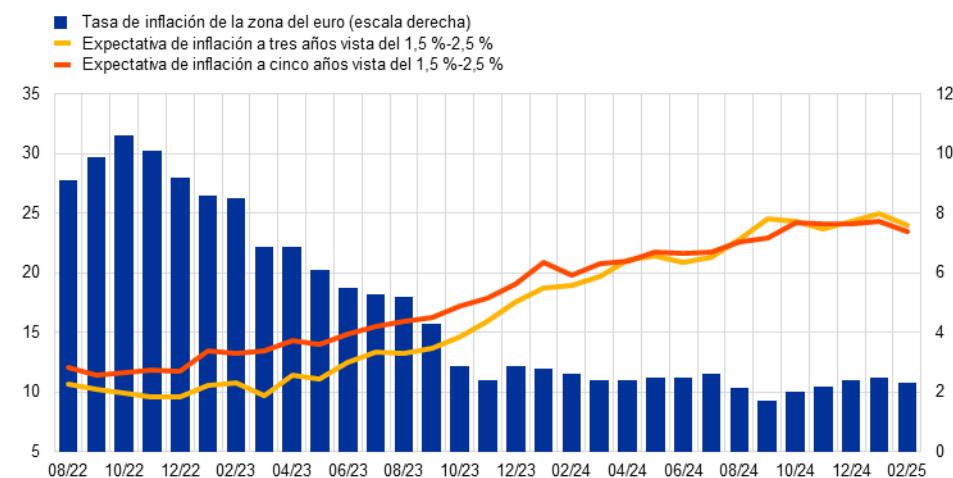
<sup>5</sup> Un porcentaje considerable de los encuestados reportan expectativas que se apartan mucho de la mediana, lo que indica que la dispersión de las expectativas es mayor entre los consumidores que, por ejemplo, entre los expertos en previsión económica.

## Gráfico B

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

### a) Expectativas próximas al objetivo

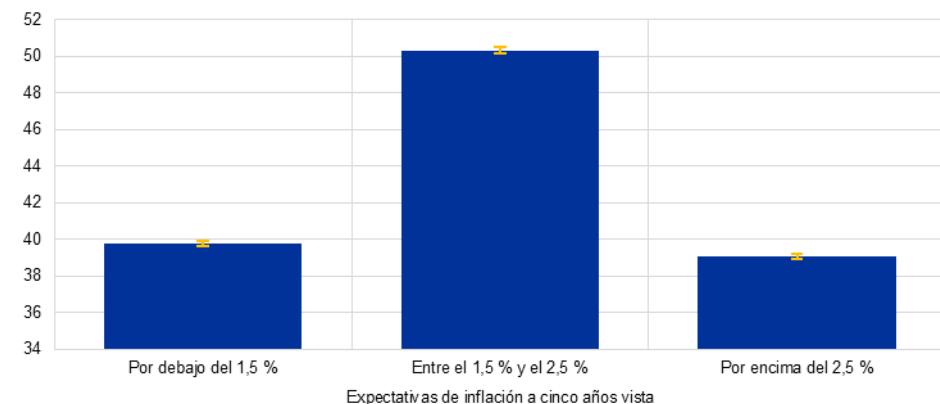
(escala izquierda: porcentaje de consumidores; escala derecha: tasa de variación)



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

(probabilidad media en porcentaje)

■ Percepción de la credibilidad del BCE a través de su capacidad para mantener la estabilidad de precios  
■ 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 plazo<sup>6</sup>. 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

<sup>6</sup> 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 vista<sup>7</sup>. 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 plazo<sup>8</sup>. 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.

<sup>7</sup> 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?*

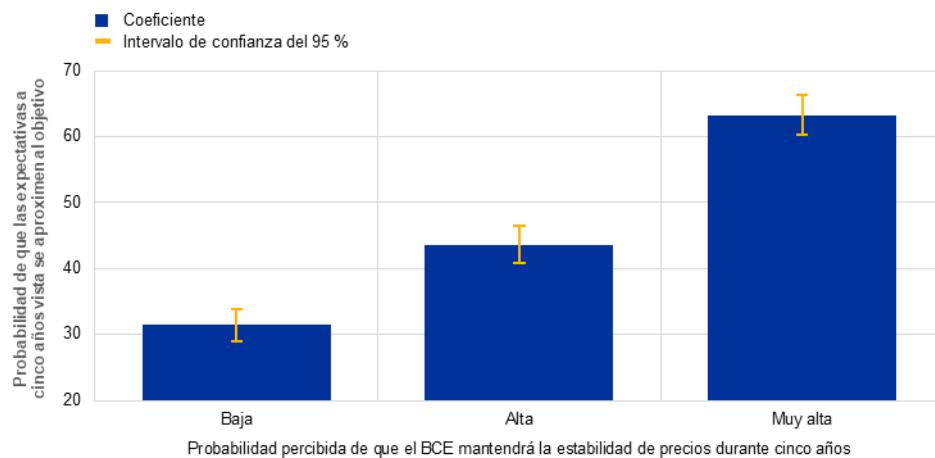
<sup>8</sup> Véase D. Christelis et al., «[Trust in the central bank and inflation expectations](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 16(6), pp. 1-37, diciembre de 2020.

### 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

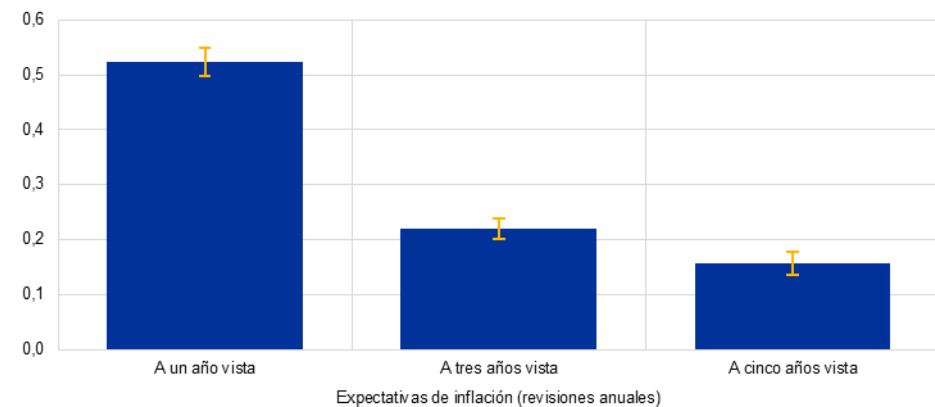
(porcentajes)



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 (5-95).

**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 2022<sup>1</sup>.** 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)<sup>2</sup>. 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 momento<sup>3</sup>. 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

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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.

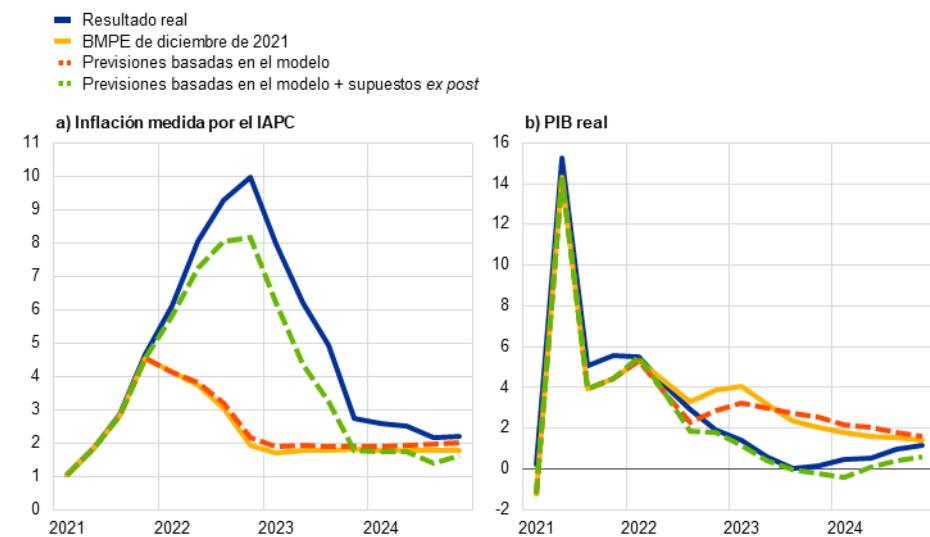
<sup>3</sup> Los supuestos financieros incluyen los tipos de interés a corto y a largo plazo, los tipos de interés de los préstamos y las cotizaciones bursátiles. Los supuestos relativos a la política fiscal incluyen el consumo público, la inversión pública, las transferencias sociales, los impuestos 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 2022<sup>4</sup>. 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 discretionales 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

<sup>4</sup> 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).

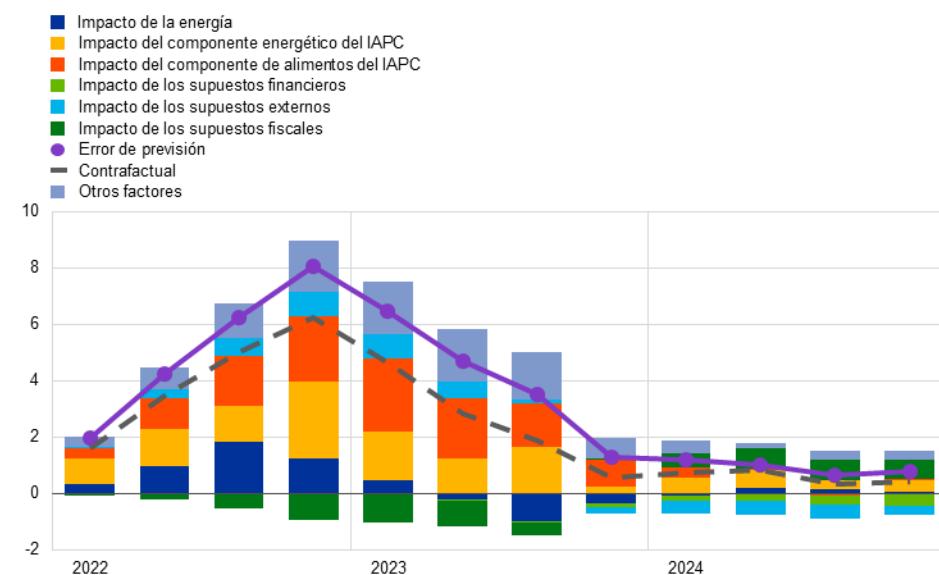
financieras más restrictivas (barras de color verde claro; con una senda de tipos de interés a corto plazo significativamente más altos) contribuyeron de manera sustancial al error de previsión del PIB en 2023, mientras que su impacto sobre el error de previsión de la inflación fue mínimo y retardado, 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 contrafactualas sobre la inflación medida por el IAPC y el crecimiento del PIB utilizando el modelo ECB-BASE

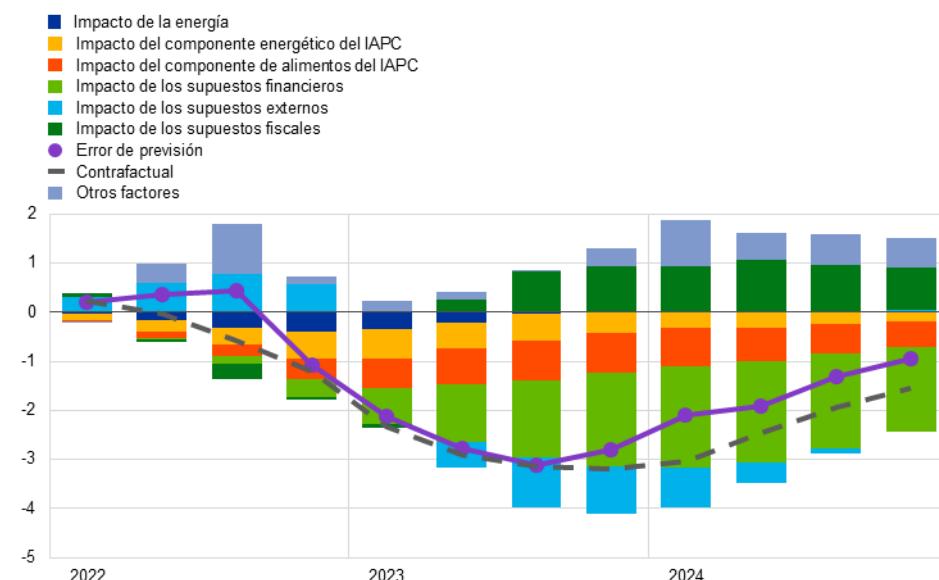
### a) Inflación medida por el IAPC

(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

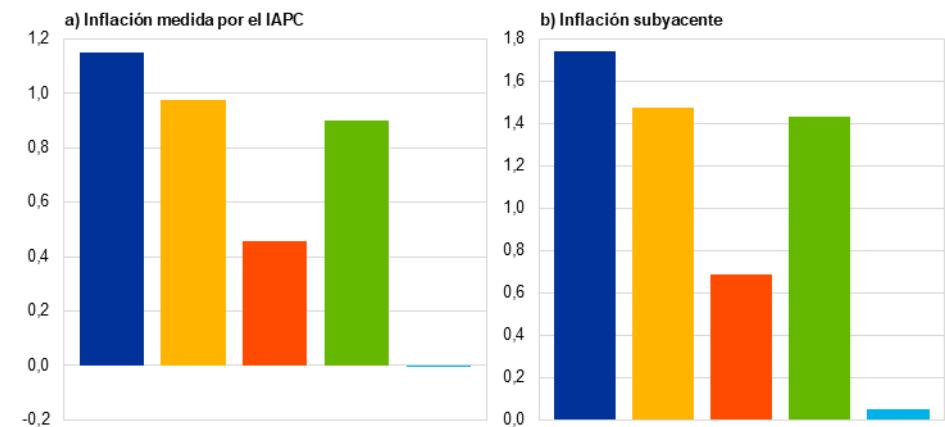
en el modelo y es posible que refleje no linealidades, como un cambio en la transmisión histórica a otros precios dada la gran dimensión de las perturbaciones de los precios de la energía y de los alimentos. El gráfico C (barras de color rojo) ilustra cómo el error de previsión medio en la inflación 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 modelo<sup>5</sup>. 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 persistente<sup>6</sup>.

---

<sup>5</sup> 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.

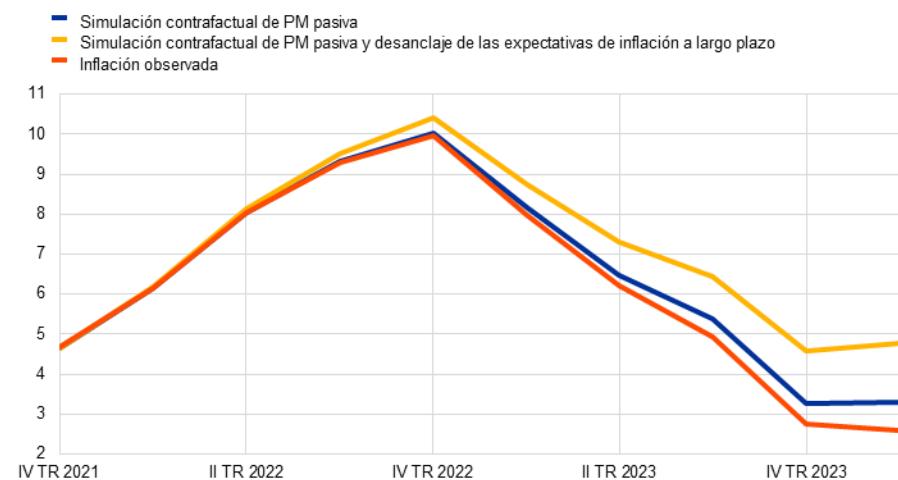
<sup>6</sup> El desanclaje de la inflación se captura modificando el proceso de formación de expectativas en el modelo, en el que las expectativas a largo plazo pasan a depender más de la inflación pasada que del objetivo del banco central. Se utilizan datos de Estados Unidos de la perturbación energética 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)**<sup>1</sup>. 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 adecuados<sup>2</sup>. 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 Eurosistema<sup>3</sup>.

**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<sup>4, 5</sup>**. 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**

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

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

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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).

<sup>5</sup> 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.

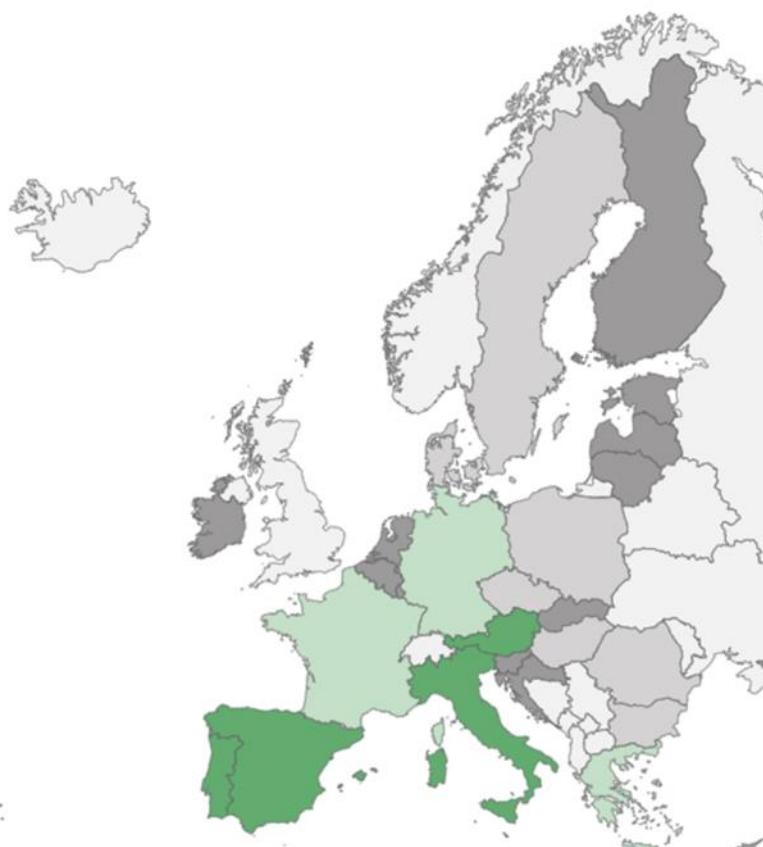
**garantía disponibles principalmente en respuesta a la pandemia de COVID-19<sup>6</sup>.**

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



<sup>6</sup> 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 expertos<sup>7</sup>. 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 robustos<sup>8</sup>. 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-ICAS<sup>9</sup>. 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.

---

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> 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 \(BCE/2016/13\) \(DO L 144 de 1.6.2016, p. 44\).](#)

## 8

# 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 discretionarias 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 2025<sup>1</sup>.** 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-BASE<sup>2</sup>. La atención se centra en el impacto macroeconómico de las medidas discretionarias de política fiscal, que se aproximan por el cambio en el impulso fiscal discrecional con respecto a 2019, el año anterior a la pandemia<sup>3</sup>. 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 inflación<sup>4</sup>.

**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

<sup>1</sup> 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 discretionarias 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.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> El indicador de «medidas discretionarias 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 discretionarias se calculan como la diferencia entre el crecimiento del gasto primario y el crecimiento del producto potencial en términos nominales.

<sup>4</sup> 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 2024<sup>5</sup>.

---

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

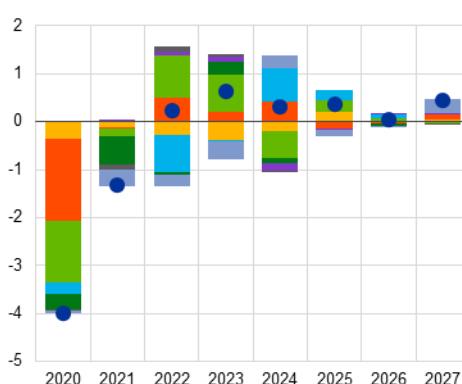
## Gráfico A

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

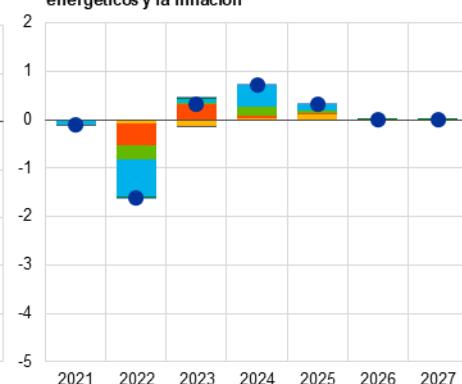
(variación interanual; porcentaje del PIB)

- 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 discretionales



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. Barikowski *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 2027<sup>6</sup>.

**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 anteriores<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> 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.

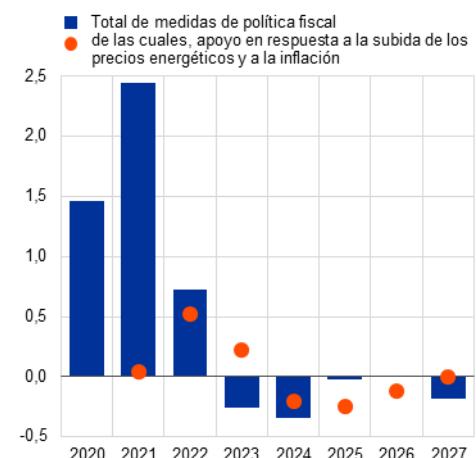
<sup>7</sup> Hasta 2022, el impacto de la perturbación fiscal, dadas su naturaleza y composición, sobre la inflación medida por el IAPC se materializó primero a través del componente energético, y la estabilización de la demanda resultante del estímulo tuvo un efecto parcialmente compensatorio.

## Gráfico B

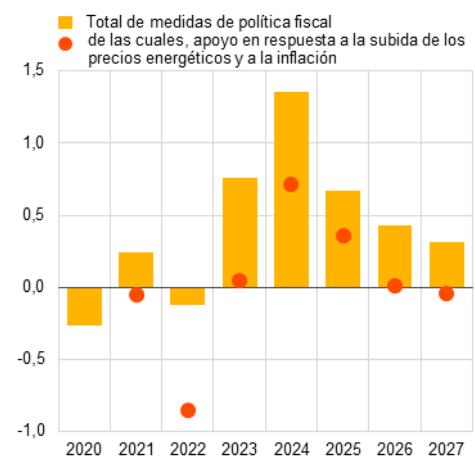
Impacto de las medidas discrecionales de política fiscal en el crecimiento y la inflación de la zona del euro frente a un escenario contrafactual de ausencia de respaldo fiscal en 2020-2027

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

(variación interanual; puntos porcentuales)



(variación interanual; puntos porcentuales)



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.

# Artículo

1

## Planes fiscales y estructurales de medio plazo en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento revisado

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal, Roberta De Stefani, Stephan Haroutunian, Sebastian Hauptmeier, Christian Huber, Daphne Momferatou, Philip Muggenthaler-Gerathewohl, Ralph Setzer y Nico Zorell

### Introducción

**El nuevo marco de gobernanza económica de la UE parte de la premisa de que la sostenibilidad presupuestaria, las reformas y la inversión se refuerzan mutuamente y deben promoverse mediante un enfoque integrado<sup>1</sup>.** Tras una reforma integral, el marco revisado —que incluye en particular la revisión del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)— entró en vigor el 30 de abril de 2024 y es aplicable a partir de 2025. El PEC reformado tiene por objeto garantizar la sostenibilidad de la situación presupuestaria, que es fundamental para la estabilidad de precios y el crecimiento sostenible en una Unión Económica y Monetaria que funcione correctamente. Además, el PEC trata de equilibrar las necesidades de ajuste fiscal con la necesidad de reforzar la inversión productiva y las reformas, prestando especial atención a ámbitos estratégicos relevantes, como las transiciones ecológica y digital y la defensa.

**La presentación y aprobación del primer conjunto de planes fiscales y estructurales nacionales de medio plazo fue un hito en la aplicación del marco de gobernanza económica reformado.** El año pasado, los Estados miembros de la UE elaboraron sus primeros planes fiscales y estructurales de medio plazo con arreglo al marco de gobernanza económica reformado. Por norma general, estos planes abarcan un período de cuatro o cinco años, dependiendo de la duración del ciclo electoral de cada país. En dichos planes, cada Estado miembro se compromete a cumplir una senda de gasto público neto plurianual y explica cómo realizará inversiones y reformas que den respuesta a los principales retos identificados en el contexto del Semestre Europeo<sup>2</sup>. El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la UE (Consejo ECOFIN) aprobó los planes de la

---

<sup>1</sup> Véase el Dictamen del Banco Central Europeo, de 5 de julio de 2023, sobre una propuesta de reforma del gobierno económico de la Unión (CON/2023/20) (DO C 290 de 18.8.2023, p. 17-25).

<sup>2</sup> El Semestre Europeo es un ejercicio anual en el que se coordinan las políticas económicas y sociales de la UE. Durante el Semestre, los Estados miembros ajustan sus políticas presupuestarias y económicas a los objetivos y reglas acordados a escala de la UE.

mayoría de los Estados miembros y formuló las recomendaciones correspondientes el 21 de enero de 2025<sup>3</sup>.

**En vista de la escalada de las tensiones geopolíticas y de la necesidad de incrementar las capacidades de defensa en Europa, el 19 de marzo de 2025 la Comisión Europea propuso la activación coordinada de las «cláusulas de salvaguardia nacionales».** Estas cláusulas ya se habían introducido como parte de la reforma del PEC y permitirán que los Estados miembros se desvíen de las sendas de gasto neto previstas en sus planes fiscales y estructurales de medio plazo o de las sendas correctoras establecidas en el procedimiento de déficit excesivo (PDE) para aumentar su gasto en defensa. Cuando el plan estructural de los Estados miembros ya haya sido aprobado por el Consejo ECOFIN, no se tendrá que revisar para incorporar el gasto adicional en defensa. Los países que opten por solicitar la activación de la cláusula de salvaguardia nacional tendrán flexibilidad para aumentar dicho gasto hasta en un importe máximo equivalente a 1,5 puntos porcentuales del PIB al año en el período 2025-2028 por encima de los compromisos fiscales existentes. No obstante, el marco del PEC exige que las desviaciones de las sendas de gasto neto aprobadas no pongan en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo. Se espera que los países que todavía no hayan presentado sus planes, o cuyos planes aún no hayan sido aprobados, reciban un trato equivalente al de los otros Estados miembros cuando soliciten la activación de dicha cláusula.

**En este artículo se repasan los planes fiscales y estructurales de medio plazo para ofrecer una primera evaluación de las implicaciones tanto fiscales como económicas del PEC reformado a corto y medio plazo, así como de las implicaciones de la activación coordinada de la cláusula de salvaguardia nacional.** En la sección 2 se comparan los requerimientos de las reglas fiscales reformadas con el régimen anterior. En la sección 3 se examinan las sendas fiscales descritas en los planes fiscales y estructurales de medio plazo y se evalúan los riesgos para las perspectivas de la deuda pública (recuadro 1), así como para el crecimiento y la inflación. En la sección 4 se analiza la propuesta de la Comisión Europea para flexibilizar el gasto en defensa en el marco del PEC. La sección 5 tiene por objeto determinar si el PEC revisado va a dar lugar a inversiones y reformas adicionales, y, por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**La aplicación del marco de gobernanza económica reformado está sujeta a una incertidumbre considerable.** Aunque se prevé que la supervisión de la política presupuestaria en el marco del PEC siga funcionando con normalidad, debe tener en cuenta la activación coordinada de la cláusula de salvaguardia nacional del PEC. Asimismo, dicha activación se produciría tras un período prolongado (2020-2023) en el que ya se había activado la cláusula general de salvaguardia del PEC, lo que supone una suspensión *de facto* de las reglas fiscales europeas. Además de los

<sup>3</sup> Bélgica y Bulgaria presentaron sus planes fiscales y estructurales de medio plazo a la Comisión Europea el 19 de marzo y el 27 de febrero de 2025, respectivamente, y Austria, Alemania y Lituania aún tienen que presentarlos.

retos asociados a la cláusula de salvaguardia, la incertidumbre está relacionada con el hecho de que algunos países aún no han presentado un plan o su plan carece de respaldo político. Además, los planes futuros deberán apoyarse en orientaciones previas de la Comisión Europea basadas en previsiones más recientes, que incorporen los últimos cambios en el contexto político y económico. En general, el curso de la política fiscal en la zona del euro en 2025 y años posteriores sigue sujeto a una elevada incertidumbre, entre otras razones porque los Estados miembros aún tienen que detallar sus planes en materia de defensa.

**En vista de la elevada incertidumbre existente, es fundamental que los Estados miembros cumplan plenamente los compromisos adquiridos en sus planes fiscales y estructurales de medio plazo.** Dado que las reglas del PEC continúan aplicándose, los Estados miembros deben cumplir plenamente sus compromisos fiscales y estructurales, ya que ello contribuirá también a limitar el aumento del déficit y de la deuda derivado del gasto adicional en defensa. Las medidas de consolidación fiscal deben estar bien diseñadas y acompañarse de inversión pública y reformas que fomenten el crecimiento para contener los efectos macroeconómicos adversos a través de la demanda agregada. Además, estos efectos adversos se verían compensados en parte por los efectos positivos sobre la confianza, especialmente en países muy endeudados.

**La cláusula de salvaguardia nacional debe aplicarse de una manera focalizada que garantice el aumento del gasto en defensa y preserve al mismo tiempo la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo en consonancia con las exigencias del PEC.** En este contexto, es esencial que la flexibilidad para desviarse de la senda de gasto neto aprobada solo se utilice para el gasto adicional en defensa necesario, tal como prevé la Comisión en su Comunicación. Esto será importante para preservar la credibilidad del marco fiscal de la UE recientemente reformado y alcanzar así los objetivos de gasto en defensa sin poner en peligro la sostenibilidad presupuestaria a medio plazo. Las desviaciones con respecto a las sendas de gasto neto deben seguir registrándose para garantizar la supervisión normal del cumplimiento de los compromisos adquiridos en los planes.

**Una supervisión y un seguimiento adecuados de los compromisos de ajuste fiscal, de reforma y de inversión serán cruciales para asegurar la consecución de los objetivos del marco revisado de gobernanza fiscal y económica.** El marco parte de la premisa de que la sostenibilidad presupuestaria, las reformas y la inversión se refuerzan mutuamente y, por tanto, deben promoverse mediante un enfoque integrado. Las estimaciones de los expertos del BCE sugieren que, a corto plazo, podrían surgir brechas entre el ajuste fiscal y los techos de gasto neto establecidos en los planes fiscales y estructurales de medio plazo. De ser cuantiosas y persistentes, esas brechas pueden interferir con el objetivo del nuevo marco, es decir, situar la deuda en una trayectoria descendente verosímil a medio plazo, sobre todo dada la necesidad de gasto adicional en defensa. Es importante que los Estados miembros no usen la flexibilidad que ofrece *ex ante* la cuenta de control, ya que ha sido concebida para realizar un seguimiento de las desviaciones con respecto a las sendas de consolidación acordadas y no para proporcionar margen de maniobra fiscal adicional. En adelante, la supervisión adecuada de la

aplicación de los planes será fundamental para asegurar que el nuevo marco integral de gobernanza gane credibilidad y cumpla sus objetivos declarados desde el principio.

**Por último, las iniciativas de reforma e inversión del plan deberán aplicarse con eficacia.** Será esencial mantener la inversión pública nacional, en consonancia con los compromisos reflejados en los planes fiscales y estructurales de medio plazo, para abordar también los retos en ámbitos estratégicos distintos de la defensa, como las transiciones ecológica y digital. Los planes de los Estados miembros también contienen importantes iniciativas de reforma que se solapan significativamente con los compromisos existentes en el marco del programa Next Generation EU o los complementan. Si las reformas e inversiones se aplican adecuadamente, pueden aumentar el crecimiento potencial, contribuyendo así de manera importante a la sostenibilidad de las finanzas públicas. En todo caso, los retos más recientes a los que se ha enfrentado Europa han reforzado los argumentos a favor de intensificar los esfuerzos para lograr un mayor crecimiento económico de manera sostenible.

© Banco Central Europeo, 2025

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La traducción y publicación en español de este Boletín corren a cargo del Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 16 de abril de 2025.

PDF

ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-045-ES-N (edición electrónica)

