

## Recuadros

### 1 La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares

Adam Baumann, Luca Caprari, Georgi Kocharkov y Omiros Kouavas

**La confianza de los consumidores desempeña un papel importante como factor determinante de la actividad económica.** Los analistas y los responsables de formular las políticas realizan un atento seguimiento de los indicadores de confianza de los consumidores para que les ayude a evaluar la fortaleza de la economía, gracias a la disponibilidad oportuna de estos indicadores y su estrecha correlación con la actividad económica (Barsky y Sims, 2012; Dees y Brinca, 2013; Ludvigson, 2004). Estos indicadores suelen reflejar de forma sintética información relativa a la percepción de los consumidores sobre las condiciones económicas actuales y futuras, así como las expectativas sobre la situación financiera de los hogares y sus planes de gasto. En este recuadro se presenta un nuevo indicador de confianza de los consumidores (ICC, por sus siglas en inglés) obtenido de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), y se utilizan microdatos adicionales para analizar la relación entre dicha confianza y el gasto real a nivel de hogar.

**El indicador de confianza de los consumidores basado en la encuesta CES (CES CCI, por sus siglas en inglés) capta la percepción de los individuos sobre las condiciones económicas y sus perspectivas financieras.** En el indicador CES CCI se emplea una metodología muy similar a la utilizada en el tradicional indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea (EC CCI, por sus siglas en inglés), lo que garantiza la existencia de un marco robusto y normalizado para medir la confianza<sup>1</sup>. El indicador CES CCI se basa en cuatro preguntas cualitativas sobre la situación financiera personal pasada y futura de los participantes en la encuesta, sus expectativas de crecimiento económico agregado para los doce meses siguientes y su intención de realizar grandes compras en los doce meses siguientes<sup>2</sup>. Se asigna la misma ponderación a las respuestas de cada pregunta. Las puntuaciones ponderadas de las cuatro preguntas se agregan para calcular el valor del indicador a nivel individual. Posteriormente, se utiliza la suma ponderada por la población de todas las puntuaciones individuales de la confianza para obtener el valor del indicador. Una característica fundamental de esta

<sup>1</sup> Véase DG-ECFIN (2025), «The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide», Comisión Europea.

<sup>2</sup> En cuanto a su situación financiera pasada (en los doce meses anteriores) y futura (en los doce meses siguientes), los encuestados valoran su situación seleccionando una de las siguientes opciones: «Mucho peor», «Peor», «Igual», «Mejor» y «Mucho mejor», que se corresponden con las puntuaciones de -1, -0,5, 0, 0,5 y 1, respectivamente. De igual modo, para referirse a las expectativas sobre la economía agregada en los doce meses siguientes, los encuestados eligen entre «Contracción», «Sin variación» y «Crecimiento», opciones a las que se asigna una puntuación de -1, 0 y 1, respectivamente. Por último, los encuestados responden «Sí» o «No» a la intención de realizar grandes compras en los doce meses siguientes, lo que corresponde a una puntuación de -1 y de 1, respectivamente.

metodología es la capacidad para calcular, a partir de las observaciones a nivel individual de la encuesta, un indicador de confianza de los consumidores específico para cualquier grupo sociodemográfico. Además, la confianza de los consumidores puede descomponerse aditivamente en las contribuciones asociadas a cada uno de sus cuatro componentes. En consecuencia, el indicador también ofrece una visión tanto de las circunstancias financieras individuales como de las perspectivas económicas generales.

**La confianza de los consumidores se mantiene en terreno negativo en 2025<sup>3</sup>.**

El indicador CES CCI muestra una estrecha correlación con el tradicional EC CCI, como se observa en el panel a del gráfico A. Desde el mínimo registrado en octubre de 2022, el CES CCI ha aumentado 19 puntos; la confianza de los consumidores en términos agregados había mejorado ligeramente en la segunda mitad de 2024, pero posteriormente experimentó una caída en abril de 2025 y una recuperación parcial en mayo. Estas fluctuaciones ponen de relieve el carácter variable de la confianza de los consumidores en respuesta a los cambios en la situación económica.

**La confianza de los consumidores puede analizarse por quintil de renta y grado de competencias financieras.** Se observa una marcada diferencia en los niveles del indicador de confianza de los consumidores entre los hogares situados en el quintil de renta superior y los del quintil de renta inferior, como muestra el panel a del gráfico A. Esta disparidad puede explicarse por el hecho de que los participantes en la encuesta con rentas altas son más optimistas en las cuatro dimensiones que capta el indicador. La mayor parte de esa diferencia obedece a su relativo optimismo en términos de previsión de grandes compras (como ilustran también los paneles b y c del gráfico B). Otro factor diferencial de la confianza de los consumidores a nivel individual es el grado de competencias financieras (panel b del gráfico A). A este respecto, los encuestados con niveles más altos de competencias financieras expresan un nivel de confianza mayor en promedio, pero son también más sensibles a los cambios en las condiciones económicas (como durante la escalada de la inflación de 2022-2023).

---

<sup>3</sup> Este indicador se basa en saldos netos ponderados, lo que significa que los valores negativos indican un volumen mayor de respuestas negativas. El 0 del indicador CES CCI corresponde a la media histórica de -11 del indicador EC CCI. Por tanto, la curva del EC CCI se alinea con -11.

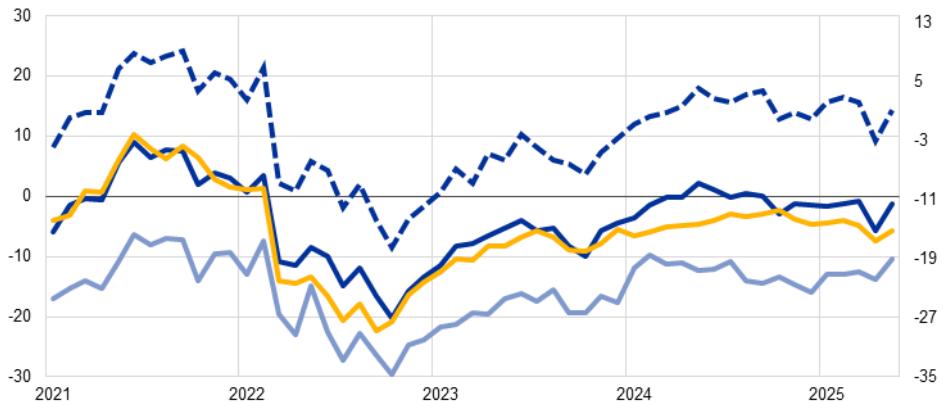
## Gráfico A

### Evolución del indicador de confianza de los consumidores

#### a) CES CCI y EC CCI para la zona del euro

(puntuación)

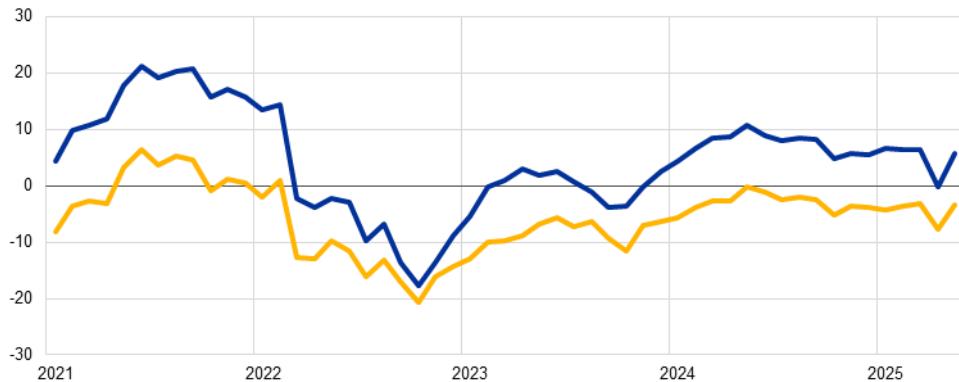
- CES CCI
- CES CCI, quintil superior
- CES CCI, quintil inferior
- CE CCI para la zona del euro (escala derecha)



#### b) CES CCI, por grado de competencias financieras

(puntuación)

- CES CCI, altas competencias financieras
- CES CCI, bajas competencias financieras



Fuentes: BCE (CES) y Comisión Europea.

Notas: En el panel a, la correlación entre los indicadores CES CCI y EC CCI es de 0,94. Los quintiles de renta se calculan a partir de la renta neta declarada del hogar, por país y edición de la encuesta. La alineación de los ejes entre los indicadores CES CCI y EC CCI se basa en sus medias de largo plazo aproximadas, lo que refleja diferencias en la elaboración de las puntuaciones para cada indicador. En el panel b se establecen dos grupos atendiendo al grado de competencias financieras: el compuesto por los encuestados con una puntuación de 4 en una escala de 0 a 4 en el test de competencias financieras de la encuesta CES (altas competencias financieras) y el de los que obtienen una puntuación inferior (bajas competencias financieras). Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

**La descomposición del indicador CES CCI en sus cuatro componentes muestra que las puntuaciones sobre las expectativas económicas agregadas y el consumo previsto son las que más varían a lo largo del tiempo.** La evolución de la confianza de los hogares está determinada fundamentalmente por las expectativas sobre la economía y la previsión de realizar grandes compras (panel a del gráfico B). Aunque las expectativas acerca de las condiciones económicas futuras influyen en todos los hogares, el consumo previsto desempeña un papel más relevante a la hora de captar la confianza de los hogares de renta alta (paneles b y c del gráfico B). En los últimos meses, la evolución ha estado asociada principalmente

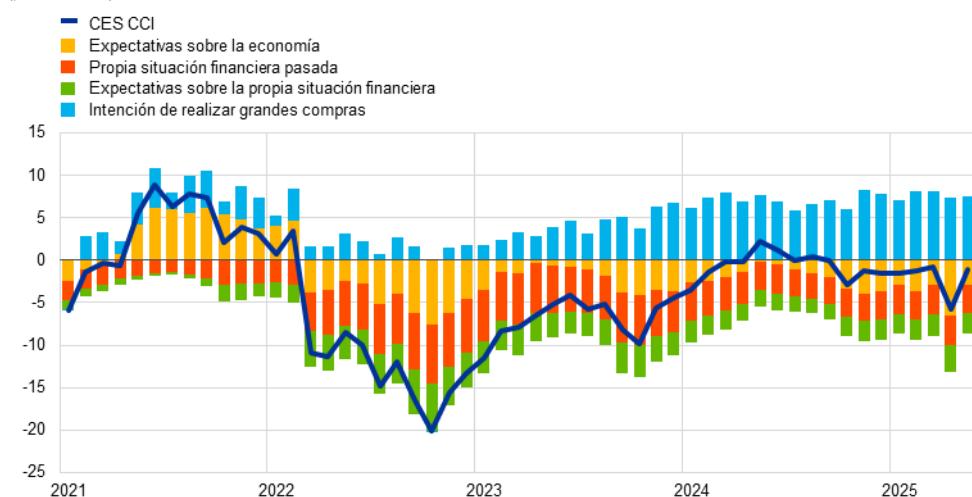
a la debilidad de las expectativas sobre la economía, y en abril de 2025 se observó una volatilidad intensa a raíz de las recientes tensiones comerciales.

### Gráfico B

#### Componentes del indicador CES CCI

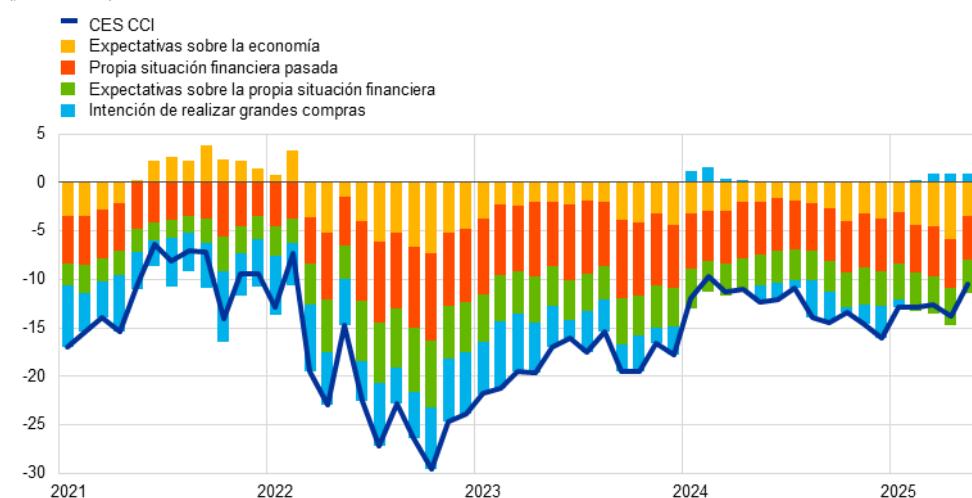
##### a) Descomposición del CES CCI en sus componentes

(puntuaciones)

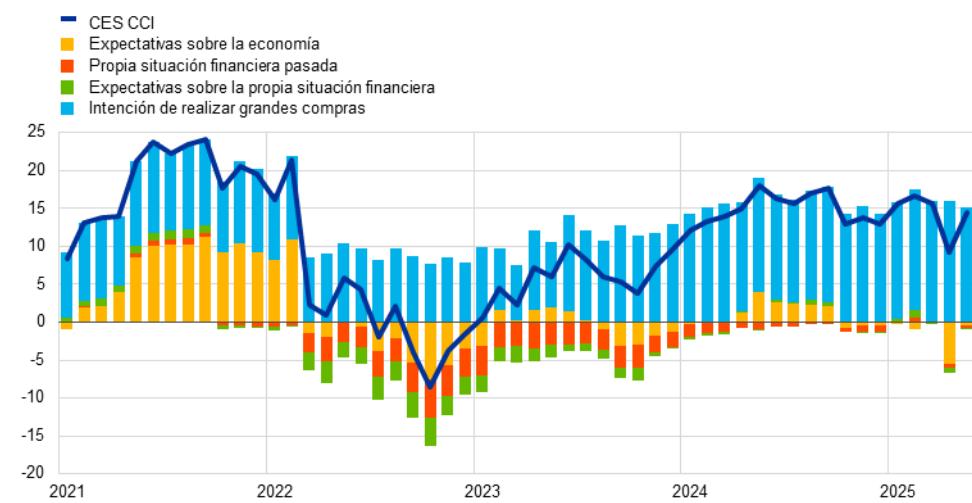


##### b) Descomposición del CES CCI para los hogares situados en el quintil de renta inferior

(puntuaciones)



c) Descomposición del CES CCI para los hogares situados en el quintil de renta superior (puntuaciones)



Fuente: BCE (CES).

Notas: El indicador CES CCI se calcula a partir de las respuestas individuales de la encuesta. La puntuación agregada del CES CCI es la media ponderada de las puntuaciones individuales. El indicador puede descomponerse en las cuatro preguntas en las que se basa. A efectos de la descomposición, cada una de estas preguntas se divide por cuatro para obtener los valores ya ponderados. En los paneles b y c, los quintiles de renta se calculan sobre la base de la renta neta declarada del hogar, por país y edición de la encuesta. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

**La confianza de los consumidores a nivel individual está estrechamente relacionada con el consumo real de los hogares.** Una característica singular de la encuesta CES es que permite comprender de qué forma está relacionada la confianza de los consumidores a nivel individual con el consumo total declarado por cada hogar, que se mide a través de una secuencia de preguntas de periodicidad trimestral en la encuesta. A diferencia del estudio que se presenta en Barsky y Sims (2012), el indicador CES CCI se basa en datos individuales. En la parte izquierda del panel a del gráfico C se muestra la relación entre el crecimiento del consumo total individual y los cambios en la confianza de los consumidores a nivel individual por quintil de renta, controlando por una serie de características de los individuos. En promedio, una variación de diez puntos en la puntuación del CES CCI a nivel individual se asocia a una variación del 1,2 % del consumo individual. Además, la variación del consumo de los hogares situados en el quintil de renta superior se eleva hasta aproximadamente el 1,6 % ante un aumento de la confianza de igual magnitud. Como se observa en la parte derecha del panel a del gráfico C, la relación positiva entre los cambios en la confianza y el crecimiento del consumo obedece casi íntegramente al componente discrecional del consumo total<sup>4</sup>. El peso de este componente en el consumo total es también mayor en el caso de los hogares de renta alta. Este resultado coincide con conclusiones recientes sobre el gasto en consumo no esencial (Andreolli *et al.*, 2024), que es más procíclico y representa un porcentaje mayor de la cesta de consumo de los hogares en ese tramo de renta.

**La evolución reciente de la confianza de los consumidores, sobre todo de los hogares en el quintil de renta superior, apunta, en general, a un crecimiento**

<sup>4</sup> El consumo se divide en dos grupos: 1) discrecional y 2) de primera necesidad. El consumo discrecional incluye el gasto en ocio, turismo y viajes, restauración, artículos del hogar de mayor tamaño, bienes de lujo y compra de automóviles, mientras que el consumo de primera necesidad se define como el gasto en vivienda, suministros básicos, alimentos y sanidad.

**contenido del consumo en 2025<sup>5</sup>.** Sobre la base de las estimaciones por quintil y del peso de cada quintil de renta en el consumo agregado, es posible calcular, *ceteris paribus*, el impacto marginal de la variación de la confianza sobre el consumo agregado (panel b del gráfico C). Este ejercicio muestra que una disminución de diez puntos en el valor del indicador CES CCI se suele corresponder con una caída del 1,3 % del consumo agregado, y que los quintiles superiores explican más de la mitad del impacto.

---

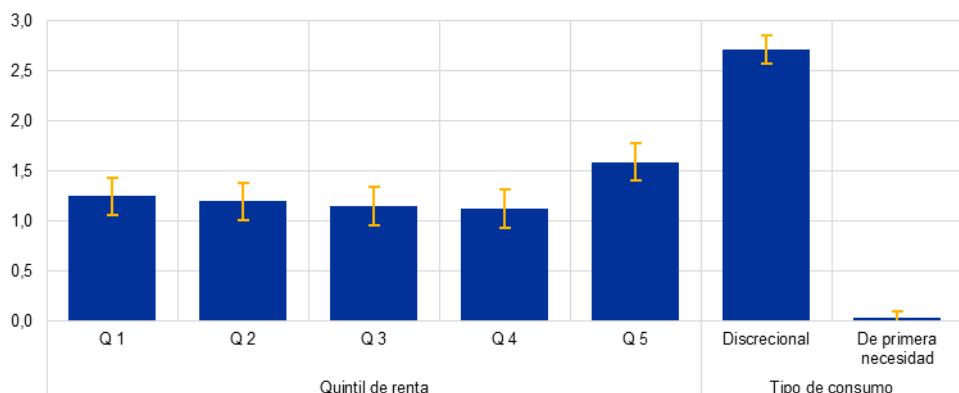
<sup>5</sup> El impacto de la confianza de los consumidores en el consumo complementa otros canales que contribuyen a la respuesta contenida del consumo (véase en Baumann *et al.* [2025] un análisis del impacto de los errores de percepción sobre la renta y en Baptista *et al.* [2025] el impacto del componente hipotecario del canal de los flujos de caja).

### Gráfico C

#### Impacto de la variación del valor del indicador CES CCI sobre el consumo

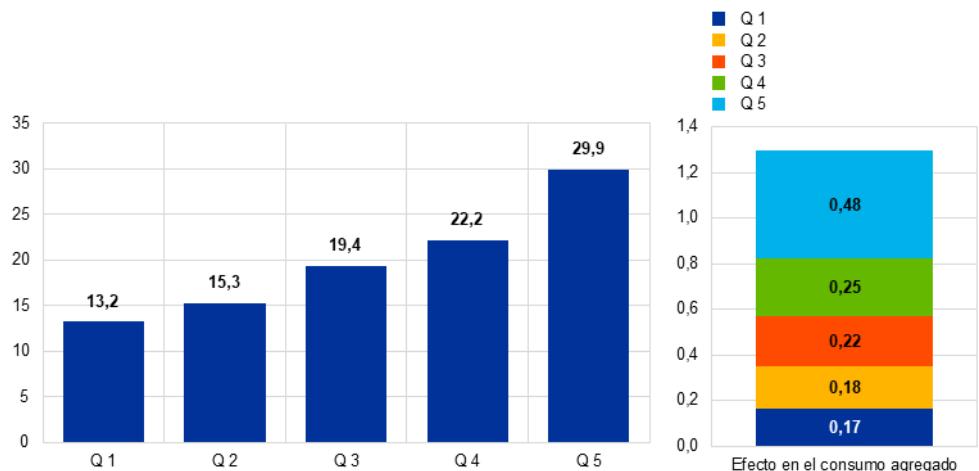
a) Efecto sobre el consumo individual de una variación de diez puntos en el valor del indicador CES CCI

(porcentajes)



b) Porcentajes de consumo agregado y valor del indicador CES CCI, por quintil de renta

(porcentajes)



Fuente: BCE (CES).

Notas: Los quintiles de renta se calculan a partir de la renta neta declarada del hogar, por país y edición de la encuesta. En el panel a, los coeficientes se obtienen de una regresión lineal de la variación interanual del logaritmo del consumo individual sobre la variación interanual del valor del CES CCI con interacciones de quintiles de renta, controles y efectos fijos de país/edición. Las líneas acotadas de color amarillo representan intervalos de confianza del 90 % de los coeficientes estimados. En el panel b, para calcular la descomposición, la participación de cada quintil de renta en el consumo agregado se multiplica por el efecto del CCI en el consumo individual (coeficiente de regresión anterior).

### Bibliografía

M. Andreolli, N. Rickard y P. Surico (2024), «[Non-Essential Business Cycles](#)», *CEPR Discussion Papers*, n.º 19773, Centre for Economic Policy Research.

P. Baptista, M. Dossche, A. Hannon, D. Henricot, O. Kouvavas, D. Malacrino y L. Zimmermann (2025), «[The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

R. B. Barsky y E. R. Sims (2012), «Information, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence», *American Economic Review*, vol. 102, n.<sup>o</sup> 4, pp. 1343-77.

A. Baumann, L. Caprari, G. Kocharkov y O. Kouvavas (2025), «[¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

S. Dees y P. Brinca (2013), «Consumer confidence as a predictor of consumption spending: Evidence for the United States and the Euro area» *International Economics*, vol. 134, pp. 1-14.

S. C. Ludvigson (2004), «Consumer Confidence and Consumer Spending», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n.<sup>o</sup> 2, pp. 29-50.

## 2

# ¿Qué implica la creciente competencia de China para el empleo en la zona del euro?

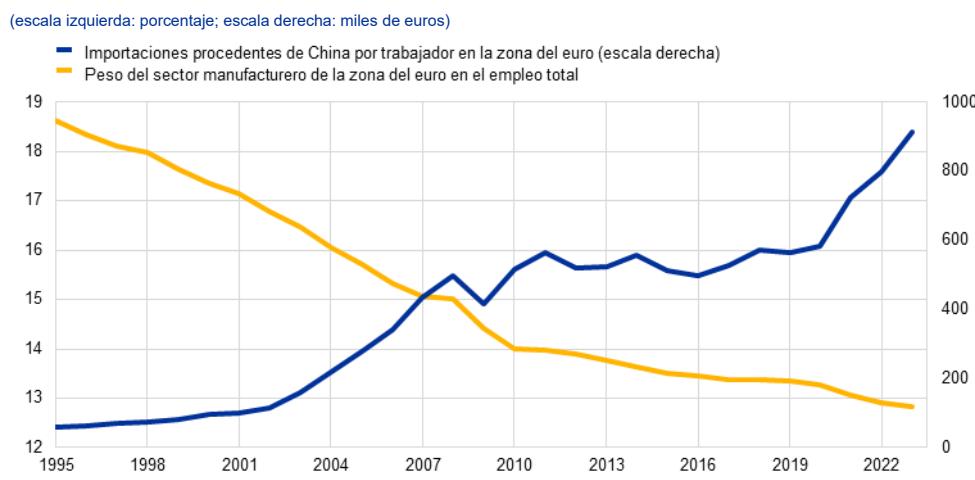
Clémence Berson, Claudia Foroni, Vanessa Gunnella y Laura Lebastard

**La mayor competencia de China en los mercados internacionales de exportación ha afectado al mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años.** A medida que China ha ascendido en la cadena de valor, las empresas europeas se han visto cada vez más presionadas por las exportaciones del país asiático tanto a escala nacional como en los mercados de terceros países (Banin *et al.*, 2025). Esta competencia ya no se limita a los productos de bajo coste, sino que se extiende a los sectores de alto valor añadido, como el de vehículos y el de maquinaria especializada (Al-Haschimi *et al.*, 2024). Los elevados aranceles impuestos por Estados Unidos a China pueden incrementar aún más la competencia para los productores de la zona del euro si los exportadores chinos se expanden o buscan nuevos mercados en Europa. En este recuadro se analizan las implicaciones del aumento de la competencia procedente de China para el empleo en la zona del euro explorando para ello cómo varía la demanda de mano de obra en relación con los cambios en el grado de penetración de las importaciones y en los patrones de comercio.

**El grado de penetración de las importaciones se puede evaluar midiendo el aumento de las importaciones chinas por trabajador en los mercados europeos, definido como la ratio entre las importaciones de la zona del euro procedentes de China y el empleo total en la zona del euro.** Esta métrica pone de relieve la creciente presencia de productos chinos en los mercados de la zona del euro (gráfico A). Desde la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio en 2001, sus exportaciones a la zona del euro se han incrementado sustancialmente: a pesar de la estabilización observada en la década 2010-2020, estas registraron un ascenso del 60 % tras la pandemia, y el peso de China en las importaciones de bienes de la zona del euro aumentó dos puntos porcentuales hasta situarse en el 15,6 % en 2024.

## Gráfico A

Importaciones procedentes de China por trabajador en la zona del euro y peso del sector manufacturero en el empleo en la zona del euro



Fuentes: Eurostat y Trade Data Monitor.

**Las importaciones procedentes de China han crecido significativamente en determinados sectores.** Los que han experimentado los mayores incrementos en las importaciones del país asiático han sido los sectores de vehículos y de productos químicos —con aumentos del 150 % y del 140 %, respectivamente, en los últimos cinco años (gráfico B)—<sup>1</sup>. También se ha registrado un crecimiento notable de las importaciones chinas en otros sectores como el del papel y las artes gráficas y el de equipos eléctricos, concretamente del 85 % cada uno. Estas estadísticas ponen de manifiesto la amplitud de la penetración de las importaciones de China en una gran variedad de sectores, que van desde la fabricación tradicional hasta la tecnología avanzada.

<sup>1</sup> Varias empresas europeas del sector de vehículos y, en menor medida, del sector químico cuentan con fábricas y negocios conjuntos en China para atender al mercado interno; sin embargo, también abastecen al resto del mundo, incluida la zona del euro.

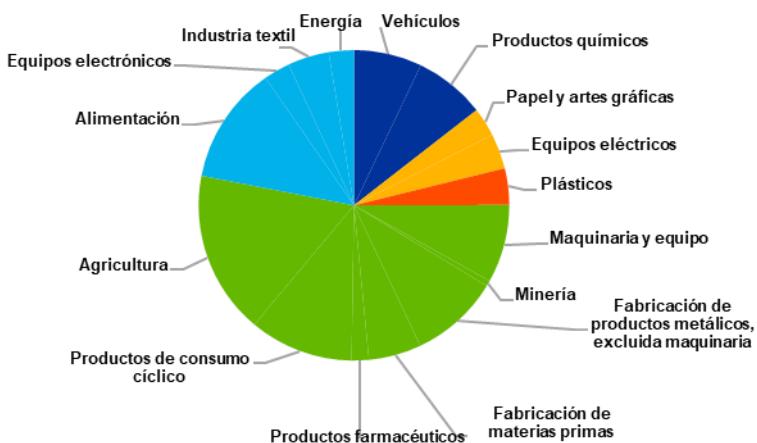
## Gráfico B

Exposición del empleo a cambios en las importaciones de la zona del euro procedentes de China

(porcentaje)

- >100
- 76-100
- 51-75
- 26-50
- 0-25

Aumento de las importaciones procedentes de China



Fuentes: Eurostat y Trade Data Monitor.

Notas: Los colores de este gráfico muestran los cambios en las importaciones de la zona del euro procedentes de China registrados entre 2019 y 2024. Las últimas observaciones relativas a los porcentajes de empleo corresponden a 2022.

**El aumento de la competencia china tiene implicaciones directas para los mercados de trabajo de la zona del euro.** Los sectores especialmente expuestos a la competencia de China, es decir, aquellos en los que las importaciones procedentes del país asiático han aumentado sustancialmente, dieron empleo a 29 millones de trabajadores, lo que constituye alrededor del 27 % del empleo total en la zona del euro en 2024. Sobre la base de los datos de ese año, el sector manufacturero representa un porcentaje significativo, ya que emplea a 24 millones de trabajadores y está especialmente expuesto a las perturbaciones en el comercio y a la penetración de las importaciones chinas<sup>2</sup>. Aunque los sectores más expuestos a la mayor penetración de las importaciones chinas —como el de vehículos y el de productos químicos— no son los mayores empleadores, son fundamentales para la economía de la zona del euro. El sector de vehículos representa solo el 1 % del empleo total en la zona del euro, pero contribuye con casi el 10 % del valor añadido real del sector manufacturero y con algo menos del 2 % del PIB de la zona del euro. Cuando se tienen en cuenta los vínculos intersectoriales, la relevancia de dicho sector casi se duplica, lo que demuestra su importancia vital para la economía (De Santis *et al.*, 2024). En conjunto, los sectores de vehículos y de productos químicos suman cuatro millones de trabajadores, lo que equivale al 2,5 % del empleo total en la zona del euro. Otros sectores expuestos —como el papel, los equipos eléctricos y

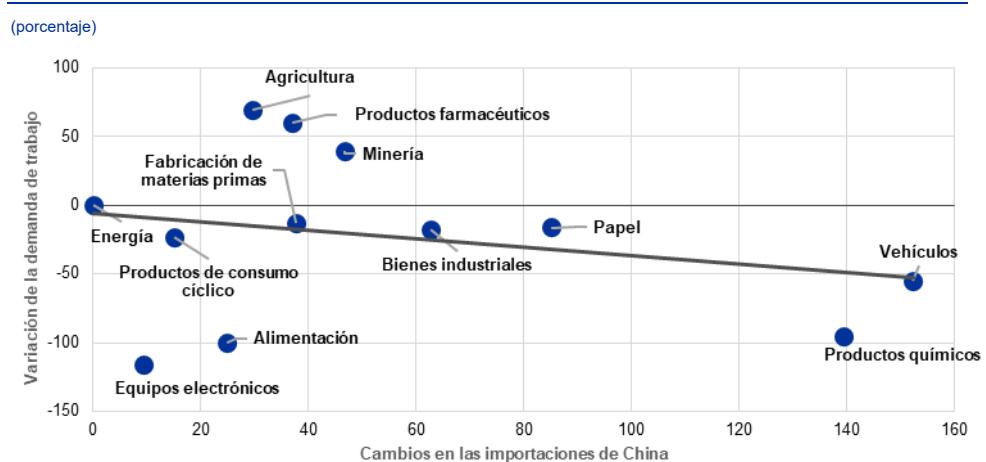
<sup>2</sup> Los cinco millones de trabajadores restantes trabajan en los sectores de la agricultura, la minería y la energía.

los plásticos— emplean a tres millones de trabajadores adicionales, el 1,7 % del empleo total.

**La demanda de mano de obra ha disminuido en mayor medida en los sectores en los que la exposición a China ha crecido más entre 2019 y 2024.** Utilizando datos de *earnings calls* (presentaciones de resultados de las empresas) y la metodología de Foroni y Schroeder (2025) se ha construido un indicador sectorial de tensión en la demanda de trabajo basado en una lista de palabras clave que hacen referencia a las presiones que soportan las empresas por no poder cubrir la demanda de mano de obra. En la zona del euro, esta demanda se ha visto afectada por perturbaciones importantes, como la pandemia y la crisis energética, y es posible que otras dinámicas observadas en sectores específicos (como la debilidad de la demanda de automóviles en Europa) hayan tenido también un impacto. El gráfico C pone de relieve la relación entre las variaciones de la demanda de trabajo en la zona del euro y los cambios en las importaciones procedentes de China. Los sectores más afectados por el aumento de la competencia de China son aquellos en los que más se han reducido las ofertas de empleo publicadas, lo que señala un debilitamiento de la demanda de mano de obra. Entre 2019 y 2024, la demanda de trabajo en el sector de vehículos disminuyó un 55 %, mientras que se estima que el descenso en la industria química fue del 95 %. En cambio, los sectores menos expuestos a la competencia del país asiático experimentaron, en promedio, una demanda de mano de obra relativamente estable durante el mismo período.

### Gráfico C

Dinámica de las importaciones chinas y variaciones de la demanda de trabajo en la zona del euro por sectores



Fuentes: NL Analytics, Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: La demanda de trabajo se mide utilizando datos de *earnings calls* (Foroni y Schroeder, 2025). Las variaciones que se muestran corresponden al período 2019-2024.

**Un aumento de las importaciones por trabajador en un sector da lugar a una pérdida correspondiente de empleo en ese sector.** Aplicando el análisis de Autor et al. (2013) a los países de la zona del euro, el gráfico D muestra el impacto en las tasas de empleo sectorial de los países de la zona del euro en 2022 de un aumento de las importaciones procedentes de China por trabajador cada año entre 2010 y

2021<sup>3</sup>. El largo período de tiempo permite observar un impacto significativo en las tasas de empleo que se va acumulando gradualmente, dado que los efectos de los despidos y de la adaptación de la plantilla a la situación económica pueden tardar en materializarse por completo. En particular, los efectos son mayores si se consideran los cambios registrados desde 2010 y disminuyen de forma paulatina cuando se examinan períodos más cortos. Por ejemplo, un aumento de 1.000 euros en las importaciones procedentes de China por trabajador en un sector entre 2015 y 2022 se traduce en una caída de 0,1 puntos porcentuales de la tasa de empleo en ese sector durante el mismo período. Esto representa alrededor de 240.000 puestos de trabajo a nivel de la zona del euro que han dejado de existir o que se han reasignado a sectores menos expuestos.

#### Gráfico D

Efecto de un aumento de las importaciones procedentes de China por trabajador al año sobre la tasa de empleo sectorial de la zona del euro en 2022



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el valor estimado de  $\beta$  en varias regresiones de sección cruzada utilizando la siguiente especificación econométrica:  $Lr_{sI,2022} - Lr_{sI,2022-x} = \beta(M_{sI,2022} - M_{sI,2022-x})/L_{sI,2022} + FE_t + \varepsilon_{sI}$ , donde  $Lr_{sI,2022}$  es la tasa de empleo en el sector  $s$ , país  $i$  en 2022 y  $M_{sI,2022}$  las importaciones procedentes de China del país  $i$  en 2022 de bienes producidos por el sector  $s$ . Se pondera por el empleo  $L$  en el mismo sector y país.  $x$  determina el desfase temporal de la regresión, que varía entre 1 y 12 (que corresponden a los años transcurridos entre 2010 y 2021). Asimismo, sobre la base de Autor *et al.* (2013) se ha instrumentado el término  $(M_{sI,2022} - M_{sI,2022-x})/L_{sI,2022}$  mediante  $(M_{su,2022} - M_{su,2022-x})/L_{sI,2022-x}$ , que representa las importaciones procedentes de China a países u similares a la zona del euro, concretamente Australia, Canadá, Islandia, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Noruega y Corea del Sur. Estos países se ven afectados por una perturbación similar causada por el aumento de las importaciones chinas, pero que no incide directamente en el empleo en la zona del euro. Se ha utilizado el empleo desfasado porque el empleo contemporáneo puede verse afectado por el comercio anticipado de China. La base de datos es un panel de países de la zona del euro por sectores según la clasificación NACE2, entre 2010 y 2022. La banda sombreada en azul representa un intervalo de confianza del 90 %.

**Es probable que la actual política comercial de Estados Unidos y la imposición de aranceles incrementen la competencia china.** Tras las subidas de los aranceles estadounidenses a los productos chinos anunciadas por la Administración de Trump, los exportadores del país asiático podrían expandirse o buscar nuevos mercados en otros lugares y reorientar cada vez más el comercio hacia Europa. Esta desviación de los flujos comerciales puede amplificar la penetración de las importaciones procedentes de China en los mercados de la zona del euro, lo que supondría un desafío para los productores (Gunnella *et al.*, 2025). Aunque es posible que las empresas de la zona del euro obtengan cierta ventaja competitiva en

<sup>3</sup> Por ejemplo, la estimación que se muestra para 2010 es el efecto que tiene un aumento sectorial de 1.000 euros en las importaciones procedentes de China por trabajador entre 2010 y 2022 sobre la variación de la tasa de empleo sectorial correspondiente durante el mismo período.

los mercados de Estados Unidos con respecto a China porque los aranceles estadounidenses al país asiático son comparativamente más elevados, es poco probable que ello compense las pérdidas en el mercado interno<sup>4</sup>.

**En conjunto, el aumento de la competitividad de las exportaciones chinas plantea retos significativos para los mercados de trabajo de la zona del euro.**

Si bien actualmente el impacto se concentra en sectores como los de vehículos y de productos químicos, las implicaciones más amplias podrían extenderse a casi una tercera parte del empleo en la zona del euro. La desviación del comercio de Estados Unidos, unida a la creciente competitividad de China en sectores de alto valor añadido, sugiere que las empresas de la zona del euro deben adaptarse a un entorno mundial cada vez más competitivo. Las perturbaciones comerciales pueden causar disrupciones a corto plazo y dar lugar a una redistribución del empleo entre sectores. Sin embargo, a largo plazo, es posible que el empleo total no varíe significativamente porque la economía se ajusta mediante cambios salariales y movilidad de los trabajadores entre sectores. No obstante, retos como las ineficiencias del mercado de trabajo, los costes de ajuste y las políticas gubernamentales podrían causar disrupciones temporales antes de que se alcance el nuevo equilibrio.

## Bibliografía

- A. Al-Haschimi, L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler y T. Spital (2024), «[Why competition with China is getting tougher than ever](#)», *The ECB Blog*, BCE, 3 de septiembre.
- D. Autor, D. Dorn y G. Hanson (2013), «The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States», *American Economic Review*, vol. 103, n.º 6, octubre, pp. 2121-2168.
- M. Banin, V. Di Nino, L. Lebastard, N. Lecourt y S. Schaefer (2025), «[¿Han perdido las exportaciones de la zona del euro el tren de la tecnología?](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- R. A. De Santis, V. Di Nino, N. Furbach, U. Neumann y P. Neves (2024), «[¿Se recuperará el sector del automóvil de la zona del euro?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- C. Foroni y C. Schroeder (2025), «[El uso de los earnings calls de las empresas para prever la demanda de trabajo de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- V. Gunnella, G. Stamato y A. Kobayashi (2025), «[Implicaciones de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China para la zona del euro: lecciones](#)

<sup>4</sup> Los posibles beneficios serían probablemente muy reducidos debido a las diferencias en la composición de las exportaciones de la zona del euro y China a Estados Unidos (Gunnella et al., 2025).

[extraídas de los aranceles impuestos por la primera Administración de Trump»,](#)  
*Boletín Económico*, número 3, BCE.

### 3

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

Alex Melemenidis, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 72 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 23 de junio y el 2 de julio de 2025<sup>1</sup>.

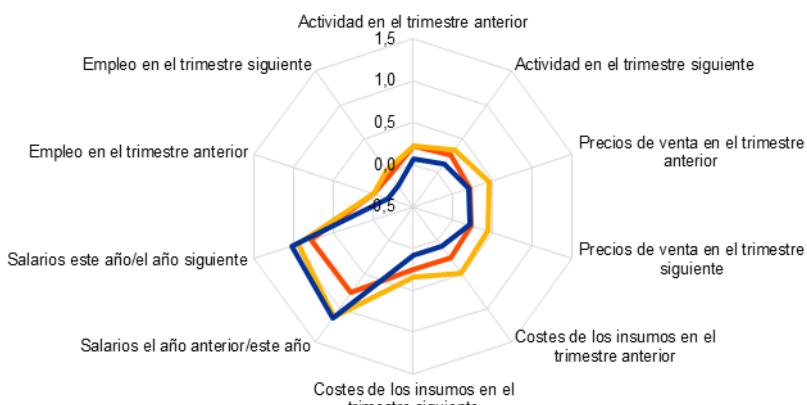
**Los contactos señalaron una ralentización de la actividad en los últimos meses, debido a que los aranceles, las tensiones geopolíticas y la incertidumbre resultante habían mermado la confianza de las empresas y de los consumidores (gráfico A y gráfico B).** La información obtenida de los contactos fue acorde con un crecimiento muy modesto tanto en el segundo trimestre como en el tercero. Aunque los pedidos en el sector manufacturero se habían ido recuperando en los primeros meses del año, muchos contactos indicaron que se había observado una pérdida de dinamismo en algún momento durante el segundo trimestre. El crecimiento de los servicios también parece haber registrado una desaceleración.

### Gráfico A

#### Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

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

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

**En el sector manufacturero, el comienzo positivo del año no parece haberse mantenido.** Aunque las opiniones fueron variadas, muchos contactos afirmaron que les había sorprendido positivamente la evolución observada en los primeros meses del año, pero que los pedidos habían empezado a ralentizarse en algún momento durante el segundo trimestre. Este patrón de demanda fue el que describieron con más frecuencia los contactos del sector de bienes intermedios, así como algunos productores de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Hubo división de opiniones con respecto a si esta desaceleración obedecía a la desaparición del efecto del adelanto de las exportaciones en previsión de posibles aumentos de los aranceles estadounidenses o a una moderación más generalizada de la demanda. No obstante, se constató un amplio consenso sobre el papel cada vez más importante de la competencia de las importaciones, especialmente de China. Pese al debilitamiento de la confianza que se desprende de esta encuesta en comparación con hace tres meses, siguieron observándose algunos desarrollos positivos. Por ejemplo, el sector farmacéutico continuó experimentando un fuerte crecimiento, respaldado por el adelanto de las compras en previsión de las subidas arancelarias. Además, la demanda de semiconductores y de vehículos pesados mostró señales de recuperación. Los contactos del sector de la construcción o sus proveedores también fueron más optimistas y seguían opinando que la actividad estaba repuntando, favorecida por las recientes bajadas de los tipos de interés.

#### Gráfico B

#### Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad



Fuente: BCE.

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

**Los contactos también señalaron cierta pérdida de dinamismo en el gasto en consumo y en la actividad de los servicios.** Los contactos de los sectores de bienes de consumo y de comercio minorista describieron una actividad bastante estable en general. Cabe destacar que los fabricantes de productos de electrónica de consumo y de electrodomésticos, que habían sido más optimistas en la encuesta anterior, señalaban ahora que la actividad mostraba atonía o que estaba disminuyendo. Los contactos del sector minorista de la moda y de otros bienes de equipo personal también dibujaron un panorama similar de debilidad persistente del gasto. Los contactos del sector minorista alimentario y sus proveedores volvieron a

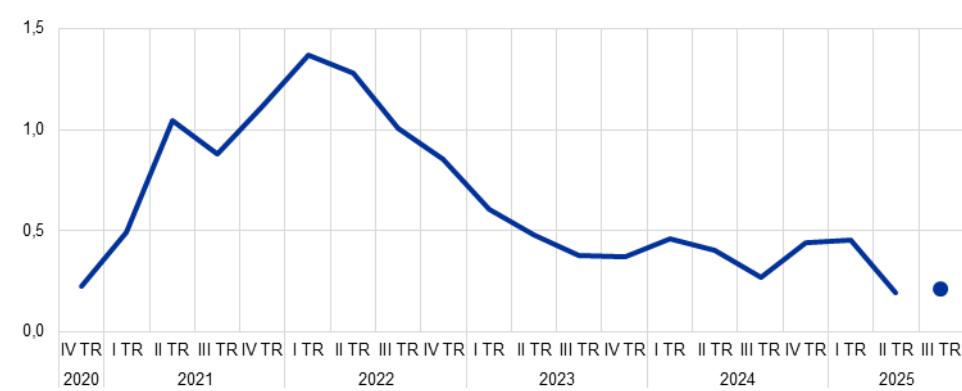
hacer hincapié en que la sensibilidad de los consumidores a los precios seguía siendo muy alta y mencionaron a menudo que la confianza de los consumidores era escasa o estaba disminuyendo. En el sector de servicios turísticos, los contactos señalaron que el crecimiento se estaba moderando, aunque se mantenía en un nivel elevado. Los destinos turísticos populares se veían afectados por las continuas restricciones de capacidad en los hoteles, por lo que estaba creciendo la sensibilidad de los consumidores a los precios, que reservaban cada vez más a última hora y recortaban otros gastos relacionados con los viajes, como los de restauración. Otros proveedores de servicios empresariales y de consumo describieron una evolución algo dispar: los servicios relacionados con las tecnologías de la información (TI) en particular siguieron registrando un crecimiento sólido, pero el entorno general de mercado continuó siendo complejo.

**Al debilitarse el ritmo de crecimiento, las perspectivas de empleo también se deterioraron ligeramente.** En el sector manufacturero, las reducciones de plantilla siguieron siendo frecuentes —o incluso se intensificaron— como consecuencia de la debilidad de la demanda, del exceso de capacidad y de las reestructuraciones en curso en muchas empresas. Asimismo, se afirmó que el empleo se estaba estabilizando o incluso estaba descendiendo en ramas del sector de servicios que previamente habían registrado un fuerte crecimiento, como el turismo. Las agencias de colocación volvieron a señalar que el entorno era complejo, especialmente para los trabajos de oficina y los puestos de trabajo fijos, que continuaban disminuyendo debido a que las empresas retrasaban las decisiones de contratación y favorecían la contratación de personal temporal. Sin embargo, hubo focos de crecimiento, sobre todo en los sectores de la construcción (a pesar de la percepción de escasez de mano de obra), la energía, la defensa y los productos farmacéuticos.

#### Gráfico C

#### Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

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

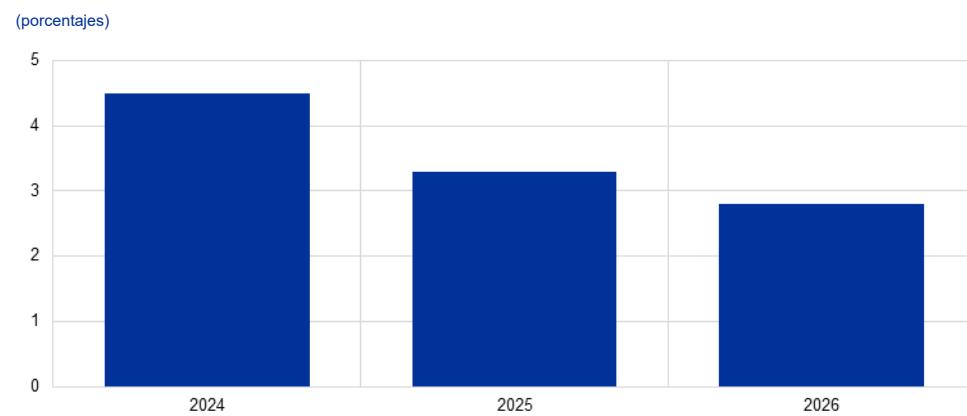
**Los contactos señalaron una ligera desaceleración del dinamismo de los precios de venta en los últimos meses (gráfico A y gráfico C).** Esto se debió principalmente a la evolución de las manufacturas y, en particular, de los sectores

de bienes de equipo e intermedios, en los que los precios estaban reduciéndose como resultado de la mayor debilidad de la demanda y del aumento de la competencia de las importaciones, así como de la moderación de los costes de producción no laborales. Esta evolución contrasta en cierta medida con el panorama más optimista de recuperación de los precios descrito hace unos meses. El crecimiento de los precios en gran parte de los servicios siguió siendo relativamente sólido, sobre todo en los servicios de transporte y turismo (en parte como consecuencia de los costes regulatorios y de las restricciones de capacidad). Sin embargo, los contactos del sector minorista y de servicios como la consultoría, las tecnologías de la información (TI) y las telecomunicaciones tendieron a indicar que el incremento de los precios era moderado, o se estaba moderando, habida cuenta de la intensa competencia y la sensibilidad de los consumidores a los costes.

**Los contactos continuaron mostrándose seguros de que el crecimiento de los salarios se estaba moderando (gráfico D).** En promedio, las indicaciones cuantitativas proporcionadas implicarían que se espera una desaceleración del avance de los salarios, desde el 4,5 % en 2024 hasta el 3,3 % en 2025 y hasta el 2,8 % en 2026. Aunque estas indicaciones se sitúan entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales por encima de las de la encuesta anterior, siguen apuntando en la misma dirección<sup>2</sup>.

#### Gráfico D

##### Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2024 y sus expectativas para 2025 y para 2026. Las medias correspondientes a 2024, 2025 y 2026 se basan en las indicaciones facilitadas por 63, 65 y 51 contactos, respectivamente.

**La mayoría consideraba que los aranceles estadounidenses estaban afectando negativamente a la actividad y a los precios en la zona del euro, aunque su impacto sobre los precios de consumo finales era escaso o nulo.**

La presión a la baja tanto sobre la actividad como sobre los precios reflejó el descenso de la demanda causado, en parte, por la desviación del comercio de Asia (y de China, en particular), ya que los exportadores de la región buscaron alternativas al mercado estadounidense. Esta situación se vio agravada por la apreciación del euro. En consonancia con esta tendencia, los contactos del sector

<sup>2</sup> Es de esperar cierta variación de una encuesta a otra, dada la rotación del panel de contactos.

de transporte y logística señalaron un fuerte crecimiento de las importaciones y un descenso de las exportaciones. Hasta el momento, la mayor competencia de las importaciones había afectado principalmente a los bienes intermedios y, en particular, a los productos de las fases iniciales (*upstream*) de la producción, que están más estandarizados. Sin embargo, los contactos esperaban que en los próximos meses y trimestres sucediera lo mismo con los productos de las fases finales (*downstream*) de la producción, que tienen mayor valor añadido. En cambio, los contactos de los sectores minorista y de servicios de consumo comunicaron que hasta la fecha el impacto sobre su actividad o sus precios había sido mínimo, en su caso, y no anticipaban que se viesen muy afectados en un futuro próximo.

## 4

# La recuperación de los salarios reales en la zona del euro

Colm Bates, Katalin Bodnár, Vasco Botelho y Flavie Rousseau

## **Los salarios reales en la zona del euro se han recuperado en gran parte de la caída que experimentaron durante el período de inflación elevada de 2022.**

Recientemente, los salarios nominales han crecido más rápido que los precios. Como consecuencia de ello, los salarios reales, que se calculan deflactando los salarios nominales con indicadores del coste de la vida, se están acercando a los niveles observados antes de la escalada de la inflación. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2025, la remuneración por asalariado deflactada por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situó solo alrededor de un 0,5 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2021 —cuando comenzó el repunte de la inflación—, lo que contrasta con el dato del cuarto trimestre de 2022, cuando descendió un 5 % por debajo de ese nivel (panel a del gráfico A). Otros indicadores salariales deflactados por el IAPC o por el deflactor del consumo privado muestran tendencias de recuperación parecidas. El reciente restablecimiento gradual del poder adquisitivo perdido debería limitar las demandas salariales en el futuro. Sin embargo, es posible que los trabajadores sigan percibiendo una pérdida de nivel de vida. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2025, habrían continuado percibiendo una notable brecha salarial en términos reales si hubieran comparado sus salarios nominales con los precios de los bienes y servicios de adquisición frecuente (FROOPP, por sus siglas en inglés) aumentados con los precios del componente energético del IAPC en lugar de con el IAPC agregado<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Los bienes y servicios de adquisición frecuente (FROOPP) son una subcategoría del IAPC que se compila a partir de subíndices que se considera que representan principalmente compras que los consumidores suelen realizar como mínimo una vez al mes y que pagan de manera directa y activa. Las principales categorías de bienes incluidas en los FROOPP son los productos farmacéuticos, los aparatos eléctricos y otros artículos para el cuidado personal, los artículos no duraderos para el hogar y los productos y servicios relativos a mascotas, incluidos los servicios veterinarios. Se incorpora un componente energético a esta cesta de bienes, dado que probablemente influirá en el poder adquisitivo percibido por los consumidores.

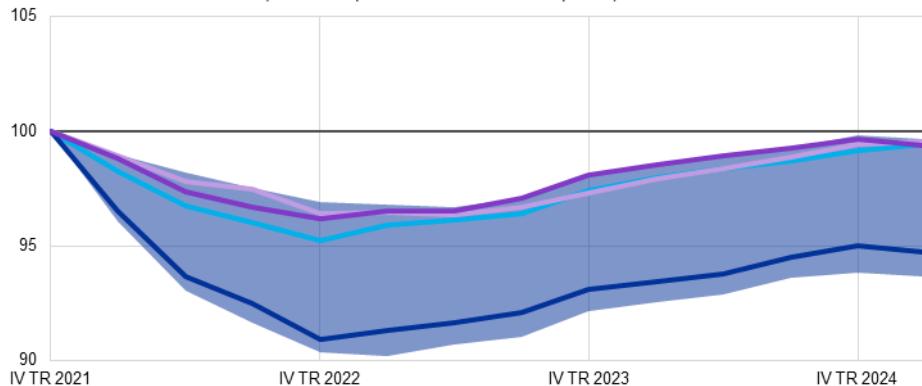
## Gráfico A

### Indicadores salariales de la zona del euro

#### a) Salarios reales en términos de precios de consumo

(Índice: IV TR 2021 = 100)

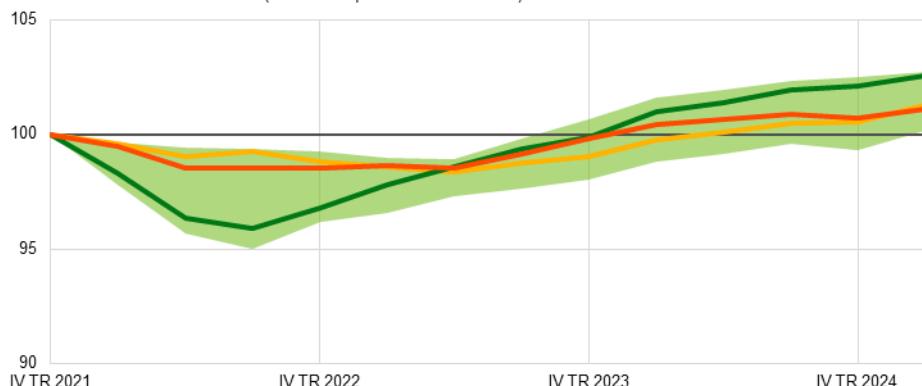
- Rango de salarios reales
- RPA (deflactada por el IAPC)
- RPA (deflactada por el deflactor del consumo privado)
- RPA (deflactada por los FROOPP aumentados con el componente energético del IAPC)
- Costes laborales unitarios (deflactados por el deflactor del consumo privado)



#### b) Salarios reales en términos de precios de producción

(Índice: IV TR 2021 = 100)

- Rango de salarios reales
- RPA (deflactada por el deflactor del PIB)
- RPA (deflactada por el deflactor de la oferta total)
- Costes laborales unitarios (deflactados por el deflactor del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el rango de salarios reales, calculados utilizando la remuneración por asalariado (RPA), la remuneración por hora, los sueldos y salarios por trabajador, el índice de costes laborales (costes totales, sueldos y salarios) y los índices de costes laborales unitarios por asalariado y por hora. La línea de los costes laborales unitarios de ambos paneles representa el índice de costes laborales unitarios por asalariado. El panel a muestra el rango de los indicadores salariales deflactados por el IAPC, el deflactor del consumo privado y los bienes y servicios de adquisición frecuente (FROOPP) aumentados con el componente energético del IAPC, mientras que en el panel b se utilizan el deflactor del PIB y el deflactor de la oferta total. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

**La naturaleza de las presiones inflacionistas de los últimos años ha abierto una brecha entre los «salarios reales en términos de precios de consumo» y los «salarios reales en términos de precios de producción».** Para los trabajadores, los salarios constituyen ingresos que contribuyen a su bienestar. En cambio, para las empresas representan un factor de costes que suele estar

estrechamente vinculado a la evolución de la productividad del trabajo<sup>2</sup>. Desde su punto de vista, el indicador pertinente de los salarios reales se calcula teniendo en cuenta los precios que las empresas pueden cobrar para producir bienes y servicios, es decir, utilizando el deflactor del PIB, el deflactor de la oferta agregada o los deflactores sectoriales del valor añadido<sup>3</sup>. Cuando se definen de esta forma, los salarios reales en términos de precios de producción ya han sobrepasado los niveles observados antes de la escalada de la inflación (panel b del gráfico A)<sup>4</sup>. Las diferencias en la evolución de los salarios reales en términos de precios de consumo y en términos de precios de producción reflejan en gran medida el hecho de que la subida de los precios energéticos y las disrupciones en las cadenas de suministro incrementaron los precios de importación, lo que condujo a un deterioro de la relación real de intercambio<sup>5</sup>.

**Por sectores, los salarios reales han superado los niveles registrados antes del repunte de la inflación en el sector de servicios de mercado, pero todavía no se han recuperado del todo en el sector industrial y de la construcción ni en los servicios públicos (panel a del gráfico B).** La inflación afecta de forma similar a todos los trabajadores, con independencia de su empleo. Los salarios nominales no han aumentado en la misma cuantía ni al mismo ritmo en todos los sectores. En el primer trimestre de 2025, los salarios reales se habían recuperado por completo en los servicios de mercado, mientras que en términos de precios de consumo continuaban a la zaga tanto en el sector industrial y de la construcción como en el de servicios públicos. Los salarios reales en términos de precios de producción muestran hasta qué punto se incrementaron los costes salariales en comparación con los precios cobrados por las empresas en cada sector. Las empresas del sector de servicios de mercado se vieron menos afectadas por la perturbación energética y fueron las más beneficiadas por los efectos de la reapertura tras la pandemia de COVID-19, por lo que experimentaron una mayor escasez de mano de obra que favoreció el crecimiento de los salarios en general. Los salarios reales en términos de precios de producción también se elevaron en los servicios públicos, lo que se tradujo en un mayor peso de los salarios en los costes del sector que en el pasado. En cambio, las empresas de la industria y la construcción —un sector intensivo en capital más expuesto a subidas de los costes energéticos— fueron las más perjudicadas por la perturbación inflacionista. En consecuencia, mientras que los salarios reales en términos de precios de consumo en la industria y la construcción han seguido una dinámica similar a la observada en el sector de servicios públicos, los salarios reales en términos de precios de

---

<sup>2</sup> Arce y Sondermann (2024) muestran que el crecimiento de la productividad ha sido relativamente débil en los últimos años. En Consolo y Foroni (2024) se sostiene que el descenso de los salarios reales durante el repunte de la inflación en 2022, junto con un crecimiento prácticamente estancado de la productividad, es uno de los factores que explican la resiliencia del crecimiento del empleo en la zona del euro.

<sup>3</sup> El deflactor de la oferta agregada es una aproximación (*proxy*) del coste total de los insumos y se define como la suma del PIB y las importaciones. Véase Hahn y Renault (2024).

<sup>4</sup> La nomenclatura «salarios reales en términos de precios de consumo» y «salarios reales en términos de precios de producción» se basa en Bodnár *et al.* (2022). Sin embargo, el precio del producto, medido por los deflactores considerados en este recuadro, no refleja el indicador de los precios de producción, que se miden mediante el índice de precios industriales.

<sup>5</sup> Véase Arce *et al.* (2023).

producción aún continúan muy por debajo de los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2021.

**Los salarios reales en términos de precios de consumo han returnedo por completo a los niveles observados antes del fuerte aumento de la inflación, o incluso los han superado, en varios países de la zona del euro, aunque continúan por debajo en otros (panel b del gráfico B).** Esto obedece a una combinación de factores: i) aspectos estructurales, que se han traducido en un patrón de caídas más prolongadas de los salarios reales en algunos países; ii) una gran dispersión de las tasas de inflación durante el período de inflación elevada, y iii) diferencias entre países en la velocidad y la estructura de la fijación de salarios y las negociaciones conexas<sup>6</sup>.

---

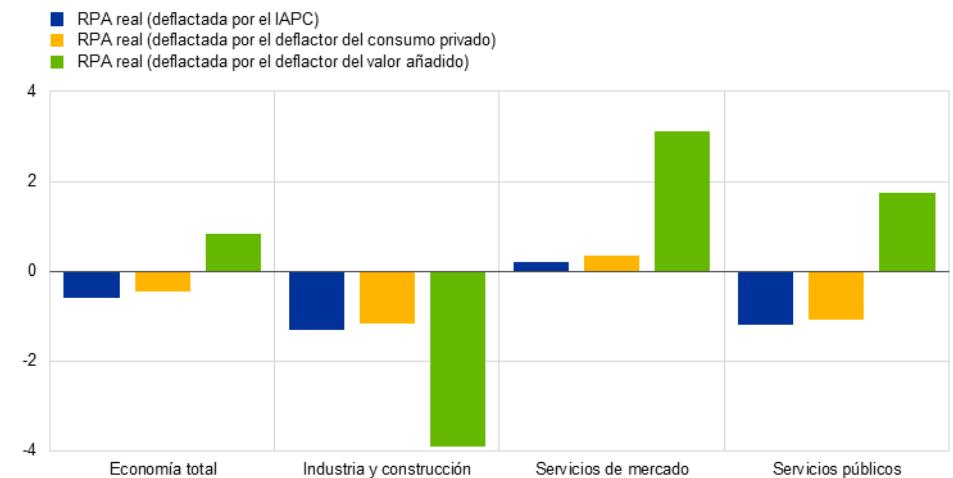
<sup>6</sup> Véase Allayioti y Beschin (2024).

## Gráfico B

Recuperación de los salarios reales en el primer trimestre de 2025: diferencias entre sectores y países

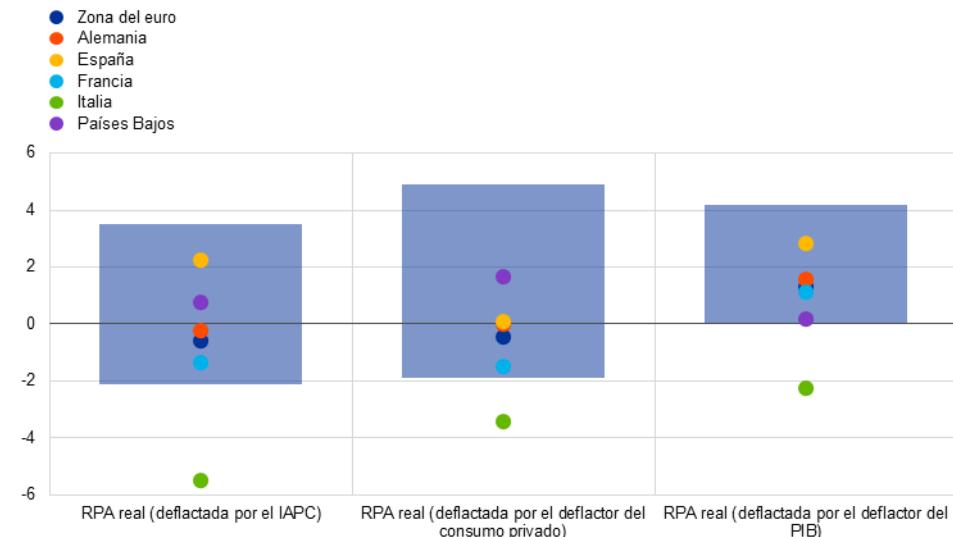
### a) Entre sectores

(porcentajes, variación acumulada con respecto al cuarto trimestre de 2021)



### b) Entre países

(porcentajes, variación acumulada con respecto al cuarto trimestre de 2021)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: RPA se refiere a la remuneración por asalariado. Panel a: para calcular los salarios reales en términos de precios de producción se usan deflactores sectoriales del valor añadido. Para el total de la economía, el deflactor del valor añadido utilizado se corresponde con el deflactor del PIB. Panel b: el área sombreada representa el rango intercuartílico entre países para los indicadores respectivos. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

**La evidencia procedente de encuestas muestra que, pese a cierta mejora, los consumidores continúan teniendo percepciones heterogéneas de la recuperación de los salarios reales.** La evolución de los salarios reales basada en los indicadores macroeconómicos agregados puede no reflejar plenamente la percepción que los consumidores tienen de sus salarios reales. En el segundo trimestre de 2024, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado superó la inflación percibida por los consumidores, según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), por primera

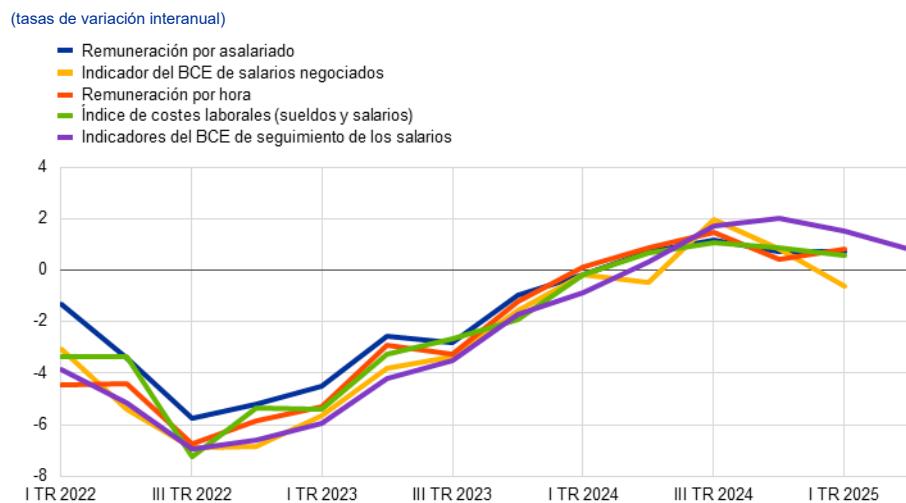
vez desde la escalada de la inflación de 2022 (gráfico C). Pese a haber experimentado cierta moderación, en el primer trimestre de 2025 la diferencia seguía siendo positiva. La percepción de los consumidores sobre la recuperación de los salarios reales influye en su confianza y en sus decisiones de consumo. Baumann *et al.* (2025) señalan que una gran proporción de los consumidores considera que el crecimiento de sus salarios nominales no ha sido mayor que el de los precios en los doce meses anteriores, según la encuesta CES. En abril de 2025, en la encuesta CES se repitió el mismo conjunto de preguntas relativas a la recuperación de los salarios reales, y los resultados no cambiaron: una parte todavía significativa de los consumidores tenía la impresión de que el crecimiento de su salario no había sido superior al de los precios<sup>7</sup>. Esto sugiere que los consumidores tienden a centrarse en cestas de consumo alternativas y que es posible que las variaciones acusadas de los precios continúen afectando a su percepción durante un período de tiempo más prolongado. Por lo tanto, es probable que una recuperación sostenida de los salarios reales, junto con la estabilidad de precios, mejore la confianza de los consumidores y refuerce el crecimiento en la zona del euro. La evidencia que se presenta en este recuadro confirma que, en términos generales, el índice de precios elegido es importante al evaluar la recuperación de los salarios reales. Como se ha señalado, existe una diferencia entre los precios de consumo y los precios que cobran las empresas nacionales. Pero incluso cuando los resultados se focalizan más específicamente en el poder adquisitivo de los consumidores, las distintas cestas de consumo influyen de manera considerable en la percepción que los consumidores tienen de sus salarios reales.

---

<sup>7</sup> En mayo de 2025 se introdujo una modificación en estas preguntas con el fin de conocer la percepción de los consumidores sobre el crecimiento salarial en comparación con las variaciones de los precios a lo largo de los últimos cuatro años. La pregunta original se centraba en un período más breve (el último año). Los resultados son coherentes en los dos horizontes.

### Gráfico C

Crecimiento de los salarios reales deflactados por la inflación percibida por los consumidores



Fuentes: Indicadores del BCE de seguimiento de los salarios, Eurostat, encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la diferencia entre las tasas de crecimiento interanual de los indicadores de salarios nominales mostrados y la inflación en los doce meses anteriores percibida por los consumidores según la encuesta CES. Para más información sobre los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios, véase Bates *et al.* (2024). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025 para los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y al primer trimestre de 2025 para el resto de indicadores.

### Bibliografía

- A. Allayioti y A. Beschin (2024), «[La dinámica de los diferenciales de inflación en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- Ó. Arce, E. Hahn y G. Koester (2023), «[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)», *The ECB Blog*, BCE, 30 de marzo.
- Ó. Arce y D. Sondermann (2024), «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, BCE, 6 de mayo.
- C. Bates, K. Bodnár, P. Healy y M. Roca I Llevadot (2025), «[Wage developments during and after the high inflation period](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.
- C. Bates, V. Botelho, S. Holton, M. Roca I Llevadot y M. Stanislao (2024), «[The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#)», *The ECB Blog*, BCE, 18 de diciembre.
- A. Baumann, L. Caprari, G. Kocharkov y O. Kouvavas (2025), «[¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.
- K. Bodnár, E. Gonçalves, L. Górnicka y G. Koester (2022), «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

A. Consolo y C. Foroni (2024), «[Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

E. Hahn y T. Renault (2024), «[Indicadores de márgenes para el análisis de la inflación considerando el papel de los costes totales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

## 5

# Incertidumbre en la inflación desestacionalizada de los servicios: el papel de la Semana Santa y del componente de turismo y viajes

Martin Eiglsperger, Mario Porqueddu y Elisabeth Wieland

**Al evaluar la evolución de la inflación, el BCE complementa el seguimiento de las tasas de inflación interanual con el análisis de los indicadores del *momentum* para calibrar los desarrollos a más corto plazo.** El término *momentum* (impulso inflacionario) se define como la tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores del índice de precios ajustado de efectos estacionales y de calendario (anualizado a efectos de comparación)<sup>1</sup>. Las tasas a más corto plazo anualizadas deben interpretarse con cautela, sobre todo debido a que los efectos excepcionales pueden incrementar considerablemente la incertidumbre relacionada con el ajuste estacional y de calendario, como se ilustra en este recuadro.

**El *momentum* del componente de servicios del IAPC aumentó de forma acusada entre marzo y abril de 2025 y se mantuvo en niveles elevados en mayo y en junio, reflejando en particular los cambios observados en la tasa de variación intermensual —ajustada de efectos estacionales y de calendario— como consecuencia de las partidas relacionadas con turismo y viajes (panel a del gráfico A).** Aunque parte del aumento del *momentum* de los servicios a principios de 2025 reflejó efectos de las correcciones anuales de precios, el excepcional repunte de los servicios relacionados con turismo y viajes registrado en abril apunta a un impacto mayor de lo habitual del período de vacaciones de Semana Santa este año (panel b del gráfico A)<sup>2</sup>. Los efectos de las vacaciones —por ejemplo la Semana Santa— influyen normalmente en los servicios relacionados con turismo y viajes, que incluyen el transporte aéreo, los paquetes turísticos y los servicios de alojamiento. Dado que la tasa de variación corregida de efectos estacionales y de calendario de las partidas de servicios del IAPC solo extrae los efectos medios de la Semana Santa, los impactos excepcionales en los servicios de turismo y viajes relacionados con este período vacacional siguen presentes en las series ajustadas<sup>3</sup>. Esto explica las notables fluctuaciones registradas por dicha tasa, que pasó del 0,3 % en marzo al 0,7 % en abril, cayó posteriormente hasta situarse en el -0,1 % en mayo y aumentó hasta el 0,5 % en junio.

---

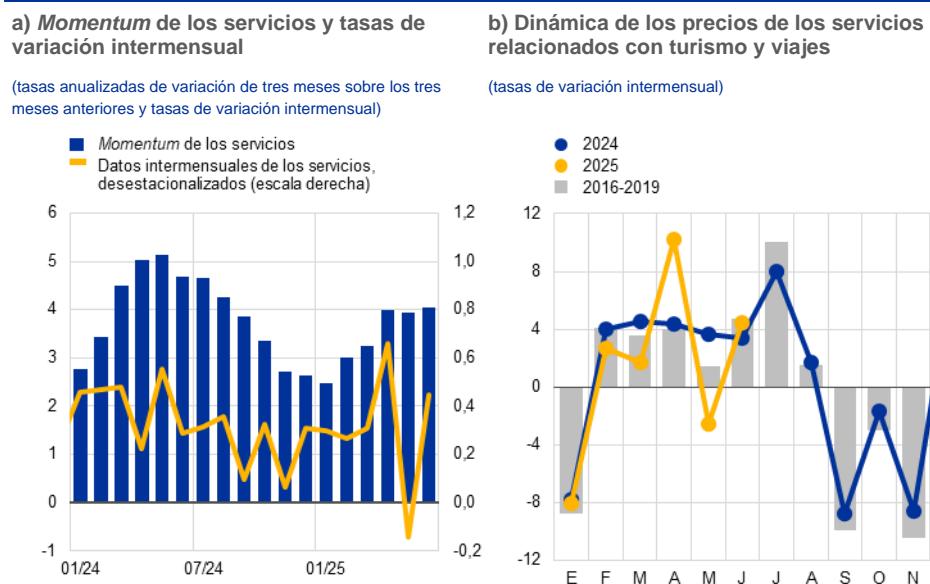
<sup>1</sup> Véase Lane (2023). El indicador del *momentum* puede entenderse como una opción intermedia que se encuentra entre los indicadores calculados con frecuencia anual (es decir, el nivel de precios en un mes concreto comparado con el nivel de precios en el mismo mes un año antes), que siempre reflejan cierta inercia, y los indicadores calculados mensualmente, que corren el riesgo de verse afectados por una elevada ratio ruido-señal como consecuencia de los factores idiosincrásicos que predominan en los datos mensuales de inflación.

<sup>2</sup> Para obtener más evidencia sobre los reajustes de precios, véase Bodnár *et al.* (2025).

<sup>3</sup> En cambio, en junio de 2025, la tasa de variación intermensual de los servicios relacionados con turismo y viajes (sin desestacionalizar) se situó, en general, en consonancia con su media del período 2016-2019.

## Gráfico A

Dinámica de los servicios ajustados de efectos estacionales y de calendario y los servicios relacionados con turismo y viajes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra datos ajustados de efectos estacionales y de calendario, mientras que el panel b presenta datos sin ajustar de las partidas de servicios relacionados con turismo y viajes del IAPC (transporte aéreo, paquetes turísticos y servicios de alojamiento). Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

**En el ajuste estacional y de calendario se utilizan estimaciones estadísticas para eliminar esos efectos; sin embargo, los movimientos tendenciales, así como los cíclicos e irregulares, siguen estando presentes tras el ajuste.** La desestacionalización es una técnica de estimación estadística, que extrae los patrones de una serie temporal que aparecen cada año en el mismo mes, afectan a la serie de manera similar y cabe esperar que vuelvan a aparecer en los próximos años<sup>4</sup>. El BCE aplica por separado ajustes estacionales a los principales componentes del IAPC de la zona del euro. El componente de servicios del IAPC también se corrige de efectos de calendario para la Semana Santa, algo que afecta especialmente a los precios de los servicios de turismo y viajes. Si se eliminan los efectos estacionales y de calendario, la serie ajustada resultante se compone de movimientos tendenciales, así como cíclicos y erráticos, incluidos posibles valores atípicos y efectos puntuales<sup>5</sup>.

**La volatilidad observada recientemente en el componente de servicios del IAPC —ajustado de efectos estacionales y de calendario— se debe al fuerte impacto de la Semana Santa en abril, que el ajuste de calendario del BCE reflejó solo en parte.** El papel predominante desempeñado por los servicios relacionados con turismo y viajes en el repunte de la tasa de crecimiento de los precios del componente de servicios del IAPC en abril (panel b del gráfico A) apunta a un fuerte impacto del calendario de la Semana Santa en fechas más tardías este año (abril en 2025 frente a marzo en 2024), que probablemente se vio intensificado

<sup>4</sup> Para más información, véase Eurostat (2024).

<sup>5</sup> Para información sobre el papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, véase Lis y Porqueddu (2018).

por el hecho de que la Semana Santa católica y la ortodoxa se celebraron en las mismas fechas. El ajuste de calendario del BCE elimina los efectos medios de la Semana Santa, aumentando así la tasa de variación intermensual del componente de servicios del IAPC aproximadamente 0,1 puntos porcentuales en marzo de 2025 y reduciendo esta tasa 0,1 puntos porcentuales en abril de 2025. El ajuste de calendario identifica el impacto histórico medio derivado de festivos que no son fijos, como ocurre con la Semana Santa. Es más incierto que las estimaciones de los efectos estacionales, ya que la evidencia estadística es más limitada y las fechas de las vacaciones escolares difieren de un país a otro. En consecuencia, los efectos excepcionales relacionados con la Semana Santa que se desvían de los efectos medios históricos persisten incluso después del ajuste estacional y de calendario y, por consiguiente, se trasladan al indicador del *momentum*<sup>6</sup>.

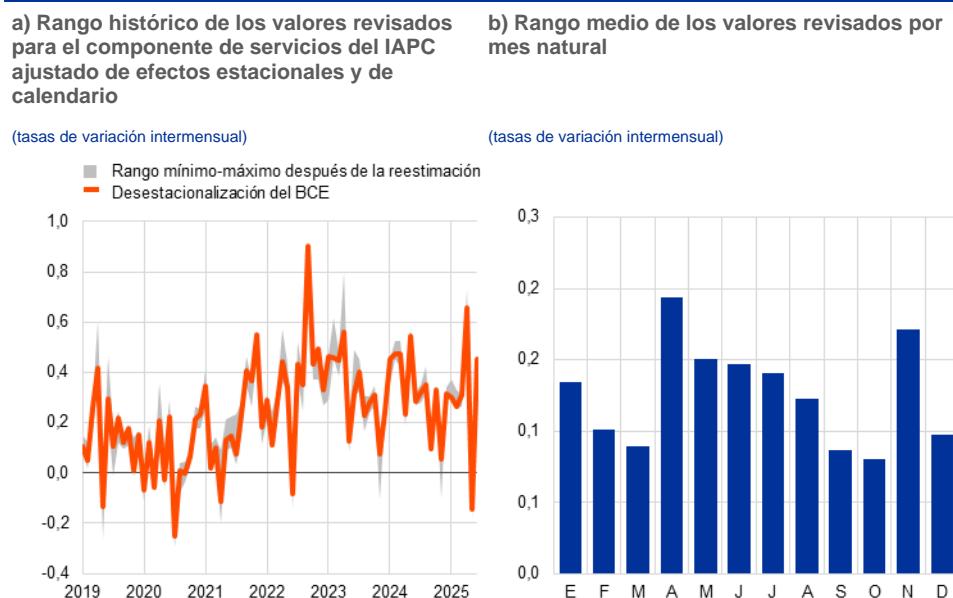
**Un análisis del componente de servicios del IAPC del BCE ajustado por efectos estacionales y de calendario revela que, por lo general, la incertidumbre en las estimaciones es mayor durante el segundo trimestre del año.** Las revisiones de los datos históricos desestacionalizados suelen producirse siempre que se reestiman los perfiles estacionales, como se observa en las estimaciones de las series en tiempo real. En el panel a del gráfico B se presenta el rango de valores revisados, es decir, el área entre los valores más altos y más bajos registrados para un mes de referencia determinado durante todo el período. En algunos meses, sustituir el valor más bajo registrado por el más alto cambiaría la tasa de variación intermensual, corregida de efectos estacionales y de calendario, hasta 0,3 puntos porcentuales. Poniendo el foco en cada uno de los meses, los precios de los servicios ajustados de efectos estacionales y de calendario tienden a mostrar rangos más amplios de valores revisados durante el segundo trimestre del año, lo que sugiere que los cambios en las fechas de las vacaciones escolares de un año a otro, así como la evolución de los patrones estacionales, contribuyen a que las estimaciones sean más inciertas (panel b del gráfico B)<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Las estimaciones de estos efectos de calendario también pueden verse afectadas negativamente debido a cambios estructurales. Para obtener resultados no sesgados es necesario un ajuste de este tipo de cambios. Un ejemplo de ello es el tratamiento de los efectos de la Semana Santa, que no aparecen en los precios de los paquetes turísticos alemanes a partir de 2023, como consecuencia de un cambio en la metodología estadística. Los factores estacionales y de calendario se han modificado en consecuencia (véase Schnorrenberger *et al.*, 2024).

<sup>7</sup> Esta conclusión también es válida si se excluyen las revisiones de los datos anteriores a marzo de 2019 debido a los cambios metodológicos en el cálculo del índice de precios del componente de paquetes turísticos del IAPC de Alemania. Se ha realizado una revisión de estos datos desde principios de 2015, lo que también afectó a la inflación general de los servicios de la zona del euro (véase Eigsperger, 2019). El elevado rango medio correspondiente a noviembre es el resultado del efecto de las nuevas fuentes de datos para los precios de los vuelos.

## Gráfico B

Rango histórico del componente de servicios del IAPC ajustado de efectos estacionales y de calendario



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra la tasa de variación intermensual del componente de servicios del IAPC según el método de desestacionalización del BCE (línea naranja), junto con el rango de valores históricos (valor mínimo a máximo) tras la reestimación (área sombreada). El panel b presenta el rango medio de los valores máximo y mínimo de la tasa intermensual del componente de servicios del IAPC (desestacionalizado) para cada mes natural sobre la base de las ventanas históricas de las series a partir de abril de 2016. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

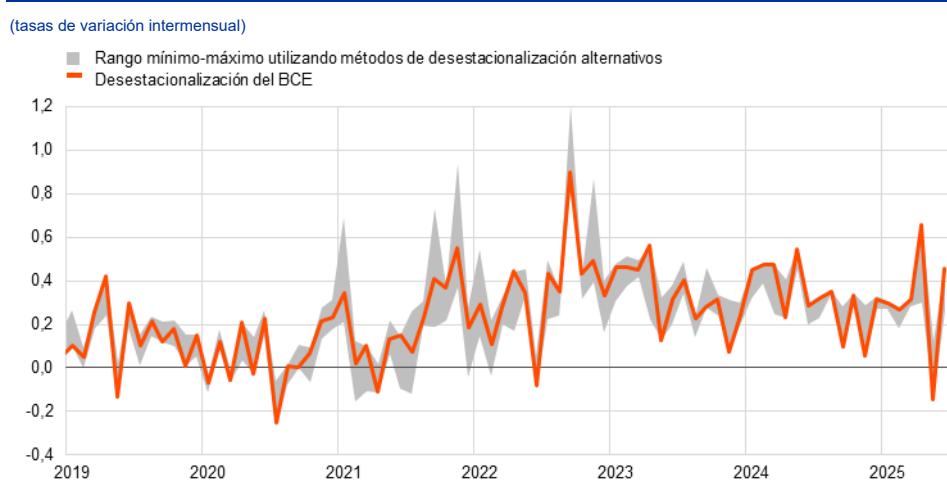
### Además, los resultados ajustados de efectos estacionales y de calendario dependen de la elección del modelo y de la configuración de los parámetros.

Aunque Eurostat formula recomendaciones generales sobre el ajuste estacional, no produce series del IAPC desestacionalizadas y ajustadas de efectos de calendario. Como resultado, los usuarios de los datos pueden adoptar enfoques diferentes con respecto al ajuste estacional. El gráfico C muestra cómo las distintas especificaciones —que afectan a los valores atípicos, a la estimación de tendencias y a los patrones estacionales— pueden alterar significativamente los resultados con respecto al enfoque preferido por el BCE. Según estos métodos alternativos, el rango de diferencias en las tasas de variación del componente de servicios del IAPC ajustadas de efectos estacionales y de calendario es, en promedio, mayor que el rango de diferencias resultantes de los valores revisados. Es posible que estos métodos alternativos hayan eliminado en parte las subidas excepcionales de los precios relacionados con turismo y viajes que se produjeron en abril de 2025 atribuyéndolas, en cierta medida, a la estacionalidad, lo que se ha traducido en unas tasas de variación más bajas para ese mes. En cambio, en el enfoque preferido por

el BCE se mantiene separado el efecto «por encima de la media», al tiempo que solo se extraen los efectos medios de la Semana Santa<sup>8</sup>.

### Gráfico C

#### Rango del componente de servicios del IAPC ajustado de efectos estacionales y de calendario utilizando métodos de desestacionalización alternativos



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la tasa de variación intermensual del componente de servicios del IAPC con arreglo al método de desestacionalización del BCE (línea naranja), junto con el rango (valor mínimo a máximo) según diez especificaciones de ajuste estacional diferentes (área sombreada), todas basadas en los datos históricos más recientes. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

**En general, la volatilidad observada en la dinámica de los servicios desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario debería interpretarse con cautela.** El mes de abril de 2025 estuvo marcado por fuertes subidas de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes. Los procedimientos de ajuste de calendario dependen de los efectos de calendario medios basados en datos actuales y pasados. En el ajuste estacional y de calendario del BCE, la parte superior a la media permanece presente en el valor ajustado de abril de 2025. El efecto se trata como un dato atípico, no como una fluctuación estacional; es mayor que un efecto normal de la Semana Santa, mientras que el efecto medio de este período vacacional se extrae en el ajuste de calendario del BCE. Parte de este incremento podría explicarse por cambios en las preferencias de demanda de servicios turísticos o por una reorientación de dicha demanda del verano a la primavera (como consecuencia del cambio climático), lo que podría alterar la dinámica estacional de forma permanente.

<sup>8</sup> El enfoque preferido por el BCE trata por separado los servicios de Alemania controlando por rupturas estructurales en los precios alemanes de los paquetes turísticos y de los servicios de alojamiento. El tratamiento explícito de los valores atípicos por parte del BCE implica una mayor estabilidad en la estimación de los perfiles estacionales. Los enfoques alternativos, como se muestra en el gráfico C, tienden a verse afectados negativamente por no separar estas rupturas. En general, tener en cuenta las variaciones más *ad hoc* al estimar la estacionalidad tiende a generar una dinámica más suave. Sin embargo, esto puede producirse a costa de revisiones significativas cuando los valores atípicos finalmente resultan ser sustanciales (véase Mehrhoff *et al.*, 2011).

## Bibliografía

- K. Bodnár, A. Fabbri, I. Rubene y Z. Zekaite (2025), «[Las presiones inflacionistas derivadas del ajuste de los precios: situación actual](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- M. Eiglsperger (2019), «[Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- Banco Central Europeo (2016), «[Índice Armonizado de Precios de Consumo – Efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización](#)», *Boletín Económico*, número 3.
- Eurostat (2024), «[ESS Guidelines on seasonal adjustment](#)», Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo.
- P. Lane (2023), «[Underlying inflation](#)», ponencia presentada en el Trinity College, Dublín, 6 de marzo.
- E. Lis y M. Porqueddu (2018), «[El papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- J. Mehrhoff, M. Eiglsperger y W. Haine (2011), «[Seasonal adjustment and reliability of euro area GDP - Increased uncertainty in times of unusual developments?](#)», Verein für Socialpolitik – conferencia anual.
- R. Schnorrenberger, P. Schwind y E. Wieland (2024), «[Forecasting HICP package holidays with forward-looking booking data](#)», *Technical Paper*, n.º 04, Deutsche Bundesbank.

## 6

# El aumento del gasto en defensa y su impacto en las expectativas de los hogares

Adam Baumann, Cristina Checherita-Westphal, Georgi Kocharkov y Steffen Osterloh

**Las políticas fiscales de la zona del euro se están viendo cada vez más determinadas por el foco en el gasto en defensa en respuesta a la intensificación de las tensiones geopolíticas.** La Conferencia de Seguridad de Múnich celebrada en febrero de 2025, la puesta en marcha de la Estrategia de Preparación de la Unión de la Comisión Europea en marzo y las conclusiones de la Cumbre de la OTAN de junio de 2025 han puesto de relieve el compromiso de los Gobiernos de la UE de incrementar el gasto en defensa<sup>1</sup>. En este recuadro se utilizan datos de las encuestas del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) llevadas a cabo en febrero y en mayo de 2025 con el fin de analizar las expectativas de los hogares de la zona del euro relativas al gasto en defensa, en términos tanto de su impacto económico en sus respectivos países como de sus implicaciones para su bienestar económico personal.

**La mayoría de los hogares espera que los déficits públicos y el gasto en defensa se incrementen (gráfico A).** Según los resultados de la encuesta CES de mayo de 2025, el 66 % de los encuestados cree que el déficit público de su país aumentará en los próximos doce meses, de los cuales casi un tercio anticipa un incremento significativo y solo el 10 % espera que disminuya (primera barra del gráfico A). Una proporción incluso mayor (81 %) de los participantes en la encuesta considera que el gasto en defensa se elevará en los próximos doce meses, y cerca de la mitad (47 %) prevé un crecimiento significativo de este gasto (segunda barra del gráfico A). Es posible que la diferencia entre las expectativas de las dos categorías se explique, en parte, por la forma en que los hogares esperan que se financie principalmente el aumento del gasto en defensa. En concreto, el 43 % de los encuestados opina que la principal fuente de financiación será el incremento de la deuda pública. Al mismo tiempo, el 29 % cree que cualquier incremento del gasto en defensa se financiará reduciendo otros gastos, y el 28 % considera que se hará mediante subidas de impuestos (tercera barra del gráfico A). En principio, estos dos últimos métodos de financiación limitarían un posible aumento del déficit público.

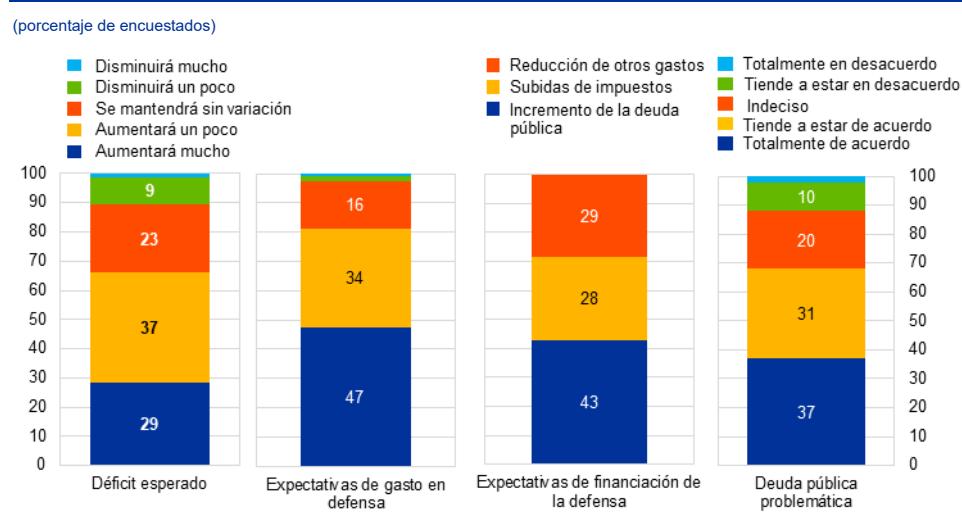
**Una proporción elevada de los hogares considera que el nivel de deuda pública de su país es problemático.** El 68 % de los encuestados tiende a estar de acuerdo o totalmente de acuerdo en que el nivel de deuda pública es un problema importante en su país de residencia, mientras que solo el 12 % está en desacuerdo (cuarta barra del gráfico A). Esta perspectiva refleja, en gran medida, la preocupación derivada de la actual carga de la deuda. Si se analizan conjuntamente, estas percepciones sobre la deuda pública y la financiación del gasto en defensa podrían ayudar a entender mejor los determinantes de las

<sup>1</sup> Para más detalles, véase Checherita-Westphal et al. (2025) en este Boletín Económico.

expectativas de los hogares sobre los posibles efectos del aumento del gasto en defensa.

### Gráfico A

#### Expectativas de los hogares sobre cambios en la política fiscal y opiniones sobre la deuda pública



Fuente: Datos ponderados de la CES, mayo de 2025.

Notas: Media ponderada de la zona del euro de las respuestas a la encuesta en los once países de la zona que participan en la CES (véase gráfico C). Los encuestados debían señalar: 1) cómo creen que variará el déficit público en su actual país de residencia en los próximos doce meses; 2) cómo creen que variará el gasto en defensa en su actual país de residencia en los próximos doce meses; 3) en caso de que el gasto en defensa se incremente, cómo esperan que se financie principalmente, y 4) en qué medida están de acuerdo con la afirmación: «El nivel de deuda pública en mi actual país de residencia es un problema importante».

**Aunque, en general, el impacto en las expectativas derivado de las distintas percepciones sobre el gasto en defensa está siendo limitado por ahora, la mayor parte de los hogares espera que la inflación aumente ligeramente en respuesta al incremento de dicho gasto, mientras que sus expectativas en relación con su efecto en el crecimiento son más variadas (panel a del gráfico B).** Los encuestados debían indicar cómo afectaría a los precios, al crecimiento económico y al bienestar económico de sus hogares un posible aumento del gasto en defensa en el país en el que residen. Una proporción significativa de los hogares (67 %) cree que un mayor gasto en defensa elevará la inflación, y aproximadamente la mitad espera que este aumento sea limitado. Las expectativas sobre los efectos en el crecimiento económico son más variadas y, en general, pesimistas, ya que solo el 27 % de los encuestados anticipa una expansión de la actividad económica y el 33 % prevé que la actividad se mantenga sin cambios, mientras que el 41 % espera que disminuya (de este porcentaje, la mayoría señala que solo experimentará un ligero descenso).

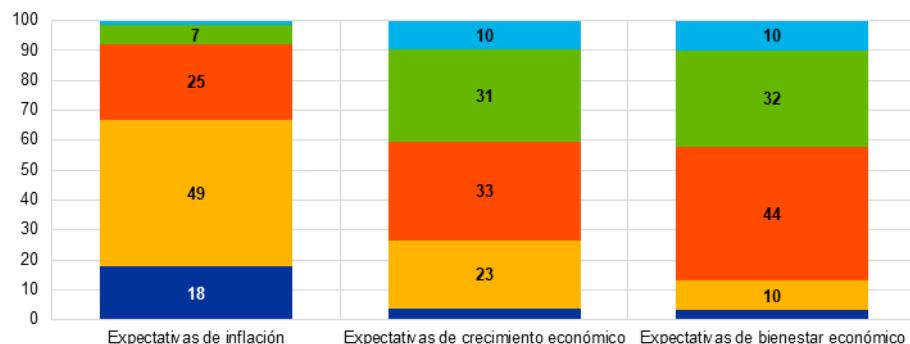
## Gráfico B

### Expectativas de los hogares sobre los efectos del aumento del gasto en defensa

#### a) Efecto esperado del aumento del gasto en defensa en la inflación, el crecimiento económico y el bienestar económico

(porcentaje de encuestados)

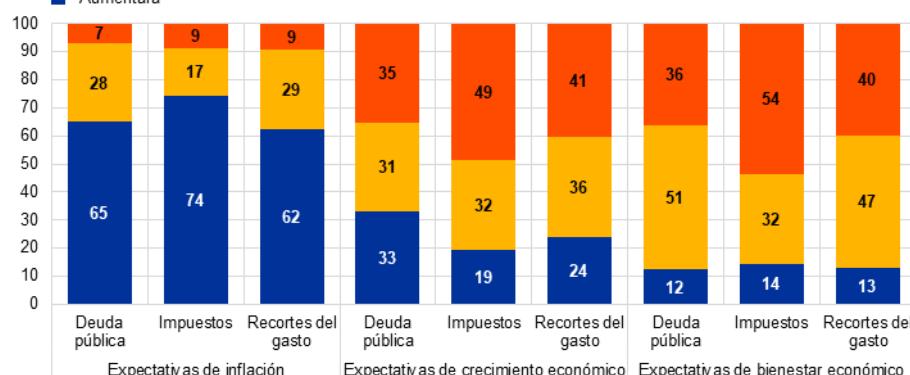
- Disminuirá mucho
- Disminuirá un poco
- Se mantendrá sin variación
- Aumentará un poco
- Aumentará mucho



#### b) Efecto esperado del aumento del gasto en defensa por principal fuente de financiación esperada

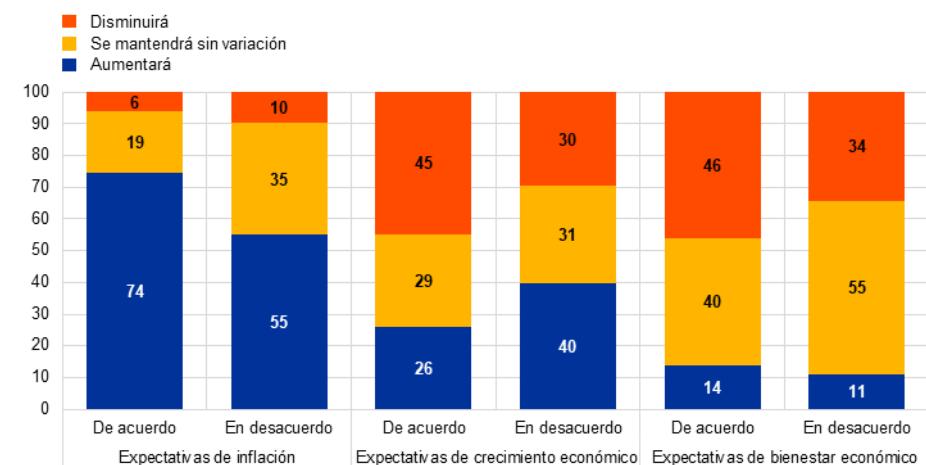
(porcentaje de encuestados)

- Disminuirá
- Se mantendrá sin variación
- Aumentará



c) Efecto esperado del aumento del gasto en defensa en función de la opinión sobre la deuda pública

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Datos ponderados de la CES.

Notas: Panel a: los encuestados debían indicar cómo afectaría a los precios de los bienes y servicios, al crecimiento económico y al bienestar económico de sus hogares cualquier gasto adicional en defensa en su actual país de residencia. «Inflación» se refiere a la variación de los precios de los bienes y servicios. En el panel b se desagregan los resultados del panel a en función de la principal fuente de financiación esperada del aumento del gasto en defensa. En el panel c se desagregan los resultados del panel a en función de si los encuestados están de acuerdo o en desacuerdo con que el nivel de deuda pública es un problema importante en el país en el que residen actualmente. Paneles b y c: las categorías del panel a «Aumentará mucho»/«Aumentará un poco» y «Disminuirá mucho»/«Disminuirá un poco» se agrupan en «Aumentará» y «Disminuirá», respectivamente. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

**Los hogares esperan que su bienestar económico se mantenga prácticamente sin variación.** La mayoría también cree que su bienestar económico no cambiaría (el 44 %) o disminuiría un poco (el 32 %). Esto sugiere que la mayor parte de los hogares no anticipa que los compromisos de gasto en defensa asumidos en los anuncios recientes vayan a mejorar su confianza e incrementar su gasto<sup>2</sup>. Cabe mencionar que los resultados del panel a del gráfico B no varían sustancialmente si la muestra se restringe únicamente a los encuestados que prevén un incremento del gasto en defensa en su país<sup>3</sup>. En cualquier caso, el impacto cuantitativo de las diferentes percepciones sobre el gasto en defensa en las expectativas de inflación y de crecimiento está siendo limitado por ahora.

**Las expectativas de los hogares sobre el impacto del gasto en defensa en la economía y en su bienestar económico están estrechamente relacionadas con su opinión sobre cómo se financiará dicho gasto y sobre el nivel de deuda pública de su país.** Los hogares que creen que el futuro gasto en defensa se financiará con subidas de impuestos son más proclives a esperar que la inflación aumente y a ser pesimistas acerca del consiguiente impacto sobre el crecimiento económico, en comparación con los que opinan que el gasto se financiará mediante emisiones de nueva deuda o recortes de otros gastos (panel b del gráfico B). Es posible que la percepción de los primeros se deba al impacto inflacionista directo y a corto plazo de las subidas de impuestos, en especial de los impuestos indirectos. Este patrón también es más pronunciado entre los hogares que consideran que la

<sup>2</sup> Para un análisis detallado de la confianza de los consumidores de la zona del euro basado en un nuevo indicador, véase Baumann *et al.* (2025) en este Boletín Económico.

<sup>3</sup> Por ejemplo, el porcentaje de encuestados que esperan un aumento cambia del 67 % al 71 % para la inflación y del 27 % al 29 % para el crecimiento económico, mientras que, en el caso del bienestar económico, permanece constante en el 13 %.

deuda pública es un problema significativo en su país (panel c del gráfico B), posiblemente porque interpretan un incremento del gasto en defensa como una señal de mayor incertidumbre geopolítica y de empeoramiento de la situación económica. Además, algunos hogares pueden percibir el incremento del gasto en defensa como una asignación ineficiente de los recursos. Por último, el resultado que indica que una posible acumulación de deuda pública aumenta las expectativas de inflación de los hogares —en particular si la deuda ya es elevada— es acorde con los resultados de otras encuestas<sup>4</sup>.

**En los distintos países, las expectativas relativas a los déficits públicos son notablemente dispares y los resultados de las encuestas de febrero y de mayo difieren en muchos de ellos, reflejo, en líneas generales, de las expectativas sobre el gasto en defensa y su financiación (paneles a y b del gráfico C).** La heterogeneidad entre países sobre las expectativas relativas a los déficits públicos es muy acusada, en general, y el porcentaje de hogares que esperan que el déficit aumente oscila entre el 41 % en Portugal y el 83 % en Alemania, según la encuesta de mayo. Las expectativas de mayores déficits han crecido, en conjunto, desde febrero, pero han evolucionado de forma muy diferente en los distintos países, y los que muestran mayores expectativas de aumento son Alemania y Bélgica (panel a del gráfico C). Esto coincide con los planes del Gobierno alemán de elevar sustancialmente el gasto en los próximos años, sobre todo en defensa e infraestructuras, que principalmente se financiará mediante deuda. Bélgica y otros países también anunciaron alzas similares del gasto en defensa, lo que ha afectado a las expectativas de los consumidores (panel b del gráfico C)<sup>5</sup>. En Grecia, en particular, pero también en Portugal, el porcentaje de encuestados que anticipaban un aumento significativo del déficit público se redujo entre febrero y mayo<sup>6</sup>.

**Las opiniones sobre si el nivel de deuda pública es un problema importante también son muy diferentes de un país a otro, pero se han mantenido prácticamente estables desde febrero (panel c del gráfico C).** Cabe destacar que los Países Bajos, Irlanda y Alemania se encuentran entre los países con el menor porcentaje de encuestados que consideran que la deuda pública es un problema importante, mientras que Italia, Francia y Grecia<sup>7</sup> se sitúan entre los que registran los porcentajes más elevados. Al mismo tiempo, parece que se han producido algunos cambios en las percepciones de los hogares en Alemania (más pesimistas), Grecia y Portugal (más optimistas).

<sup>4</sup> Véanse, entre otros, Coibion *et al.* (2021) para Estados Unidos, y Grigoli y Sandri (2023) para Estados Unidos, Reino Unido y Brasil.

<sup>5</sup> Por ejemplo, el presupuesto federal de Bélgica aprobado para 2025 incluye elevar el gasto en defensa al 2 % del PIB, junto con medidas expansivas más amplias como inversiones en energía nuclear, pero también reformas del sistema de pensiones y recortes del gasto social.

<sup>6</sup> Estos dos países también se incluyen entre aquellos con el porcentaje más bajo de encuestados que espera un aumento significativo del gasto en defensa, reflejo, en general, de los anuncios de sus Gobiernos (cabe señalar que Grecia tiene una de las ratios más elevadas de gasto en defensa en relación con el PIB de la zona del euro).

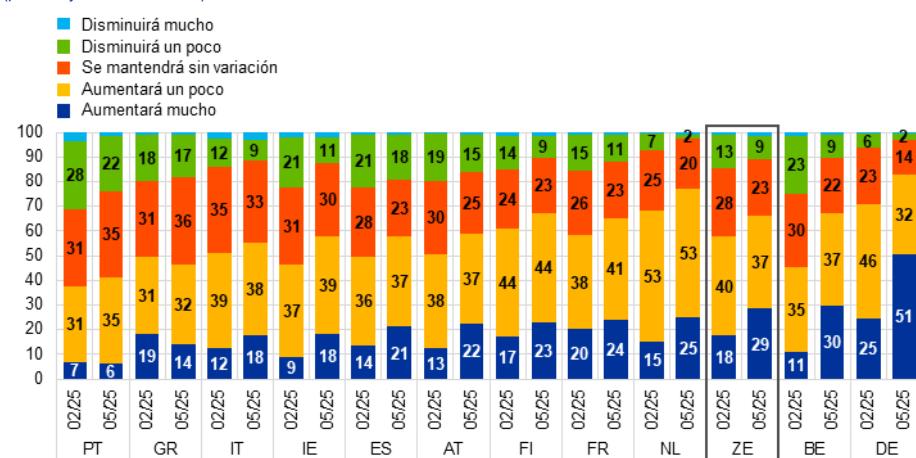
<sup>7</sup> Grecia también presenta la menor proporción de encuestados (solo el 27 %) que cree que la deuda pública sería la forma más probable de financiar un aumento del gasto en defensa.

### Gráfico C

Expectativas y opiniones de los hogares a lo largo del tiempo y por países

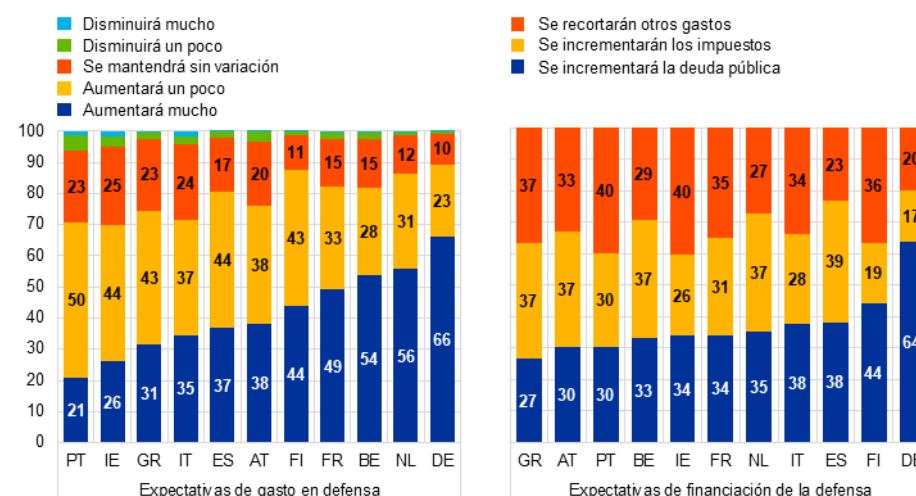
#### a) Variación esperada del déficit público

(porcentaje de encuestados)



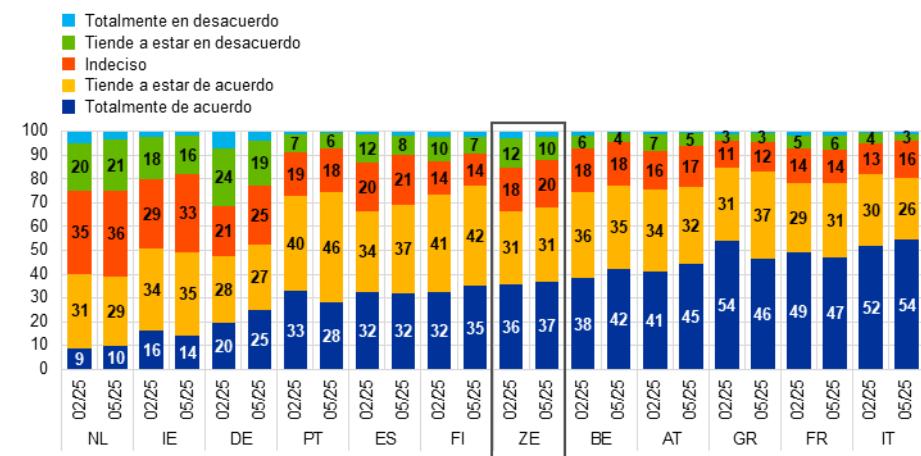
#### b) Expectativas de variación del gasto en defensa y principal fuente de financiación esperada del gasto en defensa

(porcentaje de encuestados)



### c) Opinión sobre si el nivel de deuda pública es un problema importante

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Datos ponderados de la CES.

Notas: La zona del euro (ZE) es el agregado de los once países que participan en la encuesta CES. Los países se ordenan en función del porcentaje de encuestados que contestaron: «Aumentará mucho» en mayo de 2025 en el panel a; «Aumentará mucho»/«Se incrementará la deuda pública» en el panel b, y «Totalmente de acuerdo» en mayo de 2025 en el panel c. Las observaciones de los paneles a y c corresponden a febrero y mayo de 2025, y las del panel b, solo desde mayo de 2025.

## Bibliografía

- A. Baumann, L. Caprari, M. Dossche, G. Kocharkov y O. Kouvavas (2025), «La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- C. Checherita-Westphal, C. Huber, M. Rodríguez-Vives y G. Müller (2025), «Aspectos fiscales del gasto europeo en defensa: implicaciones para las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro y riesgos asociados», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- O. Coibion, Y. Gorodnichenko y M. Weber (2021), «Fiscal Policy and Households' Inflation Expectations: Evidence from a Randomized Control Trial», *Documento de Trabajo NBER*, n.º 28485, febrero.
- F. Grigoli y D. Sandri (2023), «Public Debt and Household Inflation Expectations», *IMF Working Paper*, n.º 23/66, marzo.

## Aspectos fiscales del gasto europeo en defensa: implicaciones para las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro y riesgos asociados

Cristina Checherita-Westphal, Christian Huber, Marta Rodríguez-Vives  
y Georg Müller

**Se espera que el gasto público en defensa se incremente en la UE en respuesta a la intensificación de las tensiones geopolíticas, en particular tras la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia.** Esta tendencia se vio reforzada en la cumbre de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) celebrada los días 24 y 25 de junio de 2025, en la que los miembros de la Alianza Atlántica se comprometieron a aumentar el gasto anual en defensa hasta el 5 % del PIB en 2035 destinando el 3,5 % al gasto en defensa en sentido estricto (lo que supone un incremento con respecto al 2 % de la directriz actual) y el 1,5 % al gasto relacionado con la defensa y la seguridad en sentido amplio<sup>1</sup>. Para la mayoría de los países de la UE, el nuevo objetivo implica un alza sustancial del gasto en esta área. La evidencia sugiere una correlación estrecha entre los niveles actuales de gasto en defensa de los países de la UE que forman parte de la OTAN y la proximidad a Rusia —como indicador de los riesgos geopolíticos más inminentes—, pero también entre el gasto en defensa y el espacio fiscal (gráfico A). Según los últimos datos disponibles de la OTAN relativos a sus miembros, el gasto en defensa a escala de la UE se situó en el 2 % del PIB en 2024, mientras que el agregado de la zona del euro fue del 1,9 %<sup>2</sup>. Poco después de la Conferencia de Seguridad de Múnich de febrero de 2025, la Comisión Europea anunció su plan «Preparación 2030», que permite conceder más flexibilidad a los países de la UE —de conformidad con en el marco de gobernanza fiscal de la UE— para facilitar la necesaria reorientación del gasto, y en el que se presentan propuestas para conseguir una mayor eficiencia del gasto y reducir la fragmentación del sector de defensa de la UE a través de adquisiciones conjuntas<sup>3</sup>. En este recuadro se exploran las implicaciones de los nuevos planes de defensa que se han anunciado desde la Conferencia de Seguridad de Múnich para el escenario de referencia de las proyecciones para la zona del euro y los riesgos en torno a dicho escenario para el período 2025-2027,

<sup>1</sup> Véase la [Declaración de la Cumbre de La Haya](#) de 25 de junio de 2025. El 3,5 % del PIB se refiere al gasto en defensa en sentido estricto según la [definición actual de la OTAN](#). El 1,5 % adicional del PIB engloba, entre otras cosas, el gasto destinado a proteger infraestructuras críticas, defender redes, garantizar la preparación y la capacidad de resistencia de la población civil, impulsar la innovación y fortalecer la base industrial conjunta en materia de defensa. La trayectoria prevista en el nuevo plan de inversiones se revisará en 2029.

<sup>2</sup> Cabe señalar que los datos de la OTAN sobre gasto en defensa pueden diferir significativamente de los datos de la UE que figuran en las cuentas nacionales (COFOG, los últimos datos disponibles corresponden a 2023) y que se utilizan para elaborar las proyecciones fiscales y para el seguimiento de las normas fiscales de la UE con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entre las diferencias metodológicas cabe mencionar, por ejemplo, el uso de la contabilidad según el criterio de caja (OTAN) frente al de devengo (COFOG) y la inclusión de las pensiones militares (OTAN). Para conocer más detalles y una comparación internacional del gasto en defensa, véase López Vicente *et al.* (2024).

<sup>3</sup> Véase el [comunicado de prensa](#) de la Comisión de 19 de marzo de 2025. Para más detalles, incluida una evaluación del impacto de la flexibilidad fiscal adicional sobre la deuda pública, véase Bouabdallah *et al.* (2025).

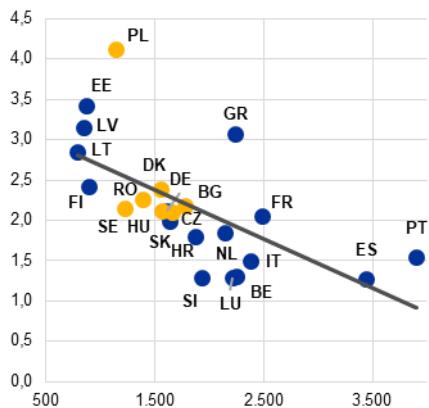
tal y como se recogen en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2025<sup>4</sup>.

### Gráfico A

#### Gasto en defensa de los países de la UE miembros de la OTAN en 2024 y factores de correlación

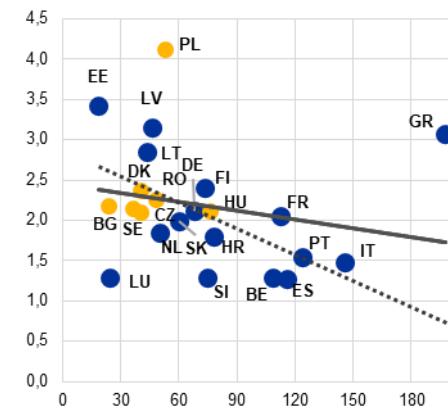
##### a) Distancia de Rusia

(eje de abscisas: distancia de la capital a Moscú como aproximación inversa del riesgo, km; eje de ordenadas: gasto en defensa en 2024, en porcentaje del PIB)



##### b) Deuda pública

(eje de abscisas: deuda pública bruta en 2021, en porcentaje del PIB; eje de ordenadas: gasto en defensa en 2024, en porcentaje del PIB)



Fuentes: OTAN, Comisión Europea (AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: El gasto en defensa que se presenta en el gráfico son estimaciones de la OTAN para 2024 (la última actualización disponible es del 17 de junio de 2024). Los puntos azules indican los países de la zona del euro y los amarillos los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro que también son miembros de la OTAN. El panel a muestra un coeficiente de correlación de -0,64 entre el gasto en defensa y la distancia de Rusia. En el panel b, la línea continua de color gris exhibe un coeficiente de correlación de -0,21 entre el gasto en defensa y la deuda pública, mientras que la línea discontinua más pronunciada muestra un coeficiente de correlación de -0,5 si se excluye a Grecia, que tradicionalmente tiene un gasto en defensa elevado por riesgos provenientes de otras fuentes. Los niveles de deuda de 2021 se utilizan como medida del espacio fiscal «inicial», es decir, antes de que Rusia invadiera Ucrania a gran escala a principios de 2022, tras lo cual muchos países incrementaron su gasto en defensa. En términos generales, el uso de las ratios de deuda pública bruta en relación con el PIB de 2024 no modificaría de forma significativa este resultado.

#### El impacto fiscal de las nuevas medidas de gasto en defensa anunciadas desde mediados de febrero, tal y como se incorporó en el escenario de referencia de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2025, asciende al 0,6 % del PIB, en cifras acumuladas, en 2025-2027

**(gráfico B).** En términos anuales, se prevé que el gasto adicional aumente con el tiempo y alcance el 0,3 % del PIB en 2027 (panel a del gráfico B). El nuevo gasto tiene su origen en ocho países de la zona del euro, y la mayor parte procederá de Alemania. Estas previsiones elevan significativamente los importes ya incluidos en el escenario de referencia desde 2022<sup>5</sup>. Además del gasto nacional en defensa, las nuevas medidas incluyen el apoyo a la defensa de Ucrania (por un importe acumulado ligeramente superior al 0,2 % del PIB en 2025-2027 que se estima que no tendrá un impacto macroeconómico directo en las economías de la zona del euro). En términos de la composición prevista del nuevo gasto nacional en defensa de la zona, más de la mitad se asigna al consumo público —principalmente bienes

<sup>4</sup> Véanse las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2025](#), que incluyen una primera evaluación de estos planes de defensa (además del nuevo gasto en infraestructuras en Alemania) en el escenario de referencia de las proyecciones.

<sup>5</sup> Estos importes están relacionados con: i) defensa y otros tipos de apoyo relacionado con la guerra, incluido el gasto en ayuda a los refugiados, desde la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, y ii) otros aumentos del gasto en defensa en su mayor medida asociados a contratos firmados antes de la invasión. Junto con el nuevo gasto anunciado desde mediados de febrero de 2025, el impacto fiscal estimado de estas medidas es de alrededor del 0,6 % del PIB en 2027, frente al 0,35 % en 2024.

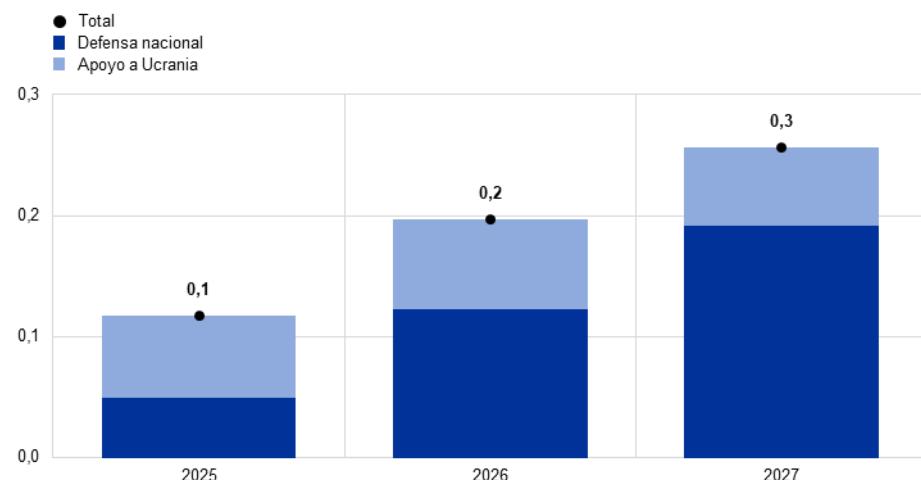
intermedios (en torno al 40 %), seguidos de los gastos en personal (aproximadamente el 15 %)—, mientras que alrededor del 40 % (más que en el pasado reciente) se destina a inversiones (panel b del gráfico B).

### Gráfico B

Estimaciones del Eurosistema sobre el nuevo gasto en defensa – agregado de la zona del euro

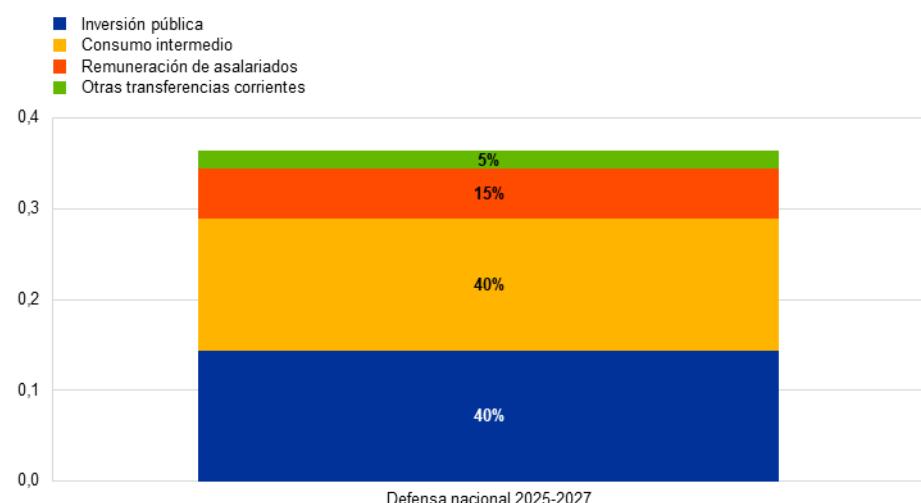
#### a) Magnitud del nuevo gasto en defensa

(en porcentaje del PIB)



#### b) Composición del nuevo gasto nacional en defensa

(eje de ordenadas: en porcentaje del PIB; barras: proporción de cada rúbrica del nuevo gasto, en porcentaje del total)



Fuente: Cálculos del BCE basados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2025.

Notas: El panel a muestra las revisiones de las medidas fiscales relacionadas con la defensa efectuadas desde las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025. El panel b excluye el apoyo a Ucrania (barras de color azul claro del panel a).

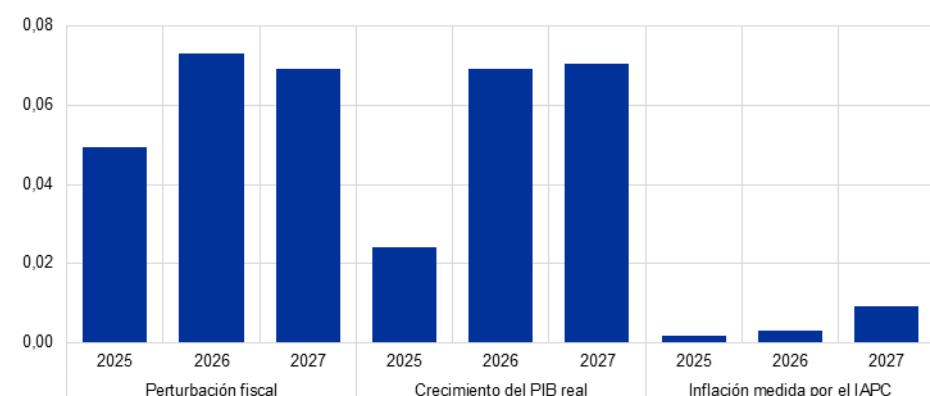
**Se espera que el nuevo gasto en defensa sustente en cierta medida el crecimiento de la zona del euro en el escenario de referencia, en particular en el período 2026-2027, mientras que el impacto sobre la inflación sería débil (gráfico C).** Los expertos del Eurosistema estiman que el efecto en el crecimiento del PIB real será de alrededor de 0,1 puntos porcentuales anuales en el período 2026-2027, con una repercusión limitada en 2025. Se espera que su impacto sobre

la inflación sea limitado durante el horizonte de proyección en ausencia de un vínculo directo con los precios de los bienes de consumo incluidos en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)<sup>6</sup>. Es probable que dicho impacto se produzca con retraso y que se intensifique ligeramente en el tiempo a medida que los efectos indirectos se transmitan a través de la demanda interna y de subidas salariales, pero permanecería en niveles reducidos durante el período 2025-2027.

### Gráfico C

#### Estimación de los efectos macroeconómicos del nuevo gasto de defensa – agregado de la zona del euro

(desviaciones con respecto al escenario de referencia en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2025.

Notas: El gráfico muestra los efectos macroeconómicos (crecimiento e inflación) en la zona del euro agregados a partir de los resultados específicos de cada país obtenidos de las simulaciones de modelos macroeconómicos realizadas por los expertos del Eurosistema. La «perturbación fiscal» (utilizada en las simulaciones macroeconómicas) es la variación anual de los niveles de gasto adicional que se muestra en el panel a del gráfico B, excluido el apoyo a Ucrania, que no tiene un impacto macroeconómico directo en las economías de la zona del euro.

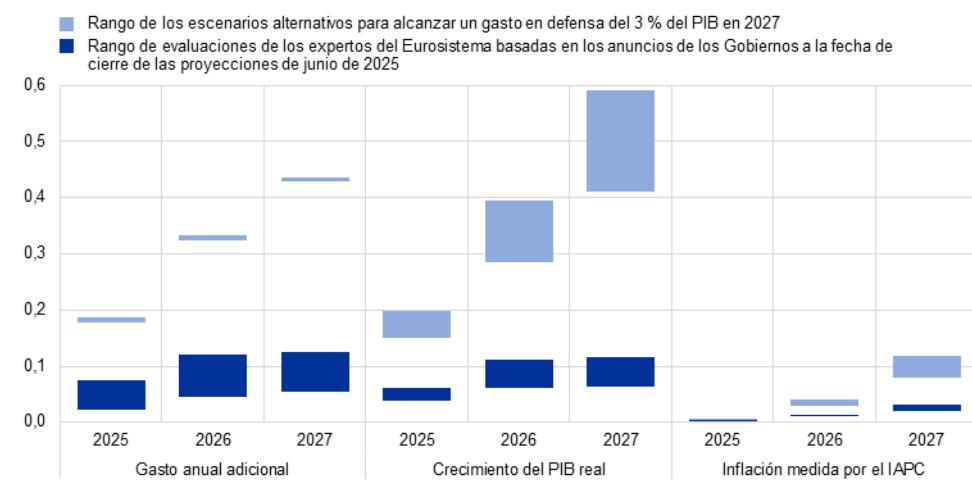
**En cuanto a los riesgos para el escenario de referencia, los expertos del Eurosistema evaluaron primero los riesgos asociados al gasto en defensa derivados de los anuncios efectivamente realizados por los Gobiernos a la fecha de cierre de las proyecciones de junio de 2025, que se consideraron relativamente limitados (gráfico D).** En los escenarios de riesgo específicos de cada país, basados en valoraciones de los expertos sobre el gasto adicional en defensa en comparación con el escenario de referencia, su composición y posible financiación, los efectos sobre el crecimiento del PIB real oscilan entre 0,06 puntos porcentuales y 0,12 puntos porcentuales al año durante el período 2026-2027, con un impacto contenido en la inflación. Los efectos del gasto adicional en defensa tienden a ser menores cuando: i) el estímulo se financia parcialmente a través de recortes de otros gastos en lugar de mediante la emisión de nueva deuda pública y ii) el gasto en defensa tiene un contenido importador mayor que el gasto público medio. Por otra parte, dado el actual tensionamiento del mercado de trabajo, el impacto sobre la inflación podría ser más intenso si las rentas del trabajo crecen de forma más vigorosa que en circunstancias normales.

<sup>6</sup> El incremento de la demanda de bienes de defensa puede tener un impacto directo a corto plazo sobre sus precios —que se reflejaría en un aumento de los deflactores del consumo y la inversión públicos— y, por tanto, sobre el deflactor del PIB.

## Gráfico D

### Riesgos para el escenario de referencia de las proyecciones de junio de 2025 derivados del gasto adicional en defensa

(puntos porcentuales del PIB y desviaciones con respecto al escenario de referencia en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en las evaluaciones de riesgos preparadas por los expertos del Eurosystema en el contexto de las proyecciones de junio de 2025.

Notas: Las tres columnas de la izquierda muestran un gasto neto adicional en defensa («perturbaciones» que dan lugar a una relajación fiscal o variaciones anuales). El rango de las barras de color azul oscuro de estas columnas viene dado por los escenarios de gasto adicional en defensa con y sin medidas de financiación compensatorias durante el horizonte de proyección. En los escenarios ilustrativos, las perturbaciones fiscales (barras de color azul claro) se presentan sin medidas compensatorias (financiación completa mediante deuda) durante el período 2025-2027. Los rangos de los distintos resultados macroeconómicos se basan en simulaciones del modelo ECB-BASE, manteniendo sin variación la política monetaria, el tipo de cambio y los diferenciales de tipos de interés en sus valores de referencia y modificando las configuraciones de supuestos de la simulación (grado de contenido importador, tensionamiento del mercado de trabajo y, para los escenarios ilustrativos, efecto rendimiento).

**Además, tomando como base las expectativas de los expertos del Eurosystema sobre los resultados de la cumbre de la OTAN de junio, en los escenarios de riesgo ilustrativos se consideraba un aumento del gasto adicional en defensa que podría dar lugar a efectos de crecimiento más significativos, mientras que el impacto sobre la inflación, aunque mayor, seguiría siendo limitado durante el horizonte de proyección.** En estos escenarios (que también se muestran en el gráfico D), que se utilizaron en la evaluación de riesgos de las proyecciones de junio, se supone un incremento gradual del gasto (orientado en mayor medida hacia la inversión pública) de hasta el 3 % del PIB a nivel agregado de la zona del euro para 2027. Estos escenarios generan efectos más pronunciados sobre el crecimiento del PIB (que se situaría 0,4-0,6 puntos porcentuales por encima del escenario de referencia en 2027) y un impacto algo más acusado sobre la inflación (alrededor de 0,1 puntos porcentuales en 2027). Estos efectos pueden considerarse límites superiores para el período 2025-2027, ya que los escenarios se elaboran de forma que permiten que el gasto adicional en defensa se financie totalmente mediante deuda. Como en las estimaciones descritas anteriormente, el impacto del gasto adicional se simula en diferentes escenarios para obtener un rango de efectos macroeconómicos. En estos escenarios, además del mayor contenido importador del gasto y de un grado de tensionamiento más elevado en los mercados de trabajo, se contempla un alza

moderada de los rendimientos de la deuda soberana, lo que reduce los efectos sobre el producto y la inflación<sup>7</sup>.

**Las estimaciones que se han presentado en este recuadro están sujetas a una incertidumbre considerable.** Además de la incertidumbre en torno a la acumulación efectiva de capacidades de defensa y al gasto fiscal asociado (magnitud, composición y calendario de las medidas), también existe una incertidumbre notable acerca de las estimaciones de los multiplicadores fiscales del gasto en defensa, donde la evidencia empírica es dispar<sup>8</sup>. Por otra parte, el impacto relativamente elevado en el crecimiento —pero reducido en la inflación— del gasto adicional en defensa durante el horizonte de proyección podría justificar un análisis más profundo, considerando, entre otros factores, el posible efecto en las expectativas de los hogares y las empresas<sup>9</sup>. Por último, en el análisis de los riesgos no se tienen en cuenta las posibles tensiones en los mercados financieros si las ratios de deuda pública no se sitúan en una senda descendente a medio plazo, en especial en los países de la zona del euro con altos niveles de endeudamiento y en el caso de que la evolución macroeconómica sea más adversa.

## Bibliografía

- A. Baumann, C. Checherita-Westphal, G. Kocharkov y S. Osterloh (2025), «Higher defence spending and its impact on households' expectations», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal, R. De Stefani, S. Haroutunian, S. Hauptmeier, C. Huber, D. Momferatou, P. Muggenthaler-Gerathewohl, R. Setzer y N. Zorell (2025), «Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 3, BCE.
- F. López Vicente, M. Rodríguez-Vives y J. Rojas (2024), «El gasto público en defensa, orden público y seguridad en España y en la Unión Europea», *Boletín Económico*, 2024/T3, Banco de España, artículo 5.
- E. Ilzetzki (2025), «Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups», *Kiel Report*, n.º 2, febrero.

<sup>7</sup> El aumento de los tipos de interés medios a largo plazo de la zona del euro considerado en esta simulación es de magnitud similar al observado cuando se anunció el acuerdo para formar un gobierno de coalición en Alemania en la primavera de 2025.

<sup>8</sup> La literatura empírica sobre los multiplicadores fiscales sugiere que el gasto militar puede tener efectos favorables sobre la demanda a corto plazo, pero —salvo el gasto en investigación y desarrollo— sus efectos en el crecimiento a largo plazo tienden a ser limitados. Sin embargo, las estimaciones de los multiplicadores fiscales varían sustancialmente y es probable que dependan del estado, de la metodología y de la muestra. Entre las revisiones recientes de la literatura, Ilzetzki (2025) considera que existe consenso sobre el hecho de que, en efecto, el PIB aumenta como consecuencia del mayor gasto en defensa, pero el alcance de esta expansión y la posible exclusión del sector privado siguen sin estar claros.

<sup>9</sup> Para más información sobre las expectativas de los hogares, véase Baumann *et al.* (2025) en este Boletín Económico.