

# Recuadros

## 1 Las condiciones financieras en Estados Unidos y su vínculo con la actividad económica: el papel de las valoraciones bursátiles

Cajsa Klass y Ana-Simona Manu

**Las condiciones financieras son importantes para la actividad económica y la inflación.** Los índices de condiciones financieras (FCI, por sus siglas en inglés) ofrecen una medida consolidada de con qué facilidad y a qué coste los hogares, las empresas y los Gobiernos pueden acceder a la financiación, lo que a su vez influye en las decisiones de gasto e inversión del conjunto de la economía. Profesionales y académicos han propuesto varios índices FCI, que difieren en cuanto a su especificación y alcance, pero suelen incluir variables financieras fundamentales como los tipos de interés, los precios de las acciones, los diferenciales de los bonos corporativos y los tipos de cambio<sup>1</sup>. Los bancos centrales, por ejemplo, examinan estos índices porque ofrecen información sobre la forma en que las decisiones de política monetaria afectan a los mercados financieros y, por extensión, a la actividad económica y la inflación.

**Los precios de las acciones suelen formar parte de los índices FCI por su influencia en el consumo y en la inversión.** Los mercados bursátiles influyen de forma importante en la toma de decisiones de los hogares y las empresas. Por ejemplo, el retroceso de las cotizaciones en estos mercados puede debilitar el consumo y la capacidad de endeudamiento de los hogares debido a la reducción de la riqueza, lo que posiblemente se ve acentuado por la disminución de la confianza. Unas valoraciones más bajas de las acciones también pueden repercutir directamente en las pensiones de los trabajadores, al afectar a la seguridad de la jubilación en el futuro y al patrón de gasto. En el caso de las empresas cotizadas, el descenso de los precios de las acciones puede incrementar el coste de la financiación mediante este instrumento, lo que dificulta que puedan invertir y expandirse. En consecuencia, las caídas de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos desde los máximos alcanzados en febrero han provocado el aumento de los índices FCI (es decir, el endurecimiento de las condiciones financieras). Sin embargo, como esos descensos se produjeron desde niveles de posible sobrevaloración, en este recuadro se analiza si el impacto económico de dicho endurecimiento difiere del registrado en períodos en los que los precios de las acciones se ajustan más a lo observado históricamente.

---

<sup>1</sup> Véanse, entre otras publicaciones, E. P. et al., «[The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries](#)», *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, OECD Publishing, 2016; Fondo Monetario Internacional, *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial*, capítulo 3, abril de 2017; Goldman Sachs, «[Financial conditions: A unified approach](#)», *Research Note*, 2016, y S. Arrigoni et al., «[The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability](#)», *Working Paper Series*, n.º 2451, BCE, 2021.

**Desde finales de febrero de 2025, las condiciones financieras en Estados Unidos han comenzado a endurecerse debido a la venta masiva de activos de riesgo, en un contexto de menores expectativas de crecimiento en el país y de incertidumbre en torno a los aranceles.** Al aproximar el índice FCI de Estados Unidos por una media ponderada de los tipos de interés a corto y a largo plazo, los diferenciales de crédito corporativo, la ratio precio/beneficio ajustada al ciclo (CAPE, por sus siglas en inglés) del S&P 500 y el tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense —a semejanza de Arrigoni *et al.*— se observa un endurecimiento significativo en abril (panel a del gráfico A)<sup>2</sup>. El optimismo de los mercados sobre las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos empezó a desvanecerse como consecuencia de la publicación de una serie de datos desfavorables, entre ellos el deterioro de la confianza de los consumidores. El 2 de abril, el anuncio por parte de la Administración estadounidense de la imposición de aranceles recíprocos a gran escala provocó ventas masivas en los mercados de renta variable y de bonos corporativos estadounidenses, lo que dio lugar a una mayor la volatilidad en los mercados financieros y a la ampliación de los diferenciales de crédito. Estos acontecimientos, junto con la creciente preocupación por una recesión en el país y las medidas de represalia anunciadas por China, hicieron que el índice S&P 500 cayera un 12 % en pocos días. Las cotizaciones bursátiles repuntaron tras la suspensión de los aranceles recíprocos el 9 de abril y el acuerdo comercial alcanzado entre China y Estados Unidos el 12 de mayo, si bien, el 30 de mayo, el S&P 500 permanecía un 3,8 % por debajo del máximo histórico de febrero. Así pues, el índice FCI de Estados Unidos aumentó hasta alcanzar cotas que no se observaban desde principios de 2023 y posteriormente volvió a situarse en los niveles previos al 2 de abril<sup>3</sup>. Un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) con datos diarios, que identifica el factor determinante del alza del FCI estadounidense, confirma que esta se debió en su mayor parte a perturbaciones adversas en las perspectivas macroeconómicas internas de Estados Unidos (panel b del gráfico A)<sup>4</sup>.

**Los precios de las acciones en Estados Unidos se mantienen en niveles que habían suscitado inquietud acerca de su sobrevaloración.** Las medidas de las valoraciones bursátiles estadounidenses indican que, en general, dichas valoraciones siguen siendo elevadas en comparación con las referencias habituales. La ratio CAPE del S&P 500 se sitúa actualmente en torno a 34, por encima del percentil 75 de su distribución histórica. Esto sugiere que el mercado de renta variable continúa siendo más caro de lo que indican los patrones históricos (panel a del gráfico B), si bien la ratio ha descendido ligeramente con respecto al máximo

<sup>2</sup> Tanto la elección de las variables como las ponderaciones coinciden con las de S. Arrigoni *et al.*, *op. cit.*, que basaron su elección en los índices FCI desarrollados por Goldman Sachs, en los que las ponderaciones se calculan en función de los efectos de las variables financieras sobre el crecimiento del PIB real en un horizonte de un año. Una diferencia es que, en este análisis, el FCI incorpora la ratio CAPE del S&P 500, en lugar de la ratio precio/beneficio tradicional empleada en el estudio original, pero la ponderación del índice bursátil en el FCI es la misma (25 %). La elevada ponderación asignada a los precios de las acciones en este FCI podría afectar a los resultados.

<sup>3</sup> Es importante señalar que este índice incluye solo un conjunto limitado de variables, y que otros índices pueden ponderar las acciones de manera distinta, lo que podría dar lugar a interpretaciones algo diferentes.

<sup>4</sup> El modelo BVAR se basa en L. Chițu, M. Grothe, T. Schulze e I. Van Robays, «[Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraints channel](#)», *Working Paper Series*, n.º 2860, BCE, 2023.

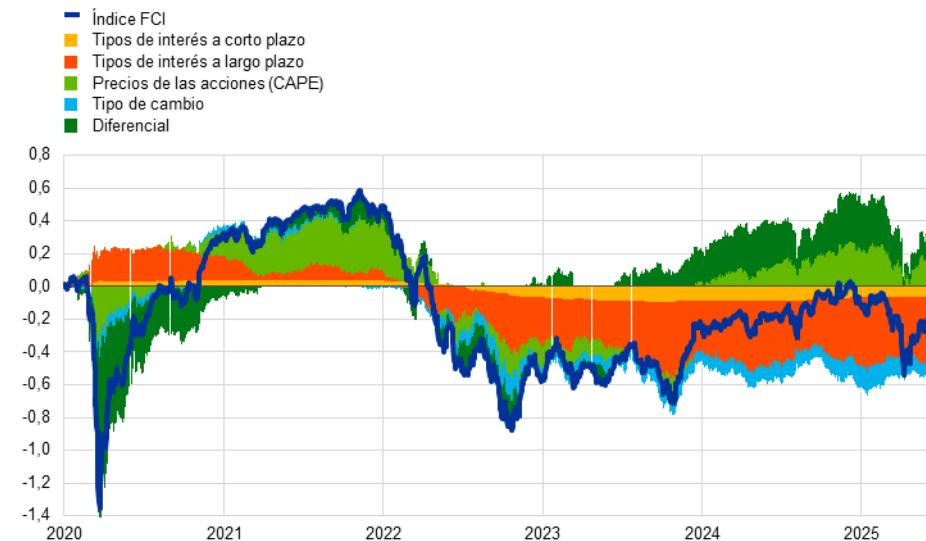
histórico de 36. Durante los períodos de valoraciones excesivas, la contribución de las variaciones de los precios de las acciones a la evolución general del índice FCI de Estados Unidos tiende a ser significativa, lo que refleja el peso de los valores de renta variable en este índice concreto, así como su notable rentabilidad cuando las cotizaciones entran en el rango de la sobrevaloración (panel b del gráfico B). Por ejemplo, cuando la ratio CAPE se eleva por encima de su percentil 75, el componente de precios de las acciones representa alrededor del 40 % de la variación del FCI, lo que duplica con creces su contribución en comparación con una situación en la que se sitúa por debajo del percentil 75.

## Gráfico A

### Componentes del índice de condiciones financieras (FCI) de Estados Unidos

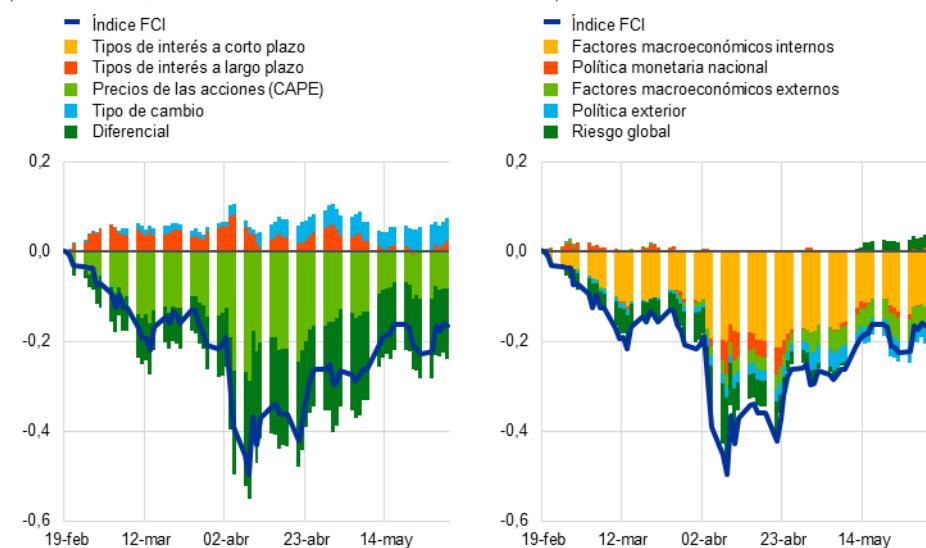
#### a) Componentes del índice FCI de Estados Unidos

(índice normalizado, variaciones acumuladas desde el 2 de enero de 2020)



#### b) Componentes del índice FCI de Estados Unidos y determinantes estructurales desde el máximo de febrero del S&P 500

(índice normalizado, variaciones acumuladas desde el 19 de febrero de 2025)

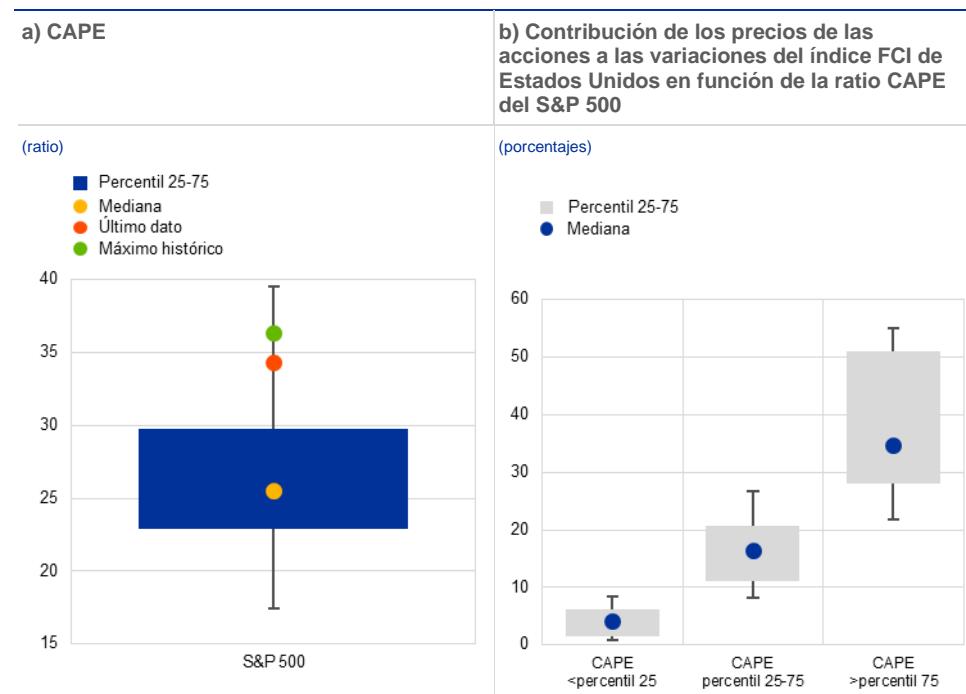


Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El FCI se calcula como una media ponderada de cinco variables financieras, es decir, los rendimientos de la deuda pública a diez años, los tipos de interés a corto plazo, la ratio precio/beneficio ajustada al ciclo (CAPE), el tipo de cambio efectivo nominal y los diferenciales de los bonos corporativos. Los gráficos muestran las variaciones registradas desde enero de 2020 (panel a) y desde el 19 de febrero de 2025 (panel b), y la última observación corresponde al 22 de abril de 2025 (datos diarios). La descomposición estructural se obtiene a partir de un modelo BVAR estructural con datos diarios para Estados Unidos utilizando los tipos de interés a corto plazo, los rendimientos de la deuda pública a diez años, el TCEN del dólar estadounidense, la ratio CAPE y los diferenciales de los bonos corporativos. Se emplea una combinación de restricciones de signo, de magnitud relativa y de narrativa basada en una versión ampliada del conjunto de herramientas BEAR; véase A. Dieppe, B. van Roye y R. Legrand, «BEAR toolbox», *Working Paper Series*, n.º 1934, BCE, Frankfurt am Main, julio de 2016.

### Gráfico B

Contribución de los precios de las acciones al índice FCI de Estados Unidos en función de los niveles de valoración de estos instrumentos



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

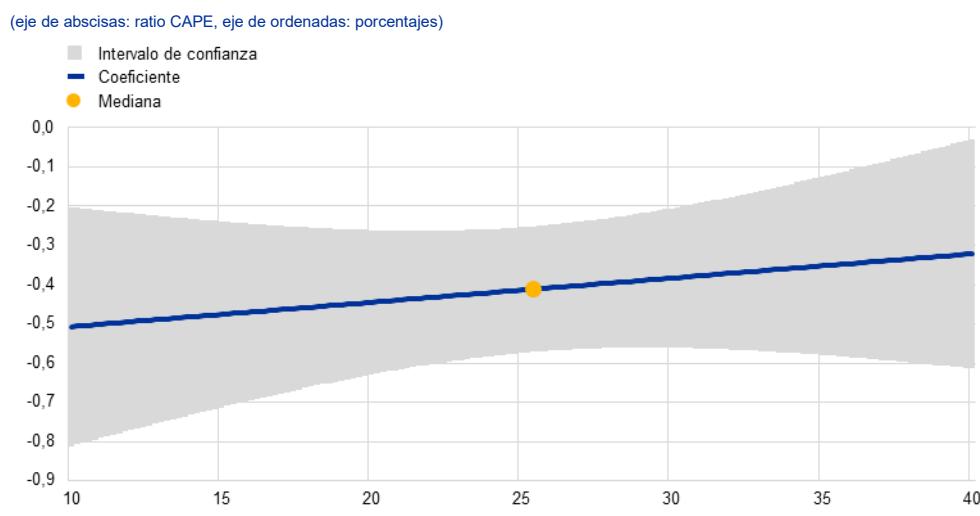
Notas: Panel a: La muestra abarca el periodo transcurrido desde principios de 1995. «Máximo histórico» se refiere al nivel máximo del S&P 500 del 19 de febrero de 2025. La última observación corresponde al 6 de mayo de 2025 (datos diarios). Panel b: Porcentaje de variaciones de los precios de las acciones en relación con las variaciones totales absolutas del índice FCI desde 1995.

**El análisis empírico sugiere que la influencia de las condiciones financieras en la actividad económica disminuye cuando los mercados de renta variable presentan valoraciones muy elevadas.** Para analizar si el impacto de las condiciones financieras depende de la situación del mercado bursátil estadounidense, se aplica un procedimiento en dos fases. En primer lugar, se pone el foco en la parte del índice FCI de Estados Unidos determinada por perturbaciones macroeconómicas internas, según la estimación del modelo BVAR. Ello se debe a que estas perturbaciones reflejan los cambios en la percepción de los mercados sobre las perspectivas macroeconómicas del país americano, que fueron el principal factor determinante del reciente aumento de ese índice (panel b del gráfico A). Además, centrarse en este aspecto también ayuda a eliminar las variaciones del FCI que puedan tener una relación menos directa con el crecimiento económico del país, como los cambios en la percepción del riesgo global. En segundo lugar, para determinar si el efecto económico depende de la situación del mercado de renta variable, se estima el impacto de las variaciones del FCI provocadas por perturbaciones macroeconómicas en Estados Unidos sobre la actividad económica futura en este país utilizando métodos de proyecciones locales que permiten efectos no lineales de interacción a partir de la ratio CAPE del S&P 500. Los resultados obtenidos sugieren que el efecto adverso del alza del FCI en la actividad estadounidense es considerablemente menor cuando los mercados de renta variable se sitúan por encima del percentil 75, si bien estas estimaciones están sujetas a una incertidumbre significativa (gráfico C). Aunque en este análisis no se

profundiza en las razones específicas que explican la mayor debilidad de la señal observada en períodos de valoraciones bursátiles elevadas, puede haber varios factores que contribuyan a ello<sup>5</sup>. En esos períodos, las variaciones de los precios de las acciones tienden a afectar de manera desproporcionada a los hogares con rentas altas, que invierten en mayor medida en estos valores y que, en general, tienen una menor propensión marginal al consumo. Además, si los movimientos agregados de las cotizaciones están dominados por un número reducido de empresas que no son representativas de la economía en general, como las «Siete Magníficas» (las siete empresas tecnológicas principales de Estados Unidos), la señal podría debilitarse aún más.

### Gráfico C

Impacto del aumento del índice FCI provocado por perturbaciones macroeconómicas en Estados Unidos sobre el PIB estadounidense al cabo de un año en función del nivel de valoración de la renta variable



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la respuesta del PIB de Estados Unidos a una perturbación de una desviación típica del índice FCI estadounidense provocada por perturbaciones macroeconómicas internas sobre el crecimiento del PIB estimada mediante proyecciones locales. Se hace interactuar la variación de dicho índice por efecto de las perturbaciones macroeconómicas con la ratio CAPE, con un desfase de un mes y se muestra el impacto al cabo de 12 meses. La muestra se basa en datos mensuales del período comprendido entre 1995 y febrero de 2025.

**En conclusión, los cambios en las condiciones financieras no deben valorarse de forma mecánica, en particular porque los precios inflados de las acciones pueden distorsionar dichas condiciones y podrían debilitar su señal de crecimiento económico.** Aunque la indicación general que proporcionan los índices FCI resulta valiosa, los responsables de las políticas y los analistas deben prestar atención al papel de los componentes individuales y al contexto económico general, sobre todo en períodos de valoraciones excesivas.

<sup>5</sup> Para conocer las limitaciones que presenta el uso de los índices FCI, véase también J. B. Bullard, «*What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?*», *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marzo de 2023.

## 2

# Las políticas comerciales de Estados Unidos y la actividad de las empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoriza, Martin Schmitz y Tobias Schuler

**Las filiales de empresas multinacionales con sede en Estados Unidos contribuyen sustancialmente a la actividad económica de la zona del euro. Por lo tanto, las tensiones comerciales actuales podrían tener implicaciones importantes para sus operaciones.** Las multinacionales estadounidenses sirven al mercado de la zona del euro, o bien exportando bienes y servicios directamente a clientes de la zona, o bien a través de filiales radicadas en ella<sup>1</sup>. Estas filiales pueden operar con Estados Unidos y con terceros mercados, por lo que las tensiones comerciales actuales podrían afectar a las multinacionales estadounidenses en la zona del euro debido a la subida de los aranceles y a las disrupciones en los intercambios intraempresa, así como a los consiguientes cambios en las estrategias de planificación fiscal. Las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses representan más del 5 % del valor añadido, del excedente bruto de explotación y de las compras de bienes y servicios de la zona del euro, así como el 2 % de las personas ocupadas, con porcentajes notablemente más elevados en Irlanda (gráfico A)<sup>2</sup>.

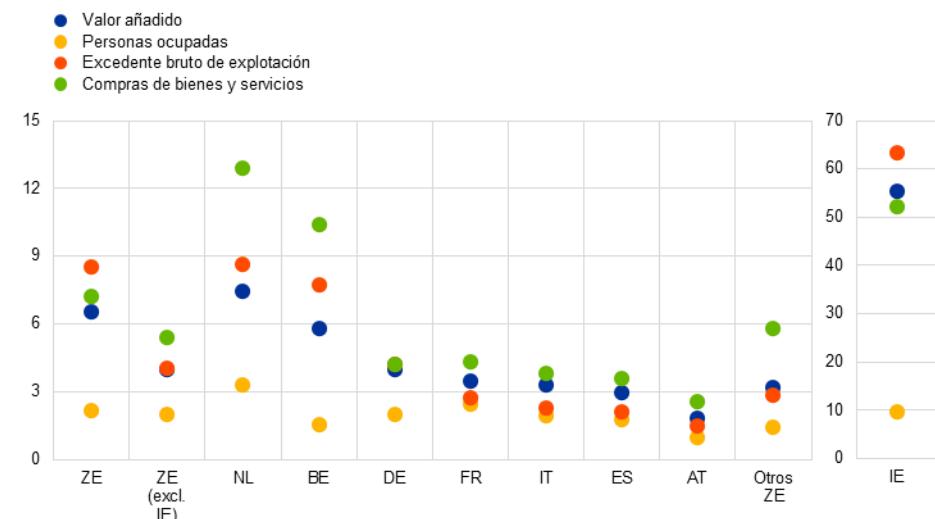
<sup>1</sup> Una empresa multinacional (o «multinacional») está compuesta por una entidad matriz y sus filiales en el extranjero. Estas últimas son empresas residentes en un país que están bajo el control o son propiedad de multinacionales residentes en otro país.

<sup>2</sup> Para más información sobre el impacto de las multinacionales estadounidenses en Irlanda, véase Irish Economic Analysis Division, «[Geoeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy](#)», *Quarterly Bulletin*, Issue 4, Central Bank of Ireland, diciembre de 2024.

## Gráfico A

### Actividad de las empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro

(proporción de filiales bajo control estadounidense con respecto al total del país; 2022)



Fuentes: Estadísticas de filiales extranjeras (FATS, por sus siglas en inglés) de Eurostat y cálculos del BCE.

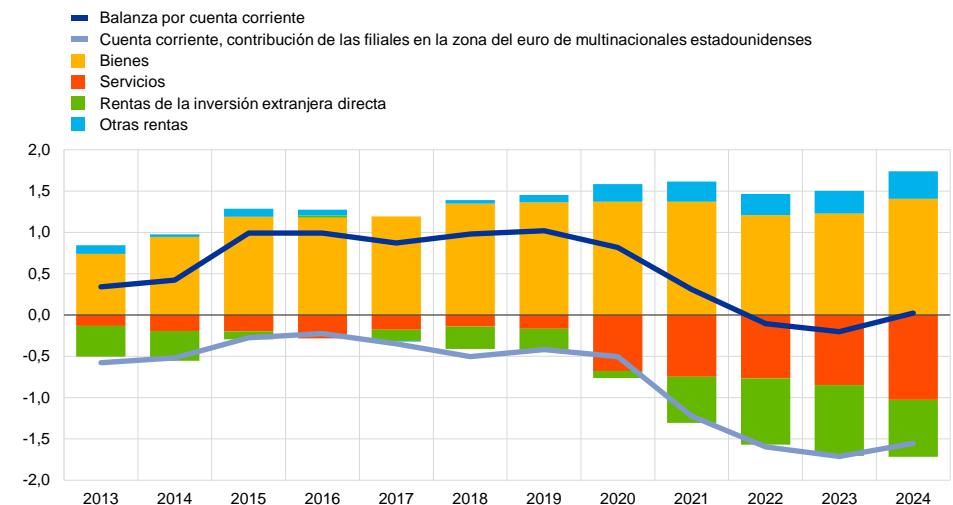
Notas: «ZE» corresponde a la zona del euro. «Otros ZE» incluye todos los países de la zona del euro con menos del 2 % del valor añadido bruto total de la zona. No se incluyen datos de Chipre y Portugal, ya que no están disponibles para todas las variables indicadas.

**La dinámica de la cuenta corriente bilateral de la zona del euro frente a Estados Unidos también refleja la actividad de las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses.** La balanza por cuenta corriente de la zona del euro frente a Estados Unidos estaba prácticamente equilibrada en 2024, ya que el creciente superávit de la balanza de bienes se vio compensado casi en su totalidad por los déficits de la balanza de servicios y de las rentas de la inversión extranjera directa, y las multinacionales estadounidenses contribuyeron de forma significativa a estos componentes (gráfico B). Las estimaciones del BCE sugieren que casi el 30 % del superávit de la balanza de bienes de la zona del euro frente a Estados Unidos en 2024 estuvo asociado al comercio de las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses, mientras que estas empresas representaron en torno al 90 % del déficit de la balanza de servicios de la zona del euro.

## Gráfico B

### Balanza por cuenta corriente de la zona del euro frente a Estados Unidos

(flujos anuales en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

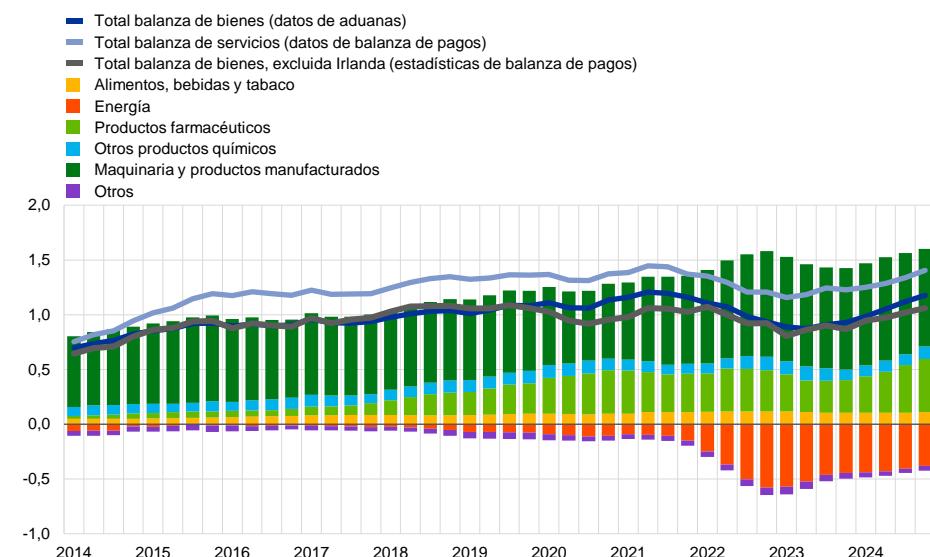
Notas: Las contribuciones de las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses se estiman combinando los datos sobre el comercio bilateral de bienes y servicios y los flujos de rentas de la inversión extranjera directa procedentes de las estadísticas de balanza de pagos del BCE con información sobre los intercambios comerciales por tipo de propiedad (interna y control extranjero) procedente de las bases de datos de Eurostat sobre el comercio de bienes y servicios por características de las empresas (TEC/STEC) e información sobre la proporción de la cifra de negocios y las compras de bienes y servicios de las filiales bajo control estadounidense obtenida de FATS de Eurostat.

**Las multinacionales estadounidenses contribuyen al intercambio de bienes de la zona del euro con Estados Unidos a través de un voluminoso comercio intragrupo, exportaciones de productos farmacéuticos y la fabricación subcontratada.** El aumento del superávit de la balanza de bienes frente a Estados Unidos se debe principalmente al acusado incremento de las exportaciones de productos farmacéuticos (gráfico C), que se atribuye en su mayor parte a los flujos comerciales de filiales irlandesas de multinacionales con sede en Estados Unidos. Además, las multinacionales estadounidenses residentes en la zona del euro contratan a empresas de fuera de la zona la fabricación de bienes que se venden en terceros países (incluido Estados Unidos) y no entran nunca en la zona del euro. Estas exportaciones se registran en las estadísticas de balanza de pagos, lo que eleva el superávit de la balanza de bienes.

### Gráfico C

#### Balanza de bienes de la zona del euro frente a Estados Unidos

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



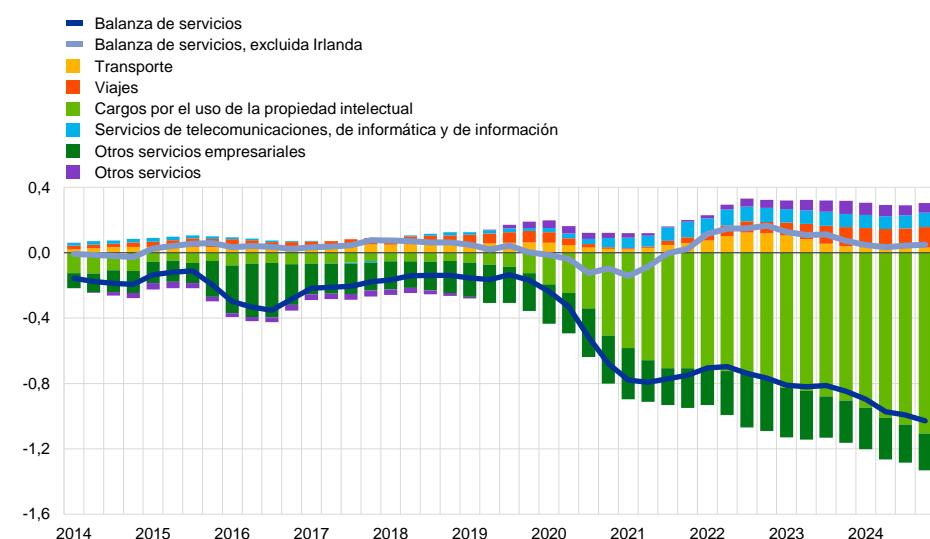
Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024. La descomposición de la balanza de bienes por categorías de productos sigue la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional, Revisión 3, de las estadísticas de comercio de bienes.

### Gráfico D

#### Balanza de servicios de la zona del euro frente a Estados Unidos

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

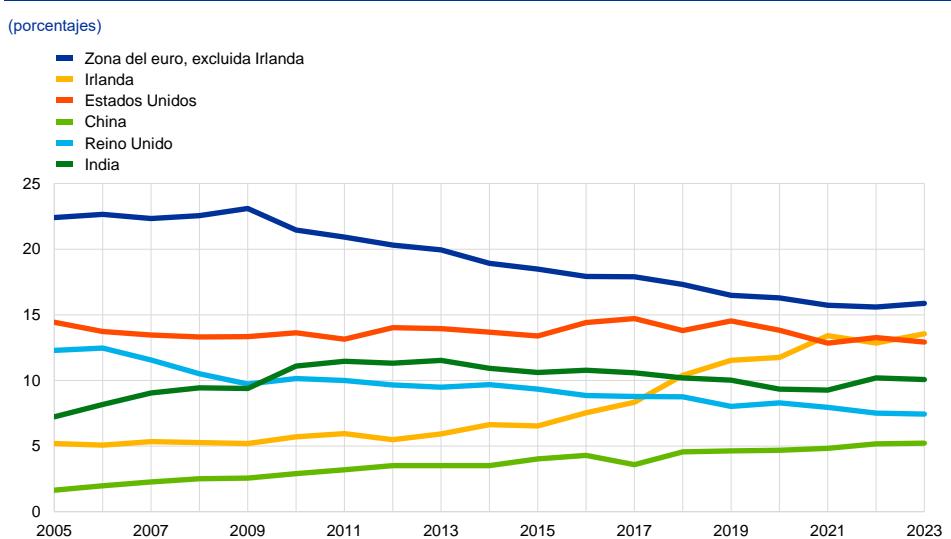
Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

**La producción vinculada a empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro está estrechamente relacionada con las correspondientes importaciones de servicios, que son reflejo de sus cadenas de suministro y de sus estrategias de optimización fiscal.** Las multinacionales estadounidenses utilizan productos de propiedad intelectual (PPI) importados como insumos básicos

en sus actividades de producción en la zona del euro. Desde 2020, la zona del euro ha registrado valores cada vez más altos de los servicios importados de Estados Unidos, que se deben a los cargos por el uso de PPI vinculados a filiales de multinacionales estadounidenses ubicadas en la zona del euro, principalmente en Irlanda (gráfico D)<sup>3</sup>. Además de para su empleo en la producción de bienes de alto valor añadido (por ejemplo, medicamentos), estas importaciones de PPI también se utilizan para producir servicios de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). Esto significa que la presencia de multinacionales estadounidenses en la zona del euro también aumenta las exportaciones de servicios de la zona del euro, impulsando las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona, en particular de servicios de TIC, a través de Irlanda, que representa una cuota de mercado comparable a la de Estados Unidos, del 14 % aproximadamente (gráfico E). Esta configuración particular de las cadenas de suministro, que incluye importaciones de servicios relacionados con PPI, permite a las multinacionales estadounidenses obtener beneficios sustanciales en la zona del euro y beneficiarse de una fiscalidad de las empresas más favorable, lo que tiene su reflejo en el abultado déficit de las rentas de la inversión extranjera directa de la zona del euro frente a Estados Unidos (gráfico B)<sup>4</sup>.

#### Gráfico E

##### Cuotas de mercado de las exportaciones de servicios de tecnologías de la información y las comunicaciones



Fuentes: Base de datos de la OCDE y la OMC sobre el comercio de servicios (BaTIS, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE. Notas: Las cifras correspondientes a los países de la zona del euro solo tienen en cuenta las exportaciones a países no pertenecientes a la zona. Las últimas observaciones corresponden a 2023.

<sup>3</sup> Los cargos por el uso de PPI incluyen cánones pagados por patentes, marcas comerciales, derechos de autor (*copyrights*), algoritmos, etc.

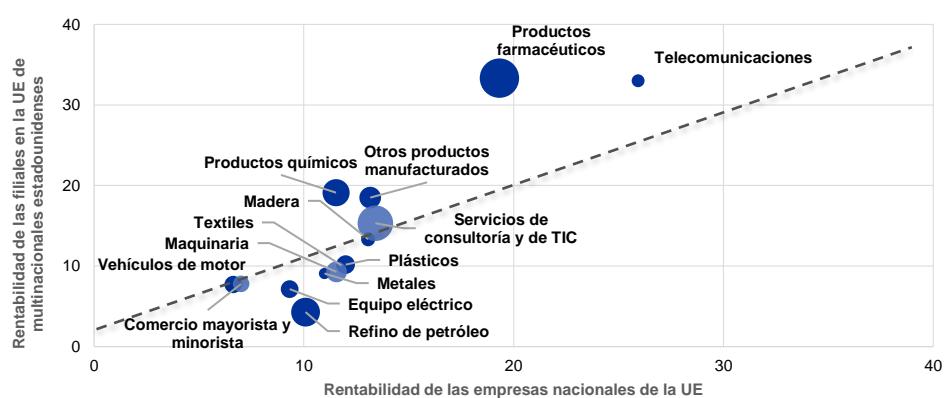
<sup>4</sup> Las recientes reformas regulatorias y del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos e Irlanda llevaron a las multinacionales estadounidenses a trasladar la propiedad de los PPI desde centros financieros extraterritoriales a Estados Unidos, aumentando los pagos por servicios y los flujos de rentas entre la zona del euro y el país americano, que anteriormente se canalizaban a través de centros financieros extraterritoriales y no se contabilizaban en la cuenta corriente entre la zona del euro y Estados Unidos. Para más detalles, véase L. Boller *et al.*, «*The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition*», *Budget Model*, Penn Wharton University of Pennsylvania, octubre de 2024.

**El aumento de las barreras arancelarias podría afectar al producto y a los beneficios de las multinacionales estadounidenses en la zona del euro, incluido el sector farmacéutico, dependiendo de si estas empresas ajustan los precios o desplazan la producción.** Dado que las exportaciones de productos farmacéuticos de la zona del euro a Estados Unidos están estrechamente vinculadas a la cadena de suministro y a las estrategias de optimización fiscal de las multinacionales estadounidenses, estos flujos comerciales son vulnerables a los riesgos de relocalización. Aunque la elevada rentabilidad de sus filiales (gráfico F) puede permitir a las multinacionales estadounidenses absorber parcialmente los aranceles adicionales de Estados Unidos, estos podrían restar atractivo a su modelo de negocio, especialmente si van acompañados de cambios en los regímenes tributario y regulatorio de ese país que incentiven la relocalización de la producción en Estados Unidos<sup>5</sup>. Las políticas comerciales de Estados Unidos también podrían afectar indirectamente a las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses si estas están sujetas a medidas de represalia de la UE.

**Gráfico F**

Rentabilidad sectorial de las filiales en la UE de multinacionales estadounidenses

(ratio del excedente bruto de explotación sobre la cifra de negocios neta)



Fuentes: FATS de Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la información disponible para los años 2021-2022. La rentabilidad se calcula como la ratio entre el excedente bruto de explotación y la cifra de negocios neta. Un punto de datos por encima (por debajo) de la línea de 45 grados indica que, para ese sector concreto, la rentabilidad de las filiales de multinacionales estadounidenses es mayor (menor) que la de las empresas nacionales de la UE. El tamaño de la burbuja muestra la relevancia, en términos de cifra de negocios, de las filiales de multinacionales estadounidenses en cada sector (calculada como la proporción de la cifra de negocios neta de las filiales de multinacionales estadounidenses comparada con la de las empresas con sede en la UE).

**Una relocalización de las operaciones de las multinacionales estadounidenses fuera de la zona del euro podría provocar un descenso del PIB de la zona debido a la reducción de la producción y las exportaciones, aunque es probable que la renta nacional bruta (RNB) y el empleo se vieran afectados en menor grado.** En los casos en que los PPI siguen siendo propiedad de la multinacional matriz estadounidense, el traslado de las operaciones de las multinacionales estadounidenses fuera de la zona del euro reduciría el PIB de la zona principalmente a través de la pérdida de exportaciones, que solo se compensa

<sup>5</sup> Las operaciones de las multinacionales farmacéuticas estadounidenses en la zona del euro también podrían verse afectadas por D. J. Trump, «Executive Order 14297—Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients», en G. Peters y J. T. Woolley (eds.), *The American Presidency Project*, University of California, Santa Bárbara, mayo de 2025, que da instrucciones a las agencias estadounidenses para que alineen los precios de los medicamentos de Medicare con los precios más bajos pagados por países desarrollados comparables.

en parte con menores importaciones de servicios de PPI. Sin embargo, el empleo y, en particular, la RNB, se verían afectados en menor grado, ya que la producción de dichas multinacionales es intensiva en capital y depende en gran medida de los PPI importados, que generan grandes pagos en forma de beneficios repatriados a Estados Unidos (gráfico B). En los casos en los que las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses sean propietarias de PPI que sustentan la producción y las exportaciones, su relocalización en Estados Unidos también afectaría negativamente al PIB de la zona del euro como consecuencia de un efecto mecánico de depreciación<sup>6</sup>. A más largo plazo, la productividad puede sufrir si la economía dentro de la UE deja de beneficiarse de los efectos positivos derivados del comercio con las multinacionales estadounidenses<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> El efecto inmediato de las importaciones de PPI sobre el PIB tiende a compensarse en gran medida con la inversión correspondiente (ya que la adquisición de PPI se incluye en la contabilidad nacional). Sin embargo, en años posteriores, la depreciación del *stock* de capital adquirido (consumo de capital fijo) se añade a la inversión y, por tanto, aumenta mecánicamente el PIB. Para más detalles, véase M. Andersson *et al.*, «[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 350, BCE, 2024.

<sup>7</sup> Véase M. Di Ubaldo, M. Lawless e I. Siedschlag, «[Productivity spillovers from multinational activity to local firms in Ireland](#)», *OECD Productivity Working Papers*, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 30 de noviembre de 2018.

### 3

## Perspectivas de inversión empresarial en la zona del euro: resultados de una encuesta del BCE a grandes empresas

Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaël Le Breton y Richard Morris

En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta reciente del BCE a grandes sociedades no financieras sobre las perspectivas de inversión empresarial<sup>1</sup>. En la encuesta, que se llevó a cabo entre el 7 de abril y el 14 de mayo, se preguntó a las empresas acerca de sus decisiones de inversión recientes y esperadas en la zona del euro y a escala global, así como sobre los factores que las impulsan o las limitan. Se recibieron respuestas de 64 empresas con unas ventas totales globales equivalentes a casi el 4 % del PIB de la zona del euro. De ellas, 39 operan principalmente en la industria, mientras que las otras 25 desarrollan la mayor parte de su actividad en los servicios.

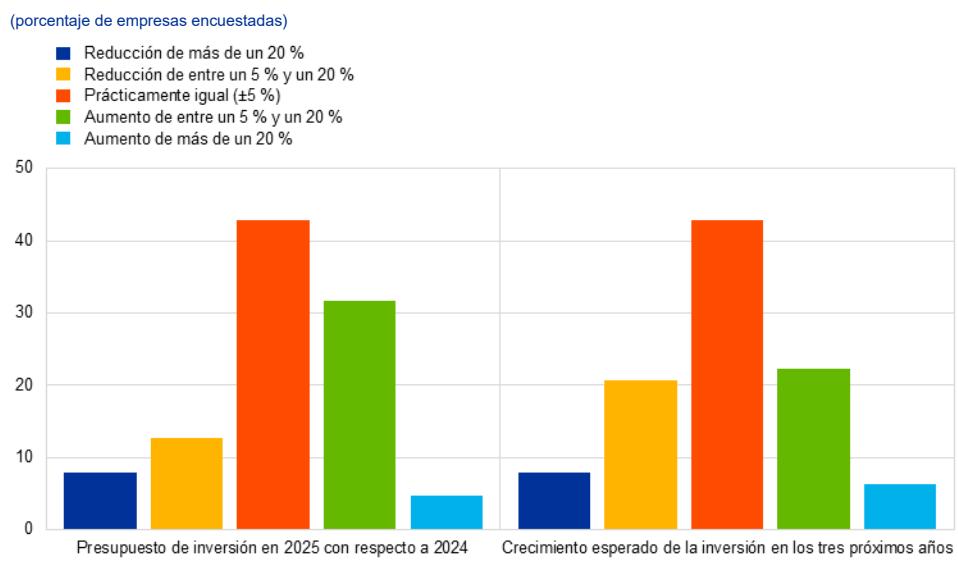
**Las empresas encuestadas señalaron unas perspectivas de inversión más débiles en la zona del euro en los años posteriores a 2025 (gráfico A).** A la pregunta acerca de cómo habían evolucionado su presupuesto de inversión en 2025 con respecto a 2024, el número de empresas que indicó que este había aumentado fue significativamente mayor que las que manifestaron que se habían reducido. No obstante, para los tres años siguientes, el 40 % de las empresas esperaba que la inversión se mantuviera, en general, estable, y el número de empresas que preveía un incremento o una disminución de su inversión fue casi el mismo. La debilidad de las perspectivas refleja sobre todo las respuestas de las empresas industriales, de las que un tercio anticipaba reducir sus inversiones en la zona en los tres años siguientes, mientras que solo una cuarta parte esperaba aumentarlas.

---

<sup>1</sup> La encuesta se envió a empresas con las que el BCE mantiene contactos periódicos con el fin de recopilar inteligencia de negocio (*business intelligence*), como se explica en el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

## Gráfico A

### Inversión en la zona del euro: situación actual y evolución en los tres años siguientes



Fuente: BCE.

Nota: El gráfico muestra las respuestas a las preguntas: «¿Cómo ha evolucionado su presupuesto de inversión total en la zona del euro en 2025 en comparación con 2024?» y «¿Cómo espera que evolucione su inversión en la zona del euro en los tres próximos años?».

### Las débiles perspectivas de inversión en la zona del euro contrastan con las expectativas de aumento de la inversión en otras áreas geográficas

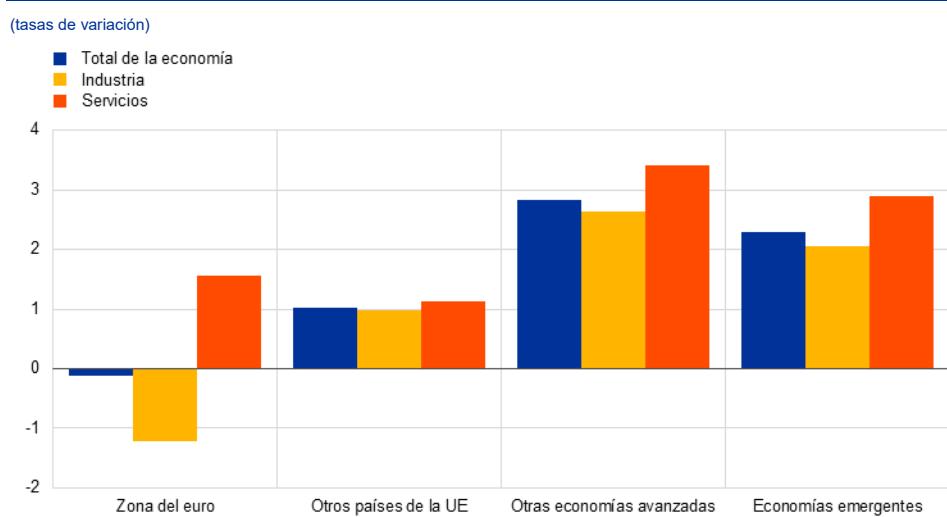
**(gráfico B).** Casi dos tercios de la inversión actual de las empresas encuestadas se ha realizado en la zona del euro, alrededor del 5 % en otras economías de la UE y aproximadamente una sexta parte en otras economías avanzadas y otra sexta parte en mercados emergentes<sup>2</sup>. En términos netos, las respuestas señalan expectativas de que la inversión empresarial en la zona del euro se mantenga prácticamente estancada en los tres años siguientes, pero que se incremente fuera de la zona, en especial en las economías avanzadas no pertenecientes a la UE y en las emergentes. Las débiles perspectivas de inversión en la zona del euro en comparación con otras economías avanzadas y emergentes reflejan las expectativas de las empresas industriales de que la inversión se reduzca en la zona, pero que crezca en el exterior. En cambio, las empresas del sector servicios esperan que aumente tanto dentro como fuera de la zona del euro, y a tasas más similares. La demanda es el principal factor que influye en la orientación geográfica de la inversión, por delante de unas mayores oportunidades de crecimiento y del deseo de entrar en nuevos mercados. Otros factores mencionados con frecuencia están relacionados con el deseo de diversificar y reforzar la resiliencia de las cadenas de suministro, la proximidad a los clientes (producción «local para los

<sup>2</sup> Las empresas industriales encuestadas son, en promedio, más globales, y solo realizan la mitad de sus inversiones en la zona del euro y alrededor de una quinta parte en economías avanzadas no pertenecientes a la UE y otra quinta parte en mercados emergentes. En promedio, las actividades de las empresas de servicios están más concentradas, con tres cuartas partes de su inversión en la zona del euro y alrededor de una décima parte en economías avanzadas no pertenecientes a la UE y otra décima parte en economías emergentes.

locales»), los diferentes aranceles, una regulación más favorable y la estabilidad económica y política<sup>3</sup>.

### Gráfico B

#### Inversión por región: evolución en los tres años siguientes



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a la pregunta: «¿Cómo espera que evolucione su inversión en las siguientes áreas geográficas en los tres años siguientes?». La inversión esperada se obtiene sumando los porcentajes de empresas que han respondido: «se reducirá más de un 20 %» (redondeado al -20 %), «se reducirá entre un 5 % y un 20 %» (promediado al -12,5 %), «se mantendrá prácticamente igual» (±5 %) (promediado al 0 %), «aumentará entre un 5 % y un 20 %» (promediado al 12,5 %) y «aumentará más del 20 %» (redondeado al 20 %).

**El cambio tecnológico y la situación geopolítica han pasado a ser consideraciones clave para las estrategias de inversión de las empresas (gráfico C).** Entre las respuestas a la pregunta sobre la importancia de cinco desarrollos y acontecimientos recientes destacados que han llevado a las empresas a reconsiderar sus estrategias de inversión a nivel global en los últimos años, el cambio tecnológico ocupó el primer lugar en la muestra completa. Las empresas industriales consideraban que la geopolítica y las políticas comerciales y arancelarias eran algo más importantes que el cambio tecnológico, mientras que las del sector servicios indicaron que estaban menos expuestas a estos factores. La crisis climática también se situó en una posición relativamente destacada, mientras que la pandemia de COVID-19 se consideró algo menos importante (al menos en retrospectiva)<sup>4</sup>.

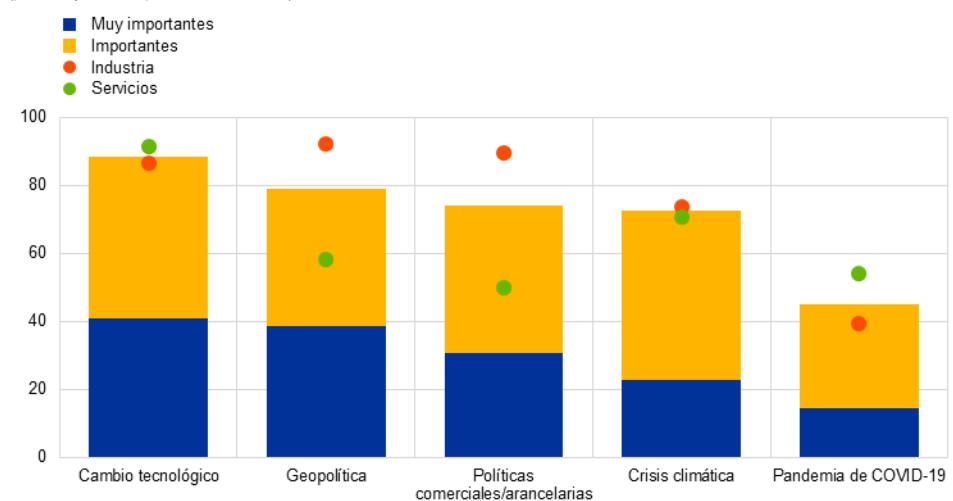
<sup>3</sup> Para conocer resultados anteriores de una encuesta similar sobre diversificación, resiliencia de las cadenas de suministro y proximidad a los clientes, véase el recuadro titulado «[La producción mundial y los riesgos en las cadenas de suministro: resultados de una encuesta a empresas líderes](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2023.

<sup>4</sup> No obstante, según los contactos periódicos mantenidos con las empresas en ese período, la pandemia dio lugar a una reorganización considerable de las cadenas de suministro y a una reorientación creciente de las estrategias de gestión de existencias de «just in time» a «just in case».

### Gráfico C

Importancia de los principales desarrollos y acontecimientos de la década de 2020 que han llevado a las empresas a reconsiderar sus estrategias de inversión

(porcentajes de empresas encuestadas)



Fuente: BCE.

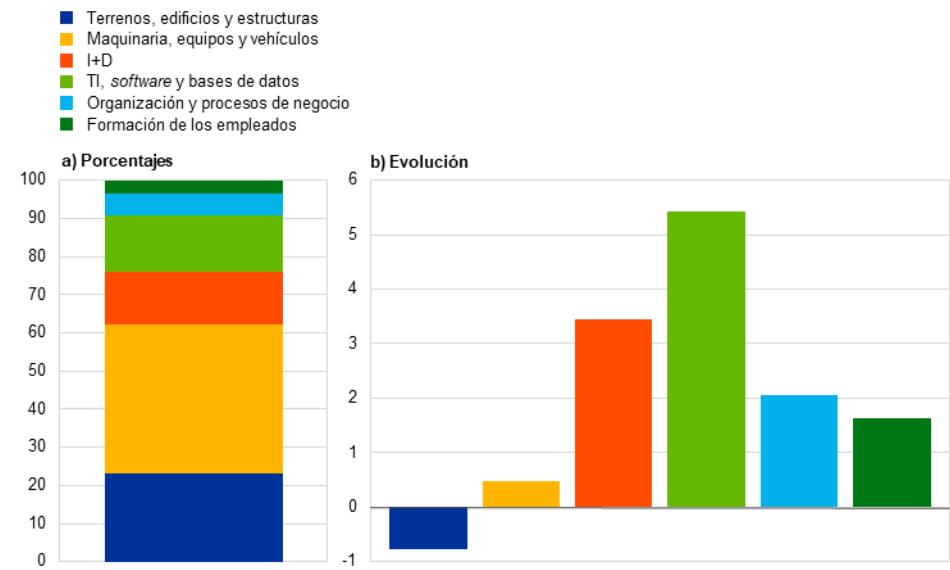
Notas: El gráfico muestra las respuestas a la pregunta: «¿Qué importancia han tenido los siguientes desarrollos y acontecimientos destacados a la hora de reconsiderar su estrategia de inversión global en los últimos años?». Las barras indican los porcentajes de las 64 empresas participantes en la encuesta. Los puntos muestran la suma por sectores de los porcentajes correspondientes a los factores «importantes» y «muy importantes».

**Las empresas encuestadas esperan que su inversión en la zona del euro en los tres años siguientes se vea impulsada principalmente por los activos intangibles, en especial por las tecnologías de la información (TI), el software y las bases de datos.** En promedio, las empresas indicaron que habían destinado alrededor del 60 % de su gasto en inversión en la zona del euro a «activos tangibles» (como maquinaria y equipos), el 30 % a «activos intangibles» (investigación y desarrollo [I+D]) y TI, software y bases de datos) —que en las cuentas de las empresas suelen registrarse como gastos de explotación, pero se contabilizan como inversión en las cuentas nacionales— y el 10 % a organización y procesos de negocio y a la formación de los empleados (panel a del gráfico D). Para los tres años siguientes, las empresas preveían que su inversión en activos tangibles prácticamente se estancara, mientras que esperaban aumentar el gasto en I+D y, en particular, en TI, software y bases de datos (panel b del gráfico D).

## Gráfico D

### Inversión por activos: porcentajes en 2025 y evolución en los tres años siguientes

(panel a: porcentajes de la inversión total en 2025; panel b: tasas de variación en los tres años siguientes)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a las preguntas: «¿De su inversión total en la zona del euro, aproximadamente qué porcentaje se destina a cada uno de los siguientes tipos de activo?» y «¿Cómo espera que evolucione su inversión en la zona del euro en cada uno de estos activos en los tres años siguientes?». La evolución en los tres años siguientes se obtiene sumando los porcentajes de empresas que han respondido: «se reducirá más de un 20 %» (redondeado al -20 %), «se reducirá entre un 5 % y un 20 %» (promediado al -12,5 %), «se mantendrá prácticamente igual ( $\pm 5\%$ )» (promediado al 0 %), «aumentará entre un 5 % y un 20 %» (promediado al 12,5 %) y «aumentará más de un 20 %» (redondeado al 20 %).

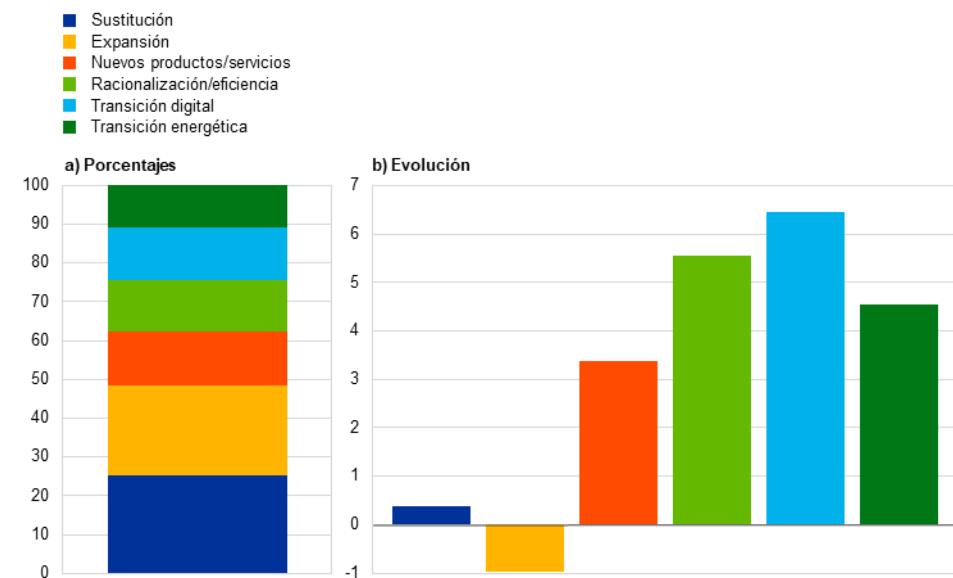
**Es probable que el foco en la inversión en activos intangibles refleje la creciente priorización de las transiciones digital y energética, así como la búsqueda de la racionalización y la eficiencia.** En promedio, las empresas encuestadas manifestaron que alrededor de la mitad de su inversión está focalizada en la sustitución y la expansión, y el resto, más o menos en la misma medida, se dedica al desarrollo de nuevos productos, a la consecución de los objetivos de racionalización y eficiencia, a la transición digital y a la transición energética (panel a del gráfico E)<sup>5</sup>. Con respecto a los tres años siguientes, las empresas esperaban que la transición digital fuera el motor principal de los planes de inversión actuales, seguida de la racionalización y la eficiencia, la transición energética y el desarrollo de nuevos productos y servicios (panel b del gráfico E).

<sup>5</sup> Cabe señalar que muchas inversiones tienen más de una finalidad, e identificarlas con las categorías que figuran en la lista puede ser bastante subjetivo.

## Gráfico E

### Inversión por finalidad: porcentajes en 2025 y evolución en los tres años siguientes

(panel a: porcentajes de la inversión total en 2025; panel b: tasas de variación en los tres años siguientes)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a las preguntas: «¿De su inversión total en la zona del euro, aproximadamente qué porcentaje se dedica a cada una de las siguientes finalidades?» y «¿Cómo espera que evolucione su inversión en la zona del euro para cada una de estas finalidades en los tres años siguientes?». La suma de los porcentajes indicados por las empresas se ha reescalado al 100 % (el total fue superior al 100 %, ya que en algunas respuestas se señalaba que algunas inversiones tienen varias finalidades). La evolución en los tres años siguientes se obtiene sumando los porcentajes de empresas que han respondido: «se reducirá más de un 20 %» (redondeado al -20 %), «se reducirá entre un 5 % y un 20 %» (promediado al -12,5 %), «se mantendrá prácticamente igual ( $\pm 5\%$ )» (promediado al 0 %), «aumentará entre un 5 % y un 20 %» (promediado al 12,5 %) y «aumentará más de un 20 %» (redondeado al 20 %).

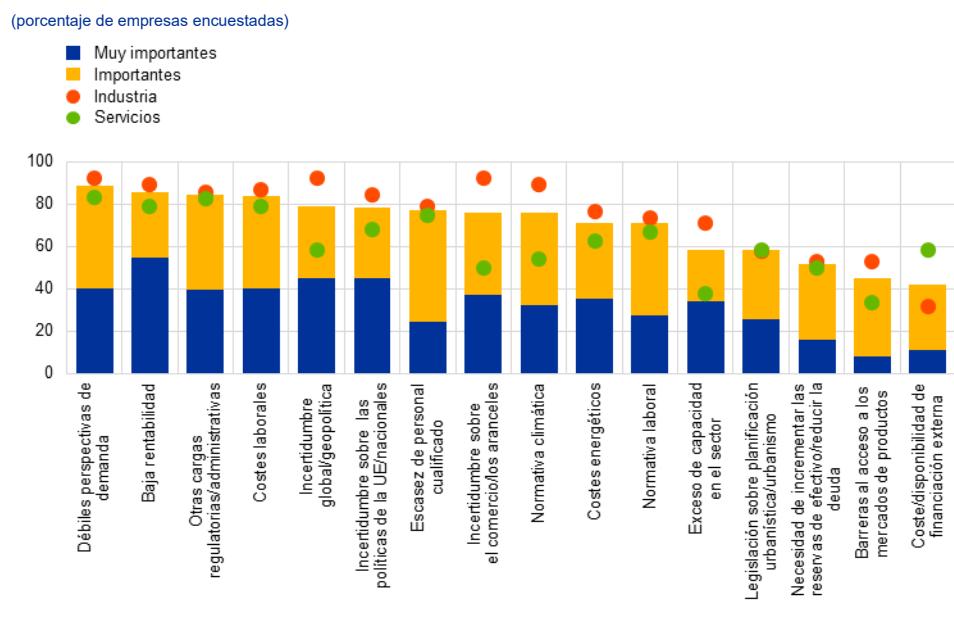
### Las débiles perspectivas de demanda y la baja rentabilidad se sitúan a la cabeza de la lista de limitaciones a la inversión en la zona del euro (gráfico F).

Nueve de cada diez empresas encuestadas señaló que la atonía de la demanda era la limitación más importante (a menudo «muy importante») para la inversión en la zona del euro, seguida de cerca por la baja rentabilidad, otras cargas regulatorias y administrativas, y los costes laborales (mencionados por el 80 %-85 % de la muestra)<sup>6</sup>. Entre las empresas industriales, la incertidumbre geopolítica global, y la incertidumbre sobre el comercio y sobre las políticas de la UE/nacionales se consideraron factores limitativos particularmente relevantes. A la pregunta sobre qué cambios cabía esperar que promuevan un aumento de la inversión en la zona del euro, más de la mitad de las empresas participantes en la encuesta apuntaron a una menor regulación y/o una regulación más estable. Otros factores que también se citaron con frecuencia fueron una política climática más favorable al crecimiento y más predecible, así como un mayor estímulo de la demanda, estabilidad política y económica y menores costes laborales y energéticos. Las empresas otorgaron mucha menos importancia al coste y la disponibilidad de financiación externa, lo que probablemente se deba, en parte, a la mayor disponibilidad de financiación externa para las grandes empresas encuestadas que para las más pequeñas.

<sup>6</sup> La normativa laboral y la normativa climática figuraban como factores separados en el cuestionario.

## Gráfico F

### Factores que limitan la inversión en la zona del euro



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a la pregunta: «¿Qué importancia tienen los siguientes factores a la hora de limitar su inversión en la zona del euro?». Las barras corresponden a los porcentajes de las 64 empresas participantes en la encuesta. Los puntos muestran la suma por sectores de los porcentajes correspondientes a los factores «importantes» y «muy importantes».

**El aumento previsto del gasto en defensa se percibe de manera bastante generalizada como un posible catalizador de la inversión.** La mitad de las empresas industriales y una quinta parte de las de servicios esperaban que el aumento del gasto en defensa respaldara su inversión en los tres años siguientes. En general, estas empresas ya están abasteciendo (directa o indirectamente) al sector de defensa o están explorando o tienen intención de explorar la posibilidad de adaptar la producción actual a las oportunidades de crecimiento relacionadas con los anuncios recientes relativos al gasto en defensa, o esperan beneficiarse indirectamente del impulso que recibirá la actividad económica general. En comparación, solo alrededor de una quinta parte de las empresas de la muestra (predominantemente empresas radicadas en el sur de Europa) percibía que el programa Next Generation EU ha contribuido a la inversión en su sector. Las empresas que tenían esa percepción indicaron que, por lo general, la inversión se estaba focalizando en proyectos relacionados con infraestructuras medioambientales y digitales.

## 4

# Las presiones inflacionistas derivadas del ajuste de los precios: situación actual

Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene y Zivile Zekaite

**La desinflación de los servicios de la zona del euro ha sido más lenta que la del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) general (gráfico A).** Esto puede atribuirse a una combinación de factores: el retraso de los precios de algunos servicios en responder al repunte de la inflación general, las elevadas presiones salariales y la fuerte demanda de servicios (especialmente actividades recreativas)<sup>1</sup>. Este recuadro se centra en el primer factor y examina el papel que desempeñan las partidas de servicios de la cesta del IAPC cuyos precios suelen ajustarse con menos frecuencia y que, por lo tanto, pueden seguir impulsando al alza la inflación, mientras que otras partidas ya se encuentran en proceso de desinflación.

**Los componentes de servicios de la cesta de consumo del IAPC incluyen índices de precios con tasas de inflación interanual muy diferentes.** Por una parte, los servicios incluyen partidas relacionadas con turismo y viajes, en las que los precios tienden a ajustarse a las condiciones y a las perturbaciones económicas con gran rapidez. Por ejemplo, el aumento interanual de los precios del transporte aéreo de pasajeros se disparó hasta el 40 % a mediados de 2022, antes de que se alcanzara un máximo en el total de los servicios en julio de 2023, y desde mediados de 2023 se han registrado ocasionalmente tasas negativas. Por otra parte, los precios de otros componentes han mostrado incrementos interanuales estables, con una volatilidad muy baja, como es el caso de los servicios de alcantarillado, cuyos precios han subido de manera muy gradual, a la zaga de los precios del total de los servicios (gráfico A).

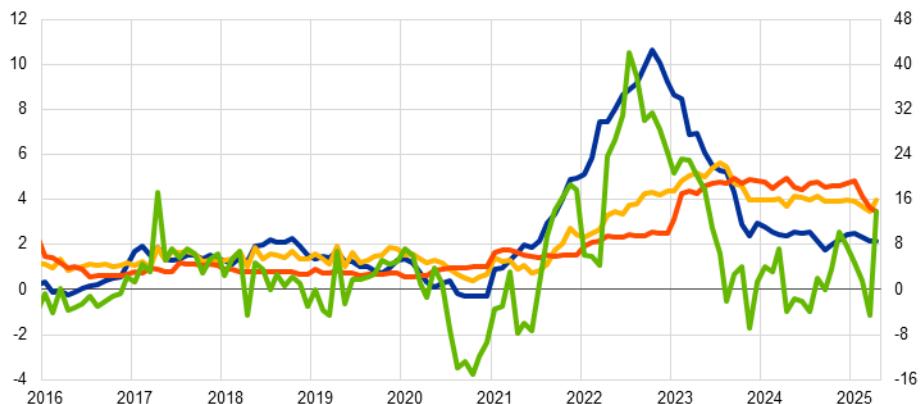
<sup>1</sup> Para obtener información sobre el papel de los costes energéticos y salariales en los precios de los servicios, véase el recuadro titulado «[Descomposición de la inflación medida por el IAPC en componentes sensibles a la energía y a los salarios](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2024.

## Gráfico A

### IAPC general, servicios y selección de componentes de servicios de la zona del euro

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Servicios
- Alcantarillado
- Transporte aéreo de pasajeros (escala derecha)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

**Las diferencias observadas en las tasas de inflación interanual de los diversos componentes de la inflación de los servicios se deben, en parte, a la distinta frecuencia con la que se producen las variaciones de precios durante el año.**

Por ejemplo, los precios del transporte aéreo de pasajeros son muy volátiles, y el índice de precios puede aumentar o disminuir más de un 10 % cada mes, dependiendo de la demanda asociada a los períodos vacacionales (panel a del gráfico B). En cambio, las variaciones de los precios de otras partidas, como alcantarillado, se concentran en determinados momentos del año (panel b del gráfico B). Cabe esperar que los precios de los servicios que experimentan cambios de precios menos frecuentes reaccionen con cierto retraso a perturbaciones generales de precios y costes. En estas dos categorías, y también más en general, las variaciones de precios han aumentado en los últimos años, pero siguen estando en línea con los patrones previos a la pandemia en cuanto a su ocurrencia dentro del año (es decir, se producen en los mismos meses, con fluctuaciones estacionales en el caso del transporte aéreo de pasajeros y registrando el cambio más acusado en enero en el caso de los servicios de alcantarillado).

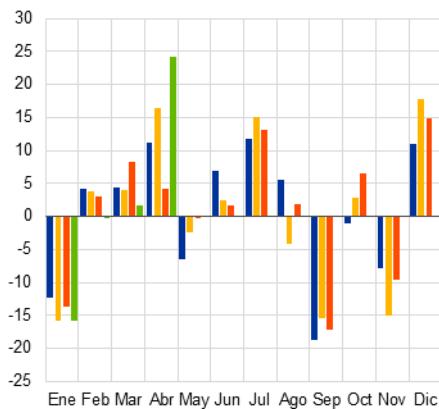
## Gráfico B

Variaciones intermensuales de los precios de una selección de partidas de servicios del IAPC

a) Transporte aéreo de pasajeros

(porcentajes)

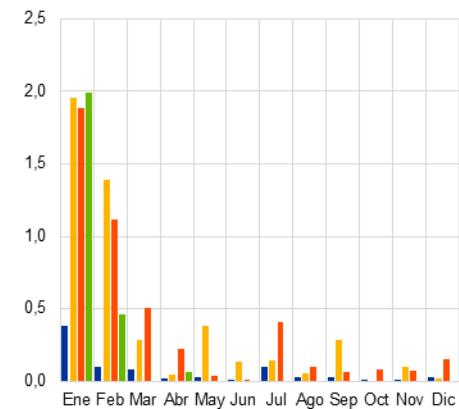
■ 2017-2019  
■ 2022  
■ 2024  
■ 2025



b) Alcantarillado

(porcentajes)

■ 2017-2019  
■ 2022  
■ 2024  
■ 2025



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «2017-2019» se refiere a la media de las tasas de variación intermensual en este período. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

**La escasa frecuencia de ajuste de los precios puede deberse a las relaciones a largo plazo entre vendedores y compradores, o al hecho de que los precios sean fijados directamente o estén muy influenciados por los Gobiernos.** La modificación de los precios puede resultar costosa, lo que hace que se ajusten con poca frecuencia, ya que la relación contractual entre el proveedor de servicios y el cliente es fija o se prolonga por un período de tiempo específico. Por ejemplo, los precios de los alquileres de vivienda o de los contratos de seguros de salud tienden a renovarse o a ajustarse anualmente. Los precios de los servicios no contractuales también pueden modificarse con poca frecuencia para preservar las relaciones a largo plazo entre vendedores y compradores, como ocurre con las reparaciones de electrodomésticos, equipos deportivos o de jardinería, servicios de corte de pelo, etc. Además, los precios de algunos servicios son fijados o están muy influenciados por los Gobiernos, como es el caso de los servicios «administrados». Por lo general, los precios de los servicios administrados se ajustan menos frecuentemente que los de los servicios no administrados<sup>2</sup>. Algunos ejemplos típicos son los servicios públicos (recogida de basuras y alcantarillado), la educación terciaria y los servicios de protección social (como el cuidado de menores). Dado que la clasificación de los precios administrados se establece a escala nacional, existen muchos servicios cuyos precios están administrados en algunos países, pero no en otros, lo que puede desdibujar en cierto modo el patrón de la zona del euro.

<sup>2</sup> Véase F. Fritzler, «[Administered Prices, Inflation and the Business Cycle – Selected Aspects](#)», *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Banco Central de Austria), número 1, 2011, pp. 41-57. Véase también el recuadro titulado «[Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC](#)», *Boletín Mensual*, mayo de 2007, BCE.

**En alrededor de una cuarta parte de las partidas de servicios, las variaciones de precios se concentran en uno o dos meses del año.** Los precios pueden cambiar en momentos diferentes en los distintos países, lo que significa que no es sencillo encontrar un patrón claro de ajuste de precios para el agregado de la zona del euro. El método empleado en este estudio se basa en las 39 subclases de servicios de la zona del euro de la clasificación del consumo individual por finalidad a nivel de cuatro dígitos (COICOP-4) en el período comprendido entre 2016 y 2024. Para cada subclase, se aplica el siguiente método de selección. En primer lugar, se calcula la tasa de variación intermensual de los precios para cada mes natural, utilizando índices de precios sin desestacionalizar. En segundo lugar, se calcula la variación media para cada mes natural de todos los años del período. En tercer lugar, se calcula la importancia relativa de cada mes, en porcentaje, con respecto a la variación total de los precios para todo el año. Para el segundo y tercer paso se usan valores absolutos, ya que permiten evaluar la magnitud relativa de todas las variaciones de precios, independientemente de la dirección del cambio. Por ejemplo, el porcentaje correspondiente a enero es la media de las variaciones intermensuales absolutas de los precios en el mes de enero para todos los años del período 2016-2024 dividida por la suma de las medias de todas las variaciones intermensuales absolutas de los precios durante el mismo período. En cuarto lugar, se identifican los meses naturales en los que: i) el porcentaje de una variación de precios en un solo mes es superior al 25 % o ii) el porcentaje combinado de los dos meses con los porcentajes más altos es superior al 35 % de la variación total a lo largo del período de la muestra. Por último, una subclase de servicios se asigna a la categoría «ajuste de precios anual» si cumple estos criterios y la variación intermensual de los precios para los meses naturales identificados es positiva, en promedio, entre 2016 y 2024<sup>3</sup>. Los umbrales se basan en juicios de valor, pero son relativamente elevados al suponer que, como mínimo, entre una cuarta y una tercera parte de la variación de un índice de precios se produce en solo uno o dos meses del año. Por ejemplo, los resultados muestran que el 48 % de la variación total absoluta de los precios de los servicios hospitalarios durante el período se produjo en el mes de enero de cada año (gráfico C)<sup>4</sup>. Con este método se identifican 16 subclases de servicios — alrededor del 25 % del total de los servicios (según ponderaciones de 2025) — que siguen un patrón de ajuste de precios anual. Alrededor de la mitad de las partidas cuyos precios se corrigen anualmente se incluyen en la categoría de precios administrados.

<sup>3</sup> Esta condición final garantiza que se excluyan las partidas que registran fuertes fluctuaciones estacionales de los precios (es decir, al alza en un mes y a la baja en otro debido a factores como los períodos vacacionales).

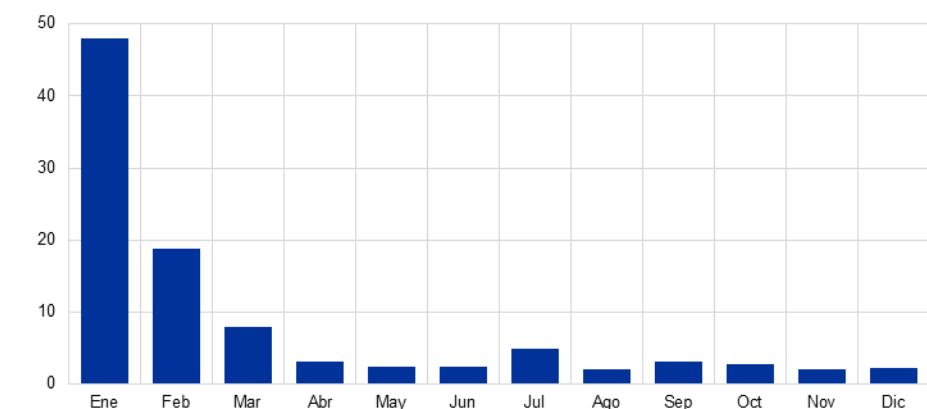
<sup>4</sup> Las partidas clasificadas en la categoría de «ajuste de precios anual» de acuerdo con la [clasificación COICOP a cuatro dígitos](#) son: 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(A), 044300(A), 044400, 063000(A), 073500(A), 081000(A), 100000(A), 124000(A), 125300, 125500, 126000, 127000, donde (A) señala una partida con precio administrado. La selección a escala de la zona del euro puede diferir de la selección en cada país.

### Gráfico C

#### Un ejemplo de ajuste de precios anual: servicios hospitalarios

##### Distribución de las variaciones del índice de precios en un año

(porcentajes de la variación de los precios en cada mes en relación con la variación en el conjunto del año, en promedio durante el período muestral 2016-2024)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

**En la mayoría de las partidas con un patrón de ajuste de precios anual, la variación del índice de precios se produce principalmente a principios de año.**

Para la mayoría de las 16 subclases incluidas en la categoría de revisión de precios anual, enero es el mes —o uno de los dos meses— en el que se registra la mayor proporción de la variación de precios del año. Hay algunas excepciones, por ejemplo, educación y comedores, en los que los precios cambian principalmente en torno al inicio del curso escolar. El patrón del transporte combinado de pasajeros se ve desdibujado por el impacto de la introducción del abono de transporte público en Alemania y las posteriores modificaciones de su precio. Dada la gran magnitud de este efecto, es preferible excluir el impacto de esta partida para entender mejor la dinámica subyacente de los precios de los servicios<sup>5</sup>.

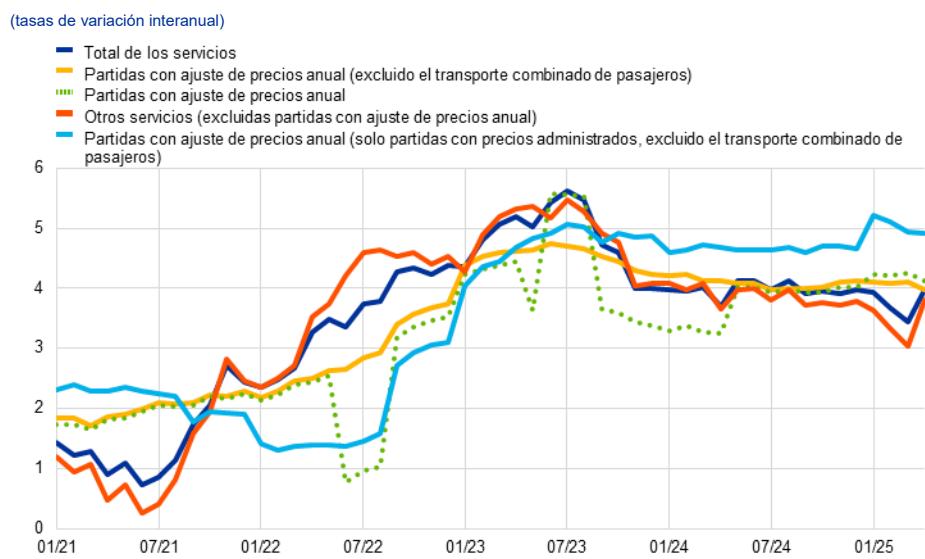
**Los componentes que muestran un patrón de ajuste de precios anual han contribuido cada vez más a mantener la inflación de los servicios en niveles elevados.** Durante el repunte más reciente de la inflación, las tasas de inflación de las partidas que no tienen un patrón de ajuste de precios anual aumentaron antes y de forma más acusada que las de las partidas que siguen dicho patrón, especialmente en lo que respecta a los componentes con precios administrados (gráfico D). A medida que comenzaron a remitir las perturbaciones de subidas de costes, la inflación de las partidas que no tienen un patrón de ajuste de precios anual registró una disminución más notable, mientras que la tasa de variación de los precios de los componentes de servicios con ajuste anual (excluido el transporte combinado de pasajeros) osciló ligeramente por encima del 4 % en el segundo semestre de 2023 y en 2024. La tasa de inflación de las partidas con un patrón de ajuste de precios anual ha sido algo superior a la de los servicios sin dicho patrón

<sup>5</sup> En el verano de 2022 se introdujo un abono de transporte subvencionado en Alemania por un período de tres meses y después, en mayo de 2023, volvió a introducirse a un precio más elevado, con una nueva subida en enero de 2025. El precio de este abono pertenece a la categoría «transporte combinado de pasajeros» del IAPC y sus variaciones generaron grandes fluctuaciones en este índice, con efectos visibles en el índice de la zona del euro.

desde finales de 2023. Ello se debe sobre todo a la tasa de inflación especialmente alta de las partidas con precios administrados incluidas en el grupo de ajuste de precios anual.

#### Gráfico D

#### Partidas de servicios del IAPC con un patrón de ajuste de precios anual



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Sobre la base de la clasificación COICOP-4. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

**A principios de 2025, las partidas que se corrigen anualmente siguieron siendo un importante factor determinante de la persistencia de la inflación de los servicios.** Dado que los cambios en los precios de las partidas con patrón de ajuste anual se producen predominantemente en enero, las variaciones intermensuales registradas en enero ofrecen información útil sobre la evolución de la inflación interanual. En enero de 2025, las partidas con ajuste anual de precios administrados registraron el mayor incremento intermensual, que incluso superó el observado hace un año. En cambio, las variaciones de las partidas con patrón de ajuste anual de precios no administrados fueron menores que en el año anterior (gráfico E). La tasa de inflación de las partidas de servicios sin patrón de ajuste de precios también ha disminuido visiblemente a partir de enero de 2025. Sin embargo, parte de la caída registrada en marzo y del repunte de abril se debe a las distintas fechas de Semana Santa en 2024 y 2025. Conviene realizar un estrecho seguimiento de la disociación entre la tasa de variación de los precios administrados y la inflación de los servicios en su conjunto, ya que los modelos de previsión no pueden captar adecuadamente los determinantes de la dinámica de precios de estos servicios, que con frecuencia están muy relacionados con consideraciones fiscales.

## Gráfico E

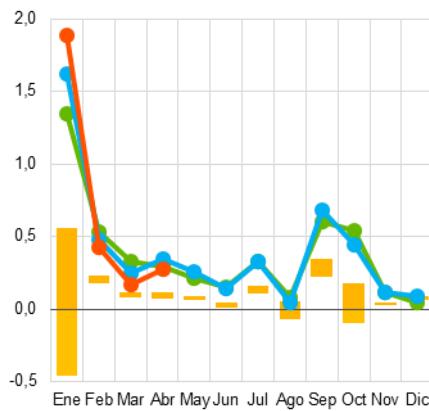
### Variaciones intermensuales de los precios de partidas con un patrón de ajuste de precios anual

(tasas de variación del índice sin desestacionalizar)

#### a) Precios administrados con ajuste de precios anual

(porcentajes)

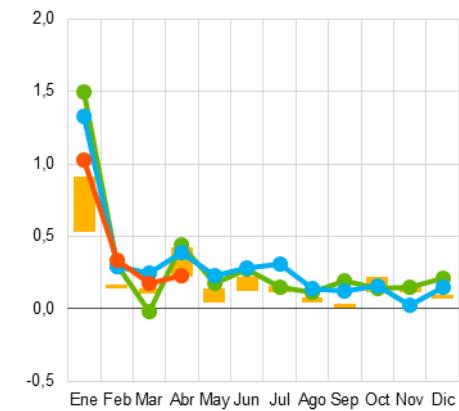
- Intervalo (2016-2019)
- 2023
- 2024
- 2025



#### b) Otras partidas con ajuste de precios anual

(porcentajes)

- Intervalo (2016-2019)
- 2023
- 2024
- 2025



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los agregados se basan en la agregación encadenada de los componentes. Los precios administrados excluyen el transporte combinado de pasajeros. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

### En conclusión, se espera que la desinflación de los servicios se vea respaldada por la normalización de los patrones de ajuste de precios anual.

Aunque la inflación de las partidas que siguen un patrón de ajuste de precios, en especial aquellas con precios administrados, sigue siendo persistente, actualmente ya se habría completado la mayor parte del ajuste retardado a perturbaciones pasadas. Por tanto, en el futuro las correcciones de los precios deberían ser menores y estar más en línea con las tendencias de la inflación general.

## 5

### Mayor comovimiento entre la volatilidad en los mercados financieros y la incertidumbre sobre las políticas económicas

Giulia Martorana y Jakub Mistak

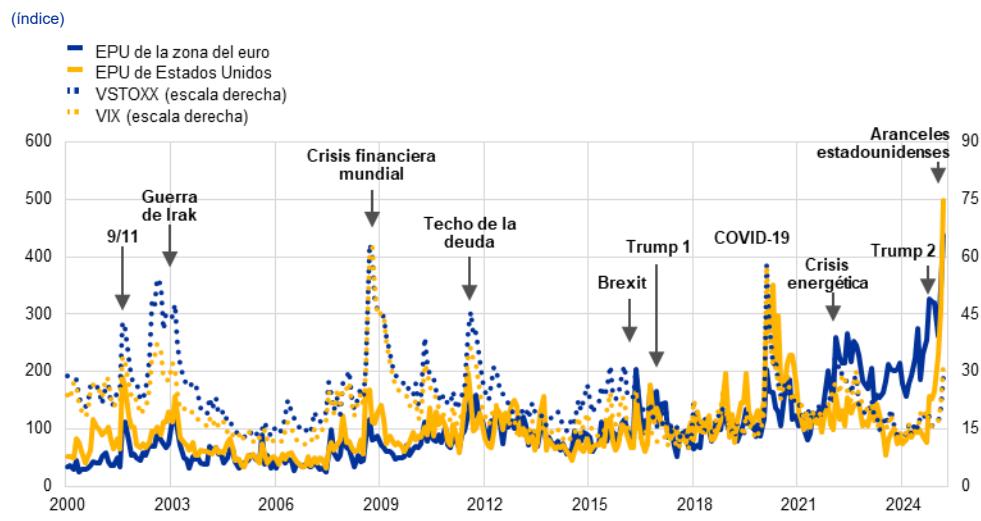
**Después de que la Administración de Estados Unidos anunciase aranceles el 2 de abril, la volatilidad en los mercados financieros registró un fuerte aumento desde los reducidos niveles registrados anteriormente, alineándose más con el acusado incremento de la incertidumbre sobre las políticas económicas observado desde el otoño del año pasado.** El gráfico A muestra las medidas de la volatilidad en los mercados financieros de la zona del euro (índice VSTOXX) y de Estados Unidos (índice VIX), así como los correspondientes índices de incertidumbre sobre las políticas económicas (EPU, por sus siglas en inglés). Los índices EPU son medidas de la incertidumbre sobre las políticas económicas que se basan en noticias y que han adquirido más popularidad por su capacidad de captar los principales acontecimientos económicos y políticos<sup>1</sup>. Desde el pasado otoño, estos índices han repuntado a ambos lados del Atlántico y esta tendencia al alza ha continuado en 2025, en un contexto de persistentes riesgos geopolíticos y de creciente incertidumbre en torno a las políticas arancelarias. En cambio, la volatilidad en los mercados financieros, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, se mantuvo relativamente contenida hasta marzo como consecuencia del intenso dinamismo de los mercados de renta variable. Sin embargo, tanto el índice VIX como el VSTOXX registraron fuertes incrementos tras las ventas masivas que se produjeron en los mercados bursátiles provocadas por el anuncio de los aranceles estadounidenses del 2 de abril.

---

<sup>1</sup> Para más información sobre la metodología para elaborar el índice EPU, véase S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre de 2016, pp. 1593-1636.

## Gráfico A

### Volatilidad en los mercados financieros e índices EPU de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Baker, Bloom y Davis, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El índice EPU de Estados Unidos se estima en Baker, Bloom y Davis, mientras que el EPU de la zona del euro se calcula como la media ponderada por el PIB de los índices EPU de Alemania, Francia, Italia y España elaborados por los mismos autores. Ambos indicadores se normalizan para tener una media de 100 entre enero de 2000 y la última observación. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

#### Desde un punto de vista histórico, los índices EPU y las medidas de la volatilidad en los mercados financieros han mostrado un comovimiento estrecho, aunque su evolución ha divergido en ocasiones y entre países.

Históricamente, se ha producido una desconexión entre los índices EPU y la volatilidad en los mercados financieros tras acontecimientos significativos tales como las elecciones presidenciales estadounidenses de 2016, el referéndum sobre el Brexit en el Reino Unido y la reciente crisis energética. Esto ha generado un gran volumen de estudios de investigación que han ofrecido diversas interpretaciones de la tímida reacción de la volatilidad en los mercados financieros ante cambios en la incertidumbre sobre las políticas. Entre los factores explicativos se incluyen, por ejemplo, el deterioro de la calidad de las señales políticas, la diferencia de opiniones entre los inversores y el papel de las condiciones económicas favorables<sup>2</sup>.

**El reciente aumento del índice EPU de la zona del euro refleja la intensificación de la tendencia al alza observada durante varios años.** Desde 2021, las fluctuaciones del índice EPU de la zona del euro han sido heterogéneas en los distintos países, y los indicadores correspondientes a Alemania y a Francia se han mantenido sistemáticamente por encima de sus medias históricas<sup>3</sup>. Sorprende en particular la tendencia alcista del índice EPU alemán, que alcanzó máximos históricos en abril de 2025 cuando la Administración de Estados Unidos

<sup>2</sup> Véanse J. Białkowski, H. D. Dang y X. Wei, «High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?», *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n.º 3, marzo de 2022, pp. 1185-1208; B. Dumas, A. Kurshev y R. Uppal, «Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility», *The Journal of Finance*, vol. 64, n.º 2, abril de 2009, pp. 579-629, y L. Pástor y P. Veronesi, «Political uncertainty and risk premia», *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n.º 3, diciembre de 2013, pp. 520-545.

<sup>3</sup> Para consultar información sobre los índices EPU de las cuatro grandes economías de la zona del euro, véase Baker, Bloom y Davis, *op. cit.*

anunció los aranceles (panel a del gráfico B). Por este motivo, y por razones de disponibilidad de datos, el análisis realizado en este recuadro se centra en Alemania. Para reproducir el EPU del país germano se utiliza una base de datos de artículos de prensa<sup>4</sup>. En concreto, el índice replicado se basa en una base de datos de 1.857.207 artículos de prensa alemanes que abarcan el período comprendido entre enero de 2000 y abril de 2025 y sigue de cerca el índice EPU original. Si se representa junto al índice de volatilidad bursátil alemán (VDAX), es evidente que la desconexión entre los dos indicadores observada desde el otoño del año pasado y en los tres primeros meses de 2025 muestra una intensificación de la tendencia registrada a lo largo de varios años. Esta divergencia persistió hasta principios de abril, cuando el VDAX, tras un acusado repunte que coincidió con las ventas masivas en los mercados internacionales de renta variable, se alineó con el anterior aumento del índice EPU.

---

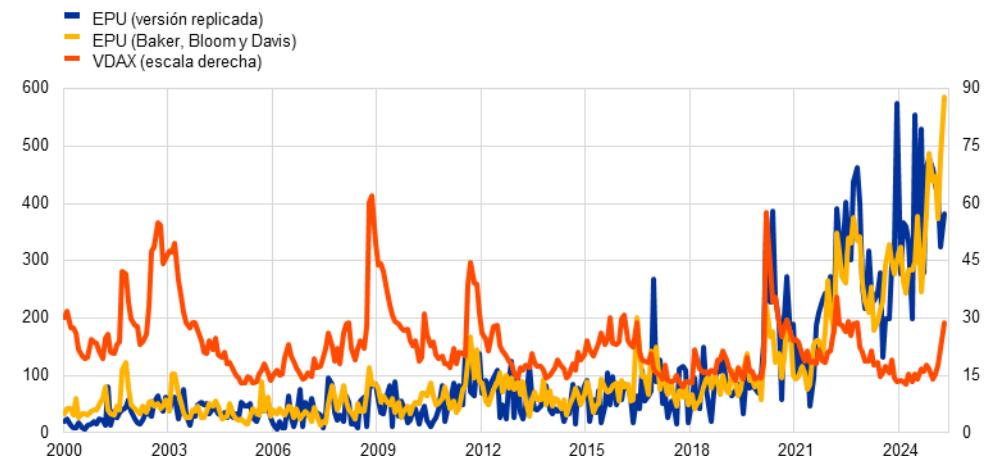
<sup>4</sup> La metodología utilizada para replicar el índice EPU alemán se basa en Baker, Bloom y Davis, *op. cit.* El indicador está normalizado por la fuente del periódico y reescalado por el número de artículos al mes.

## Gráfico B

### Índice EPU y categorías de incertidumbre

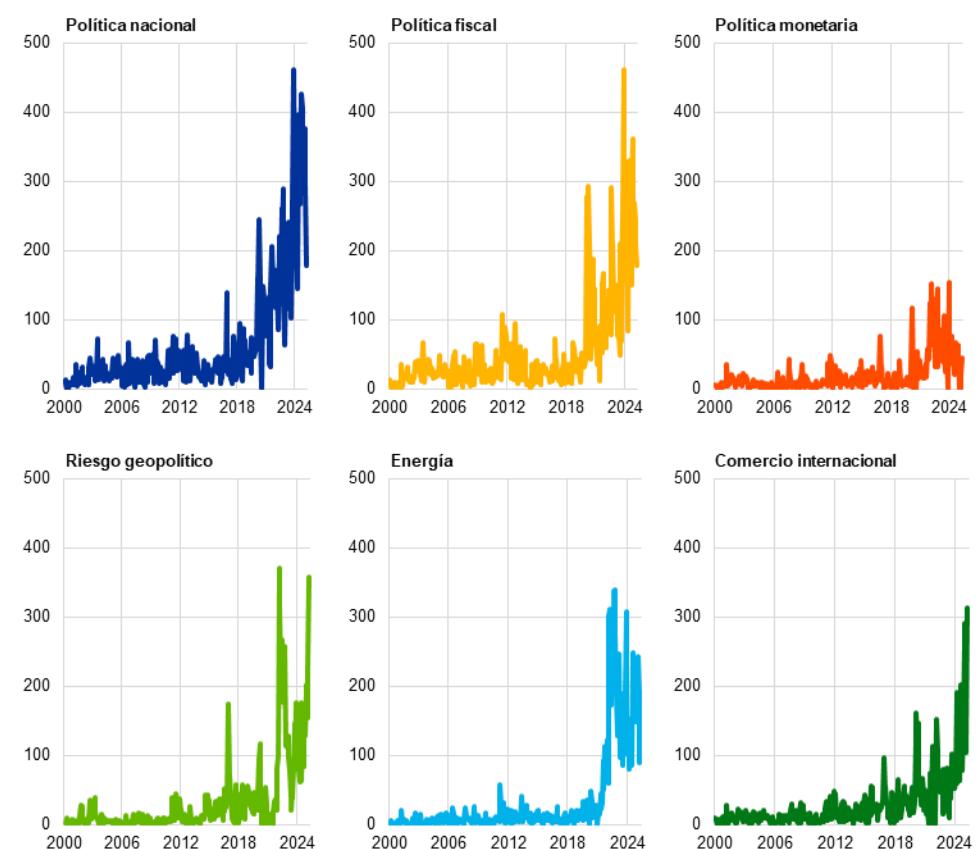
#### a) Índice EPU y volatilidad implícita en el mercado en Alemania

(índice)



#### b) Índice EPU alemán por tema

(índice)



Fuentes: Factiva de Dow Jones y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a se compara el índice EPU original de Baker, Bloom y Davis y su versión replicada con el VDAX. El panel b muestra la descomposición de los temas extraídos del Índice EPU replicado utilizando un LLM. Cada artículo puede asignarse a varias categorías. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

**En un análisis temático de artículos de prensa en el que se utiliza un modelo de lenguaje de gran tamaño (LLM, por sus siglas en inglés) se identifican las incertidumbres a escala nacional y mundial como factores que explican el reciente repunte del EPU alemán.** El análisis aprovecha la flexibilidad y la comprensión contextual de los LLM para extraer diferentes temas económicos que determinan la evolución del índice EPU de Alemania. En concreto, se utiliza el modelo GPT-4o de OpenAI para identificar múltiples temas dentro de cada artículo de prensa<sup>5</sup>. En el panel b del gráfico B figuran las seis categorías de incertidumbre identificadas. Entre los principales determinantes del aumento del EPU germano se incluyen la incertidumbre interna —en particular la relacionada con la política nacional y la política fiscal— y la incertidumbre mundial, reflejada en las categorías de riesgo geopolítico, energía y, más recientemente, comercio. El incremento de la incertidumbre sobre la política nacional y la política fiscal refleja cuestiones internas, como la evolución de la economía real, la política industrial, el presupuesto fiscal, la dinámica de la coalición política y las elecciones. Entretanto, el riesgo geopolítico se intensificó tras la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia y durante la escalada del conflicto en Gaza. La incertidumbre relacionada con la energía también creció notablemente a raíz de la invasión rusa de Ucrania, amplificada por la fuerte dependencia del gas ruso por parte de Alemania en aquel momento. La incertidumbre sobre la política monetaria aumentó en consonancia con las tendencias de inflación posteriores a la pandemia, como se refleja en diversos indicadores de mercado. Por último, la incertidumbre sobre el comercio internacional engloba acontecimientos y perturbaciones significativos, como el Brexit, las elecciones presidenciales en Estados Unidos de 2016, la pandemia de COVID-19 y la evolución reciente de la política arancelaria estadounidense, factores que pusieron a prueba la capacidad de resistencia de las cadenas globales de suministro.

**Un análisis empírico formal puede ayudar a entender la evolución reciente, incluido el comportamiento tras el anuncio de los aranceles por parte de Estados Unidos el 2 de abril, cuando el acusado aumento de la volatilidad en los mercados financieros se alineó con los niveles persistentemente elevados de incertidumbre acerca de las políticas, en un contexto de ventas masivas en los mercados bursátiles.** A partir de la literatura relativa a Estados Unidos, en este recuadro se examina si la relación entre la volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU de Alemania se ha visto afectada por el dinamismo del mercado de renta variable, definido como el número de meses con rentabilidades positivas en el índice bursátil durante un período dado. Concretamente, el análisis empírico modeliza la volatilidad implícita ( $\log(VDAX_t)$ ) como una función de las categorías del EPU identificadas<sup>6</sup>. En el gráfico C se presentan los efectos marginales del aumento en las seis categorías de incertidumbre sobre la volatilidad implícita en el

<sup>5</sup> Para información sobre el uso de LLM con el fin de extraer categorías de incertidumbre, véase F. Audrino, J. Gentner y S. Stalder, «[Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models](#)», *SNB Working Papers*, n.º 12/2024, Banco Nacional de Suiza, octubre de 2024.

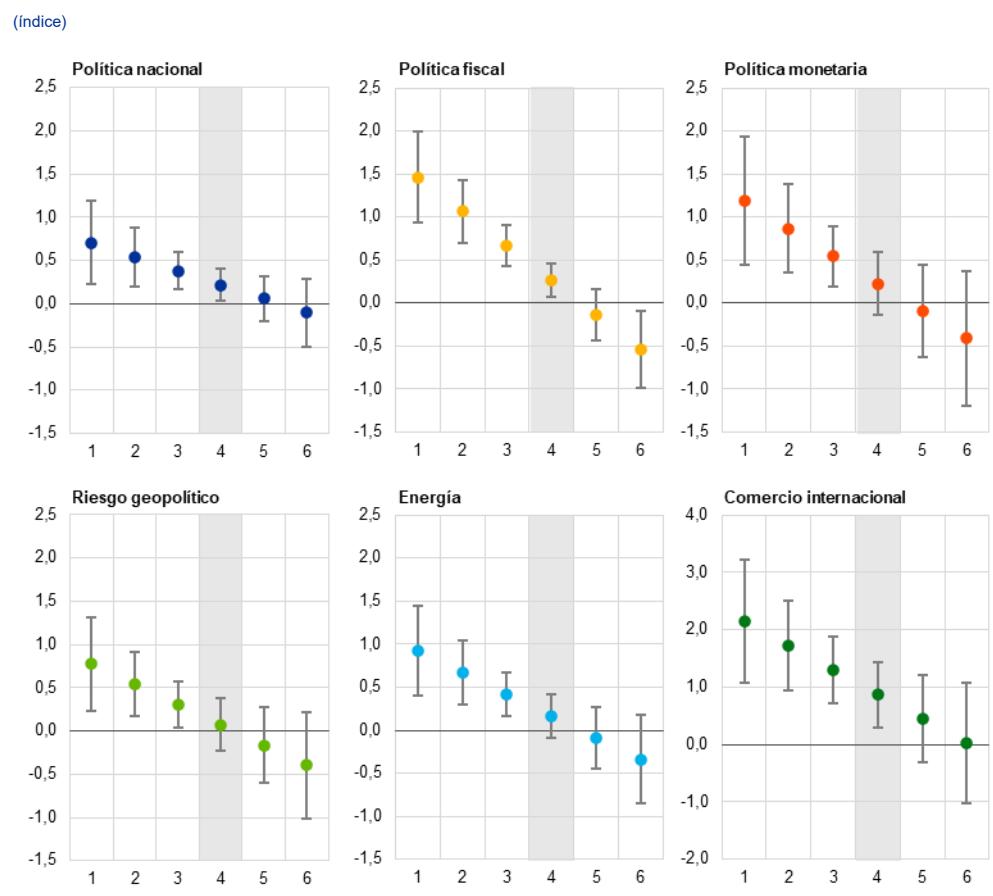
<sup>6</sup> El enfoque empírico se basa en Bialkowski, Dang y Wei, *op. cit.* Se controla por el logaritmo de la rentabilidad diaria del mercado bursátil ( $\log(r_t)$ ), el logaritmo de la volatilidad observada de 30 días ( $\log(V_t)$ ) y una aproximación (*proxy*) del dinamismo del mercado de renta variable calculado como el número de meses con rentabilidades positivas del índice DAX durante los seis meses anteriores ( $PM_t$ ). La especificación de la regresión puede resumirse de la siguiente manera:

$$\log(VDAX_t) = \beta_0 + \beta_1 PM_t + \beta_2 (PM_t \cdot EPU_{i,t}) + \beta_3 EPU_{i,t} + \beta_4 r_t + \beta_5 \log(V_t) + \beta_6 \text{Trend}_t + \varepsilon_t$$

mercado bursátil, condicionados a la evolución del mercado de renta variable. En los seis meses transcurridos hasta abril de 2025, el mercado de renta variable registró cuatro meses de rentabilidades positivas (señalados por las columnas grises de los paneles).

### Gráfico C

Efectos marginales de las categorías del índice EPU en la volatilidad en los mercados financieros



Fuentes: Facta de Dow Jones y cálculos del BCE.

Notas: En los paneles se representan los coeficientes marginales de un aumento de las categorías del EPU alemán sobre  $\log(VDAX_t)$ , condicionados a diferentes niveles del número de meses de rentabilidades positivas en los seis meses anteriores, utilizando observaciones diarias que abarcan el período muestral comprendido entre el 2 de enero de 2000 y el 16 de abril de 2025. En cuanto a la incertidumbre sobre las políticas comerciales, la muestra está limitada a 2015-2025. En los seis meses transcurridos hasta abril de 2025, se registraron cuatro meses de rentabilidades positivas (señalados por las columnas grises de los paneles). Las líneas verticales de color gris representan intervalos de confianza del 95 %. Las últimas observaciones corresponden al 16 de abril de 2025.

**Los resultados indican que es más probable que se produzca una desconexión entre la volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU cuando el dinamismo del mercado de renta variable es intenso. Por el contrario, es más probable que exista un comovimiento cuando ese dinamismo es débil.** Estos resultados se mantienen en las distintas categorías y son robustos para diversas especificaciones. Este patrón es coherente con la creciente desconexión entre la volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU observada en los seis meses transcurridos hasta febrero de 2025, un período de dinamismo particularmente intenso en los mercados de renta variable. De igual modo, las mismas conclusiones explican también el mayor comovimiento entre la

volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU tras el anuncio de aranceles que realizó Estados Unidos el 2 de abril. Durante este episodio, el fuerte incremento de la volatilidad se alineó con la incertidumbre persistentemente alta sobre las políticas en un contexto de ventas masivas en los mercados bursátiles. Una posible interpretación de estos resultados es que la incertidumbre acerca de las políticas exige una prima de riesgo mayor durante períodos de peor comportamiento de los mercados bursátiles, en especial cuando se percibe que la incertidumbre tiene implicaciones importantes para los resultados económicos.

## Determinantes de las expectativas de inflación de las empresas encuestadas en la SAFE

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia y Judit Rariga

**En este recuadro se analiza la formación de las expectativas de inflación de la zona del euro recogidas en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés).** Desde junio de 2023, la SAFE recoge información sobre las expectativas de inflación de la zona del euro a un año, a tres años y a cinco años vista<sup>1</sup>. Desde marzo de 2024 también refleja la incertidumbre de las empresas sobre sus expectativas de inflación a cinco años.

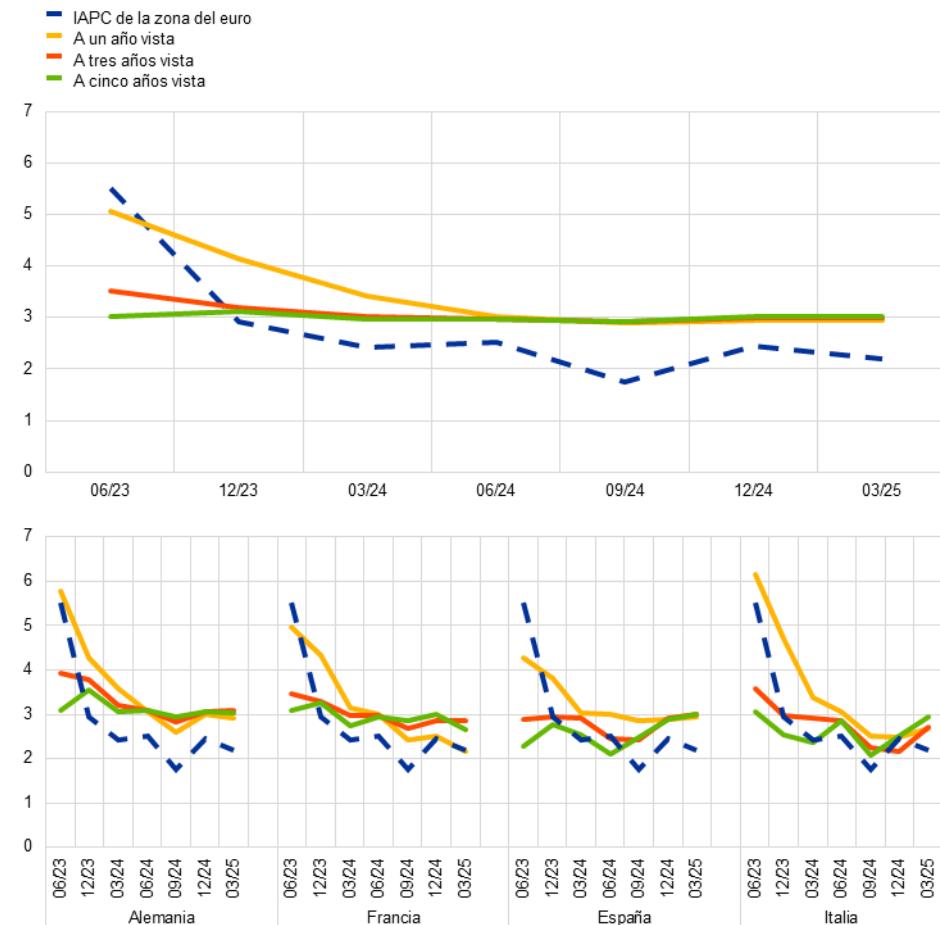
**Las expectativas de inflación a corto plazo de las empresas son más volátiles, también en los distintos países, que las expectativas a medio y largo plazo, que son bastante estables a lo largo del tiempo (gráfico A).** En junio de 2023, la mediana de las expectativas de inflación a un año vista de las empresas se situaba en torno al 5 %, lo que reflejaba la persistencia de una inflación elevada en ese momento. La tasa mediana de la inflación esperada fue disminuyendo de forma gradual hasta registrar un valor cercano al 3 % en el horizonte a un año, y la dinámica de las expectativas de inflación a corto plazo ha evolucionado, en general, en línea con la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Sin embargo, persiste la heterogeneidad entre países. Las expectativas de inflación a tres y a cinco años de las empresas son bastante estables y se sitúan en el 3 %.

<sup>1</sup> Para más información sobre la SAFE, véase el artículo titulado «*The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations*», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2024. Tras dos ediciones piloto, la SAFE pasó a realizarse con carácter trimestral en marzo de 2024.

## Gráfico A

### Expectativas de inflación según la SAFE

(porcentajes anuales)



Fuentes: SAFE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico se muestra la mediana ponderada por la encuesta de las expectativas de las empresas de la zona del euro sobre la inflación en la zona a uno, tres y cinco años vista. Las estadísticas se calculan después de eliminar los percentiles 1 y 99 de cada país. Los datos trimestrales de la SAFE corresponden a las ediciones 30-34 (enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025), y los datos semestrales a ediciones anteriores. El IAPC de la zona del euro se refiere a la tasa de crecimiento interanual del IAPC en la zona del euro.

**Las expectativas de inflación se ven influidas por las características de las empresas, por el sector y por el país en el que operan en todos los horizontes temporales, al tiempo que la correlación con la inflación observada de la zona del euro es más elevada en el horizonte a corto plazo (gráfico B).** Un análisis de regresión ayuda a identificar los principales determinantes de las expectativas de inflación. Se consideran factores tales como la demografía de las empresas (edad, tamaño, condición de exportadora, estructura de propiedad y tendencias de facturación pasadas), las decisiones de negocio futuras relacionadas con la inversión, el empleo y la facturación, y las tasas de inflación de la zona del euro, así como el sector y el país en el que operan<sup>2</sup>. Los factores específicos de las empresas tienen por objeto captar sus fundamentos y servir de aproximación del nivel de

<sup>2</sup> Estos factores son comunes a varios estudios. Véase, por ejemplo, M. Bryan, B. Meyer y N. Parker, «The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?», FRB Atlanta Working Paper, n.º 2014-27, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2015.

información de que disponen, mientras que los efectos fijos de sector y país explican el entorno macroeconómico más amplio que influye en la empresa<sup>3</sup>.

**El análisis revela que las empresas más pequeñas, más jóvenes y no exportadoras, junto con las de los sectores de servicios y de construcción, tienden a esperar tasas de inflación más altas a un año, a tres años y a cinco años vista.** Es probable que esto esté relacionado con el hecho de que las pequeñas empresas suelen disponer de información limitada al formar sus expectativas y también están menos expuestas a los mercados internacionales<sup>4</sup>. Teniendo en cuenta todas las ediciones de la encuesta, entre los principales países, las empresas alemanas señalan expectativas de inflación más elevadas, en promedio, que las de otros países de la zona del euro. Además, las empresas de todos los países indican sistemáticamente una relación positiva con la inflación observada de la zona del euro en todos los horizontes temporales, siendo la intensidad de dicha relación mayor en el corto plazo.

---

<sup>3</sup> Estas características pueden incluir experiencias de inflación históricas compartidas, entornos de política fiscal, y normas culturales y de comportamiento, factores todos ellos que influyen en cómo las empresas de un mismo país responden de forma similar a posibles presiones inflacionistas y forman sus expectativas de inflación.

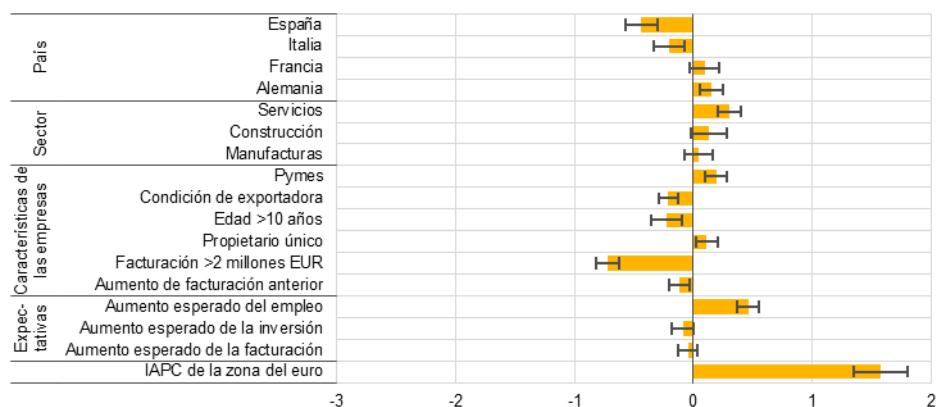
<sup>4</sup> Véase U. Baumann, A. Ferrando, D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko y T. Reinelt, «[SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#)», *Working Paper Series*, n.º 2949, BCE, Frankfurt am Main, 2024.

## Gráfico B

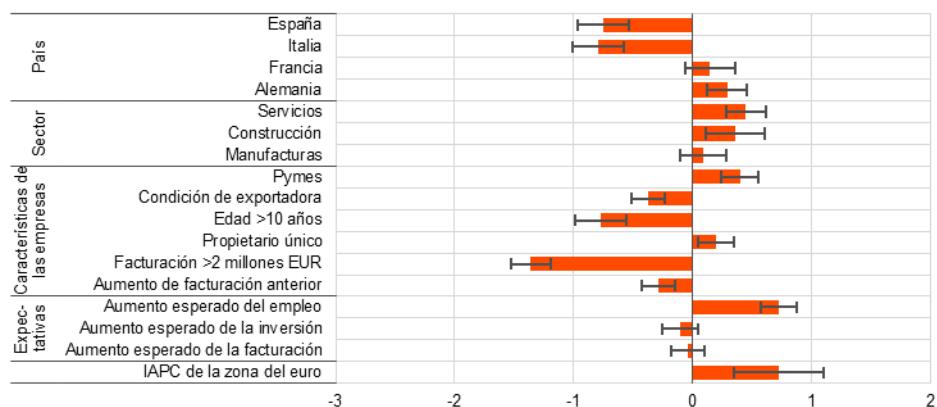
### Determinantes de las expectativas de inflación de las empresas en distintos horizontes temporales

(puntos porcentuales)

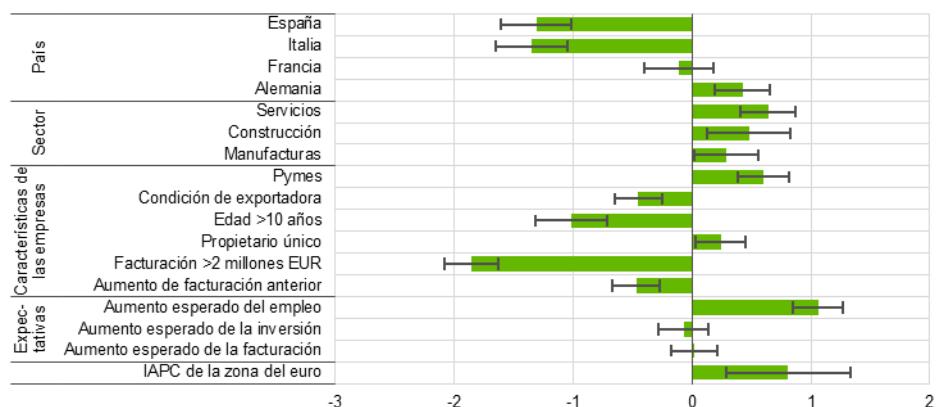
#### a) A un año vista



#### b) A tres años vista



#### c) A cinco años vista



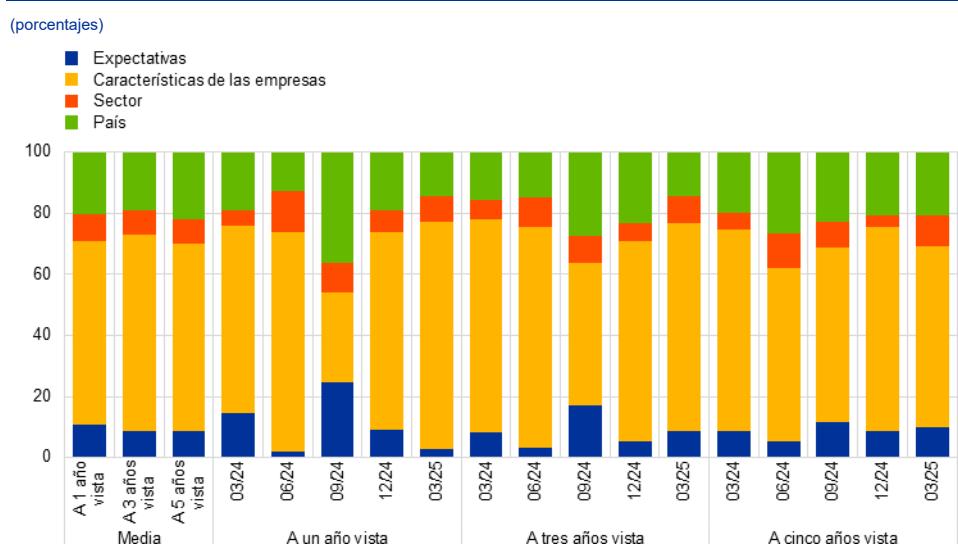
Fuentes: SAFE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra los coeficientes estimados obtenidos de las regresiones de las expectativas de inflación a uno, tres y cinco años vista para las variables explicativas indicadas en el eje de ordenadas. Todas estas variables explicativas están medidas como variables binarias, salvo el IAPC de la zona del euro. Las pymes son empresas con menos de 250 empleados y un 'aumento' señala una variable binaria igual a 1 si las empresas indican un incremento de un factor específico, y a 0 en caso contrario. Para la variable de país, la categoría omitida incluye todos los demás países de la zona del euro, mientras que para el sector, la categoría omitida es el comercio. El IAPC de la zona del euro es la tasa de crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo de la zona del euro. Las líneas acotadas horizontales muestran intervalos de confianza al 95 %. La estimación se basa en las ediciones 30-34 de la encuesta (datos trimestrales de enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025) y en los datos semestrales de ediciones anteriores.

**La mayor parte de la variación de las expectativas de inflación en todos los horizontes puede atribuirse a las características individuales de las empresas y, en segundo lugar, a factores específicos de cada país (gráfico C).** Otro paso en el análisis de las expectativas de inflación es determinar qué proporción de su variación puede imputarse a los factores identificados anteriormente<sup>5</sup>. En promedio, en los distintos horizontes y a lo largo del tiempo, las características de las empresas contribuyen a la mayor parte esta variación (62 %), mientras que el peso de los efectos fijos de país es del 21 %. Las expectativas sobre las decisiones de negocio futuras y el sector de actividad representan un porcentaje similar, con una contribución inferior al 10 % cada una. Si se examinan las tendencias a través de las distintas ediciones de la encuesta, se observa que, en septiembre de 2024, los efectos fijos de país y las expectativas sobre la inversión y el empleo habían aumentado temporalmente su influencia en las expectativas de inflación a corto y medio plazo. En cambio, la importancia relativa de los factores que influyen en las expectativas de inflación en horizontes más largos mostró una mayor estabilidad a lo largo del tiempo.

### Gráfico C

Principales determinantes de las expectativas de inflación de las empresas a lo largo del tiempo



Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra la descomposición de R cuadrado ajustado de las regresiones del gráfico B utilizando los valores de Shapley. Para una descripción de las variables, véanse las notas del gráfico B. Las estimaciones se basan en las ediciones 30-34 de la encuesta (datos trimestrales de enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025) y en los datos semestrales de ediciones anteriores.

**Desde principios de 2024, más de la mitad de las empresas de la zona del euro consideraban que la incertidumbre en torno a sus expectativas de inflación a cinco años apuntaba al alza (panel a del gráfico D).** En marzo de 2024 se comenzó a preguntar a las empresas si consideraban que los riesgos para las perspectivas de inflación a largo plazo estaban equilibrados u orientados al alza o a la baja con respecto a sus expectativas centrales. En la encuesta más reciente

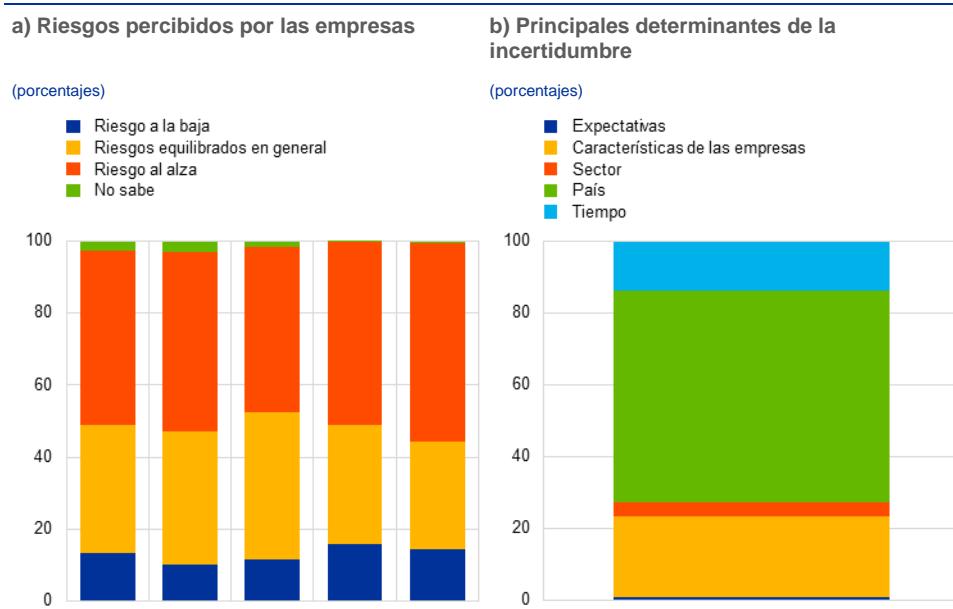
<sup>5</sup> Técnicamente, el método de Shapley-Owen se utiliza para medir la proporción de R cuadrado en los cuatro grupos de variables (características de las empresas, sector, país, expectativas sobre decisiones de negocio) incluidos en el análisis de regresión a nivel de empresa. El análisis a nivel de ediciones de la encuesta no permite estimar la contribución del IAPC de la zona del euro.

correspondiente al primer trimestre de 2025, el 30 % de las empresas manifestó que los riesgos para sus perspectivas de inflación a cinco años estaban equilibrados en general, mientras que más de la mitad identificó riesgos al alza y en torno al 14 % percibía que los riesgos estaban orientados a la baja.

**El nivel de incertidumbre sobre las perspectivas de inflación a largo plazo de las empresas se ve influido principalmente por el país en el que opera (panel b del gráfico D).** Es probable que los factores que influyen en las expectativas de inflación expliquen también el grado de varianza que las empresas asocian a sus expectativas<sup>6</sup>. Aplicando un enfoque similar al descrito anteriormente, se identifica el porcentaje de la variación en la incertidumbre atribuible a los distintos factores. Las características específicas de cada país explican la mayor parte de la variación total, seguidas de las características de las empresas. Este resultado pone de relieve, una vez más, la importancia que tiene la localización de una empresa en la formación de sus expectativas de inflación a largo plazo.

#### Gráfico D

Incertidumbre en torno a las expectativas de inflación a cinco años vista y factores que explican su variación



Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra porcentajes ponderados por la encuesta de la incertidumbre subjetiva de las empresas acerca de las perspectivas de inflación para los cinco próximos años. El panel b muestra la descomposición, utilizando los valores de Shapley, de R cuadrado ajustado de una regresión de la incertidumbre (una variable binaria igual a 1 si la empresa señala riesgos al alza en sus expectativas de inflación a cinco años vista) sobre las variables explicativas descritas en las notas del gráfico B. Las estimaciones se basan en las ediciones 30-34 de la encuesta (datos trimestrales de enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025).

**En conjunto, entender qué influye en las expectativas de inflación de las empresas es crucial para valorar de qué modo los cambios en su entorno de negocio podrían afectar a la formación de sus expectativas.** El análisis revela que, además de las características individuales de las empresas, los países en los

<sup>6</sup> Se encuentran modelos similares en Baumann *et al.*, *op. cit.*, y E. M. McClure, V. Yaremko, O. Coibion y Y. Gorodnichenko, «The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers», *Journal of Money, Credit and Banking*, de próxima publicación.

que operan desempeñan un papel significativo. Esto pone de relieve la importancia de los factores comunes de los países que llevan a las empresas a ajustar sus expectativas de inflación de manera similar.

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 5 de febrero y el 22 de abril de 2025

Samuel Bieber y Anne-Lise Nguyen

**Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2025.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 5 de febrero y el 22 de abril de 2025 (el «período de referencia»).

**El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo.** La provisión de liquidez descendió debido a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) tras la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones del PEPP al final de diciembre de 2024. La menor provisión de liquidez también refleja el vencimiento de la última operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) el 18 de diciembre de 2024, dado que esta operación siguió teniendo un impacto en las cifras medias correspondientes al período de referencia anterior. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso continuo de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron 69 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.354 mm de euros.** Esta disminución se debe a que los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron menos que los factores autónomos de inyección de liquidez (cuadro A). Las exigencias de reservas mínimas se incrementaron 3 mm de euros hasta un importe de 167 mm de euros, con un efecto marginal sobre la variación de las necesidades de liquidez agregadas.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron 61 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del incremento de los otros factores autónomos.** En promedio, los otros factores autónomos netos registraron un ascenso de 63 mm de euros, debido fundamentalmente al aumento de alrededor de 79 mm de euros en las cuentas de revalorización como consecuencia de la subida de los precios del oro (véase el párrafo siguiente sobre los factores autónomos de inyección de liquidez). Este aumento se vio compensado en parte por el descenso del capital y las reservas tras

las pérdidas registradas en 2024. Los depósitos de las Administraciones Públicas experimentaron una ligera reducción de 2 mm de euros y se situaron en 109 mm de euros. La disminución que se lleva observando en estos depósitos desde 2022 refleja la normalización de los colchones de efectivo que mantienen los Tesoros nacionales y los cambios en la remuneración de los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema, que han aumentado el atractivo financiero de la colocación de estos fondos en el mercado. El importe medio de los billetes en circulación permaneció inalterado en 1.569 mm de euros durante el período de referencia. La demanda de billetes continuó siendo bastante estable tras el máximo alcanzado en julio de 2022.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron 133 mm de euros, debido principalmente a que los activos exteriores netos registraron un aumento de 85 mm de euros.** El incremento de las tenencias de activos exteriores netos fue impulsado sobre todo por el alza de los precios del oro. Los activos netos denominados en euros aumentaron 48 mm de euros durante el período de referencia.

#### Cuadro A

##### Situación de liquidez del Eurosistema

###### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025						Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo período de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.801	(+61)	2.772	(+16)	2.825	(+53)	2.739	(+54)
Billetes en circulación	1.569	(-0)	1.567	(-10)	1.571	(+4)	1.569	(+7)
Depósitos de las AA. PP.	109	(-2)	119	(+12)	101	(-18)	111	(-7)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.122	(+63)	1.086	(+14)	1.152	(+67)	1.059	(+54)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	5	(-0)	6	(-1)	5	(-0)	6	(-1)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	167	(+3)	167	(+3)	166	(-0)	164	(+1)
<b>Facilidad de depósito</b>	2.825	(-92)	2.847	(-58)	2.807	(-40)	2.917	(-115)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Calculados como la suma de las cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, y capital y reservas.

2) Partida *pro memoria* que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

## Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025						Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
	Primer y segundo periodo de mantenimiento		Primer periodo de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo periodo de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo y octavo periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.613	(+133)	1.560	(+32)	1.657	(+97)	1.480	(+93)
Activos exteriores netos	1.256	(+85)	1.219	(+21)	1.286	(+67)	1.170	(+71)
Activos netos denominados en euros	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	4.185	(-162)	4.231	(-73)	4.146	(-84)	4.346	(-154)
Operaciones de mercado abierto	4.185	(-162)	4.231	(-73)	4.146	(-84)	4.346	(-154)
Operaciones de crédito	26	(-14)	27	(-2)	24	(-2)	40	(-37)
- OPF	9	(-1)	8	(-2)	10	(+2)	10	(+5)
- OFPML a tres meses	16	(+2)	18	(+1)	15	(-4)	14	(+5)
- Operaciones TLTRO III	0	(-16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(-46)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.159	(-147)	4.204	(-71)	4.122	(-82)	4.306	(-118)
Facilidad marginal de crédito	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación, «OFPML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025						Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
	Primer y segundo periodo de mantenimiento		Primer periodo de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo periodo de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo y octavo periodo de mantenimiento	
<b>Necesidades de liquidez agregadas<sup>1)</sup></b>	1.354	(-69)	1.378	(-14)	1.334	(-44)	1.423	(-39)
<b>Factores autónomos netos<sup>2)</sup></b>	1.188	(-72)	1.211	(-17)	1.168	(-44)	1.260	(-40)
<b>Exceso de liquidez<sup>3)</sup></b>	2.830	(-92)	2.852	(-59)	2.812	(-40)	2.923	(-116)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025				Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025			
	Primer periodo de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo periodo de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo periodo de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo periodo de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
OPF	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)
Facilidad marginal de crédito	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)
Facilidad de depósito	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)
€STR	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)
Índice RepoFunds Rate Euro	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.

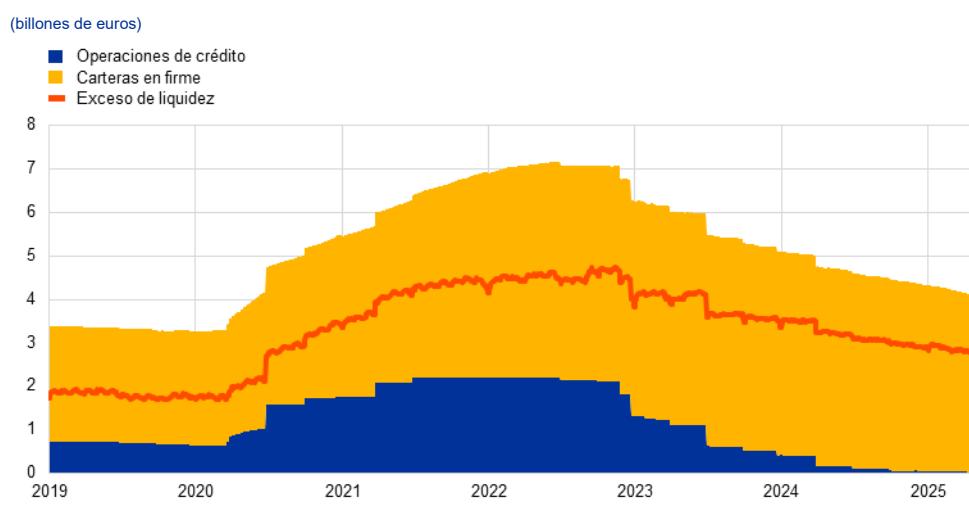
Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «€STR» se refiere al tipo a corto plazo del euro.

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 162 mm de euros, hasta un importe de 4.185 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** La reducción de la liquidez inyectada obedeció principalmente a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema y, en menor medida, de las operaciones de crédito.

### Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada diariamente a través de las operaciones de mercado abierto y del exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 22 de abril de 2025.

**La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de las carteras en firme experimentó un descenso de 147 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 4.159 mm de euros.** Este descenso se debió a que

siguieron venciendo los valores de las carteras del APP y del PEPP, sin que se realizaran reinversiones<sup>1</sup>.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 14 mm de euros, hasta los 26 mm de euros, durante el período de referencia.** Esta caída se debió en gran medida a la disminución de los saldos vivos de las TLTRO III tras el vencimiento de la última de estas operaciones el 18 de diciembre de 2024 (29 mm de euros). El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) registró un leve descenso de 1 mm de euros, hasta situarse en 9 mm de euros, mientras que el correspondiente a las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses experimentó un ligero incremento de 2 mm de euros y se situó en 16 mm de euros. La participación relativamente limitada de las entidades de crédito en estas operaciones regulares, pese a los reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO, refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez medio se redujo 92 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.830 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y de su recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario a través de instrumentos de política monetaria y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir sus reservas mínimas. Tras registrar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha estado disminuyendo de forma sostenida desde entonces.

## Evolución de los tipos de interés

**Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno decidió en dos ocasiones reducir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos —incluido el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—.** En consecuencia, los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito disminuyeron hasta el 2,25 %, el 2,40 % y el 2,65 %, respectivamente, con efectos a partir del día inmediatamente después del final del período de referencia.

**Durante el período de referencia, la evolución del tipo de interés medio a corto plazo del euro (€STR) reflejó las bajadas de los tipos de interés del BCE, al tiempo que mantuvo un diferencial negativo con respecto al tipo de la facilidad de depósito.** El €STR se situó, en promedio, 8,4 puntos básicos por debajo del tipo

<sup>1</sup> Los valores mantenidos en las carteras en firme se contabilizan a coste amortizado y se ajustan al final de cada trimestre, lo que tiene un impacto marginal en las variaciones de estas carteras.

de la facilidad de depósito durante el período considerado, manteniéndose sin variación con respecto al séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2024. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos del mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata.

**La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos *repo* también fue fluida e inmediata.** El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que al €STR. En promedio, el tipo *repo* se situó 1,3 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, mientras que fue 2,6 puntos básicos inferior en el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2024. La continua y gradual disminución del diferencial entre los tipos *repo* y el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja la creciente disponibilidad de activos de garantía como resultado del aumento de las emisiones netas, de la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento o el reembolso de las TLTRO y del descenso de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del APP y el PEPP. La mayor demanda por parte de inversores apalancados para financiar sus posiciones largas en bonos también contribuyó a la presión al alza sobre los tipos *repo*.