

## Informe anual en breve

### Entorno internacional

La economía mundial creció algo más de lo esperado en 2024, aunque exhibió un comportamiento heterogéneo por sectores y áreas geográficas. Esta evolución resultó compatible con una reducción de las tasas de inflación, aunque el componente de servicios experimentó un descenso más paulatino.

- La economía mundial creció un 3,3 % en 2024, un ritmo de crecimiento ligeramente inferior al registrado en 2023, pero por encima de lo esperado, tanto a finales de 2023 como durante buena parte de 2024.
- El crecimiento global se apoyó en la expansión de la actividad en los servicios, mientras que las manufacturas se ralentizaron, particularmente en las economías avanzadas.
- Por áreas geográficas, el comportamiento de la actividad también fue heterogéneo. Entre las economías avanzadas, destacó el dinamismo de Estados Unidos, mientras que la expansión del producto fue más moderada en el área del euro y el crecimiento del PIB se ralentizó de modo significativo en Japón. Las economías emergentes moderaron ligeramente su crecimiento, condicionadas por la desaceleración de la actividad en China. En Latinoamérica, la actividad económica avanzó a un ritmo similar al del año previo.
- En 2024, las tasas de inflación general y subyacente prosiguieron su moderación gradual en las principales áreas geográficas, si bien la inflación subyacente disminuyó de forma más lenta, condicionada por los precios de los servicios.

En el área del euro, la actividad económica inició en 2024 una recuperación suave y gradual, que mostró el mismo patrón de heterogeneidad sectorial observado en la economía mundial. Al mismo tiempo, la inflación siguió reduciéndose, pese a la persistencia de la inflación de los servicios.

- Tras la atonía generalizada mostrada por la actividad económica de la UEM en 2023, el PIB de la eurozona inició, a comienzos de 2024, una senda de reactivación gradual y avanzó un 0,8 % en el conjunto del ejercicio, solo ligeramente por encima del crecimiento observado en 2023 —un 0,5 %—.
- Esta modesta aceleración de la actividad se apoyó, principalmente, en el avance del gasto público y en el desempeño positivo del sector exterior. Por el lado de la oferta, se observó, durante buena parte de 2024, una clara dicotomía entre sectores productivos, contrastando la continuada debilidad de las manufacturas con el empuje del sector servicios.
- La recuperación de la actividad económica en la zona del euro en 2024 fue desigual entre países. Por un lado, algunos países del centro y el norte de Europa, como Austria, Finlandia y Alemania, experimentaron leves contracciones del PIB. Otras economías, como Francia, Países Bajos e Italia mostraron tasas de crecimiento cercanas o por debajo del 1 %. En el otro extremo, algunos países del sur de Europa, como España, Grecia y Portugal, experimentaron ritmos de avance del PIB más elevados.
- La tasa de inflación de la zona del euro mantuvo una senda descendente, pasando del 2,9 % en diciembre de 2023 al 2,4 % en diciembre de 2024; este descenso vino determinado, principalmente, por la evolución de los componentes más volátiles de la inflación y, en particular, por la fuerte contención de los precios de los alimentos y la continuada reducción de los precios de la energía.

- La tasa de inflación subyacente también disminuyó, ya que pasó del 3,4 % en diciembre de 2023 al 2,7 % en diciembre de 2024. Esta evolución estuvo condicionada por una mayor resistencia a la baja de la esperada en la inflación de los servicios. En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos se moderaron significativamente.

En el tramo final de 2024 y en los primeros meses de 2025, la actividad económica mundial se ha venido desarrollando en un entorno caracterizado por una creciente incertidumbre sobre las políticas económicas y por elevadas tensiones geopolíticas y comerciales.

- El principal factor detrás del notable repunte observado en la incertidumbre a nivel global han sido las diversas medidas anunciadas/adoptadas por la nueva Administración estadounidense, que tomó posesión en enero de este año. Entre dichas medidas, destacan las relacionadas con la política arancelaria y, en particular, el incremento muy significativo y generalizado de los aranceles sobre las importaciones de bienes a Estados Unidos.
- En este contexto, el pasado 2 de abril, tras el anuncio de los denominados «aranceles recíprocos» por parte de Estados Unidos frente al resto del mundo, se produjo una considerable escalada en las tensiones comerciales. Ante este anuncio, muchas de las regiones afectadas —entre otras, la UE— anunciaron que adoptarían medidas de respuesta, mientras que las tensiones entre China y Estados Unidos dieron lugar a una extraordinaria espiral de represalias comerciales. Todo ello desembocó en fuertes correcciones y en una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales.
- El 9 de abril, el Gobierno de Estados Unidos anunció una suspensión temporal de 90 días de los aranceles recíprocos específicos por países, con la excepción de China, manteniendo el arancel del 10 % universal. Esta medida, unida a otros anuncios adicionales en materia arancelaria, ha conducido a una ligera desescalada de las tensiones comerciales.
- En este contexto, el crecimiento económico de Estados Unidos se desaceleró bruscamente en el primer trimestre de 2025, aunque en otras de las principales regiones mundiales —como China y el área del euro— la actividad siguió manteniendo un elevado dinamismo, y los riesgos sobre el crecimiento en los próximos trimestres están orientados a la baja.
- Por el lado de los precios, no se perciben, en los últimos datos publicados, cambios significativos en el proceso de desinflación a escala global. No obstante, la evolución futura de la inflación está sometida a una considerable incertidumbre y podría mostrar sendas muy divergentes por áreas geográficas.

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas y emergentes tendieron a relajar el tono de sus políticas monetarias en 2024, proceso que en 2025 se detuvo en algunos casos, pero que el BCE ha proseguido.

- La consolidación del proceso gradual de desinflación permitió que un número amplio de bancos centrales relajasen el tono restrictivo de sus políticas monetarias a lo largo de 2024 —proceso que comenzó con cierta antelación en las economías emergentes—.
- En el caso de la zona del euro, el BCE mantuvo un enfoque dependiente de los datos y, tras mantener el tipo de la facilidad de depósito en el 4 % desde septiembre de 2023, inició en junio de 2024 una fase de reducción, hasta situarlo en el 3 % a final del año.
- En paralelo, el BCE prosiguió con la reducción del balance del Eurosistema de manera gradual y predecible.
- En la parte transcurrida de 2025, el BCE ha continuado reduciendo los tipos de interés oficiales, hasta el 2,25 % en abril, mientras que un número creciente de bancos centrales, incluida la Reserva Federal de Estados Unidos, ha detenido el proceso de relajación monetaria en un contexto de elevada incertidumbre en torno al escenario macrofinanciero, geopolítico y comercial, y sobre la senda futura de la inflación.

Las condiciones financieras en el área del euro se relajaron en 2024, destacando la caída de los tipos de interés a corto plazo, la depreciación del euro y el aumento de los precios de los activos con riesgo.

- Tras alcanzar niveles máximos en octubre de 2023, las rentabilidades interbancarias comenzaron a reducirse en el área del euro a medida que fueron incorporando expectativas de bajadas de tipos de interés oficiales del BCE y, de manera más intensa, una vez iniciada la fase de bajadas de tipos. Los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo también descendieron en 2024, pero muy ligeramente.
- La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo en el área del euro tuvo un comportamiento heterogéneo por países, reduciéndose en el caso de la deuda española —que estrechó su diferencial a 10 años frente al *Bund* alemán en casi 30 pb, hasta situarse en 70 pb a final de 2024—.
- El euro se depreció ligeramente en términos efectivos nominales en 2024, muy condicionado por una pérdida de valor frente al dólar del 6 %.
- En los mercados de renta variable internacionales, las valoraciones tuvieron, en general, un comportamiento alcista en 2024, con una revalorización del IBEX 35 del 13,8 %.

Al inicio de 2025, los mercados financieros internacionales comenzaron a corregir algunas de estas dinámicas...

- A comienzos de 2025, las cotizaciones bursátiles y las rentabilidades en los mercados de deuda en Estados Unidos empezaron a corregir a la baja, ante un posible deterioro cíclico de la actividad en este país. Además, las cotizaciones de las empresas más relacionadas con la inteligencia artificial también se vieron negativamente afectadas por la irrupción en enero de la nueva competidora china DeepSeek.
- En el área del euro, en cambio, se prolongó la senda alcista de las cotizaciones bursátiles durante el primer trimestre de 2025, apoyada por la expectativa de una eventual resolución de los conflictos en Ucrania y Oriente Medio y el impulso al gasto en defensa e infraestructuras en la UE.

... y el anuncio de los «aranceles recíprocos» por parte del Gobierno de Estados Unidos desencadenó un episodio de fuertes turbulencias financieras a escala global, que ha ido revirtiendo en las últimas semanas.

- El tamaño, alcance y narrativa de los aranceles anunciados por parte de Estados Unidos el 2 de abril sorprendió negativamente a los mercados y provocó descensos pronunciados en los índices bursátiles y aumentos de la volatilidad y de las primas de riesgo de crédito corporativas a escala global.
- Una singularidad del episodio de inestabilidad financiera de abril de 2025 fue que la deuda pública de Estados Unidos y el dólar no actuaron como activos refugio. Al contrario, la rentabilidad de la deuda soberana estadounidense aumentó y el dólar se depreció.
- La inestabilidad en los mercados comenzó a revertir el 9 de abril, tras el anuncio por parte de Estados Unidos de una pausa temporal en la aplicación de algunos aranceles, y las valoraciones financieras han revertido en buena medida a lo largo de las últimas semanas, si bien no de manera completa en las rentabilidades a largo plazo o en el tipo de cambio del euro.
- La valoración de algunos activos con riesgo sigue siendo elevada desde una perspectiva histórica.

## Economía española

La economía española mostró un notable dinamismo en 2024, registrando un crecimiento del PIB mayor que el del resto del área del euro y por encima de lo esperado a principios de año.

- En España, el PIB creció un 3,2 % en 2024, por encima tanto de lo contemplado en las previsiones del Banco de España a principios de año (1,9 %) como del incremento registrado en el conjunto de la UEM (0,8 %).
- Las sorpresas al alza en la evolución del consumo —tanto público como privado— y de las exportaciones de servicios —tanto turísticos como no turísticos—, junto con el efecto arrastre positivo derivado de las revisiones estadísticas de las tasas de crecimiento en los últimos trimestres de 2023, fueron los principales factores que subyacen a la trayectoria ascendente del PIB.
- Por el lado de la oferta, todas las ramas de actividad mostraron un notable dinamismo, más acusado que en el resto de la UEM. Este mayor vigor se vio favorecido, entre otros factores, por una reducción más intensa de la factura energética en el caso de la industria, la prolongación de la diversificación geográfica y estacional de los flujos turísticos y la mayor capacitación de nuestro país en términos de infraestructura digital, que habría favorecido el desempeño de las ramas de servicios no turísticos y, en particular, de aquellas con mayor contenido tecnológico.
- Por el lado de la demanda, el consumo —tanto público como, sobre todo, privado— constituyó el principal soporte de la actividad en 2024, explicando el grueso de la brecha entre el crecimiento del PIB en España y en la UEM, mientras que la formación bruta de capital se mantiene, junto con las exportaciones de bienes, como la rúbrica de la demanda con una recuperación más rezagada desde la pandemia.
- Un factor de soporte destacado para el dinamismo de la demanda en España fue el fuerte aumento poblacional, que, impulsado por las llegadas de inmigrantes, alcanzó el 1 % en 2024, frente al incremento del 0,4 % registrado en el conjunto de la UEM.
- En los primeros meses de 2025, la economía española ha seguido registrando un ritmo de crecimiento robusto, si bien algo menos intenso que el observado en el tramo final de 2024, mientras que, de cara al futuro, al igual que sucede a escala global y europea, las perspectivas sobre la evolución de la actividad en España están sometidas a una extraordinaria incertidumbre, como consecuencia de un entorno internacional muy complejo.

La inflación en España prosiguió su senda de desaceleración a lo largo de 2024 —en línea con lo esperado a principios de año—, si bien la inflación de los servicios mostró una persistencia mayor de la esperada.

- En 2024, la inflación en España, medida a través del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), se redujo en 0,5 pp, hasta el 2,9 %, reflejando, principalmente, la desaceleración de los precios de los alimentos frente al repunte de los precios de la energía, derivado, en gran medida, de los efectos base generados por los descensos de los precios de la electricidad en 2023.
- La inflación subyacente registró en 2024 un crecimiento medio del 2,8 %, 1,3 pp inferior al del año anterior, como resultado, fundamentalmente, de la acusada desaceleración de los precios industriales no energéticos, frente a la mayor resistencia a la baja registrada en la inflación de los servicios.
- En comparación con las previsiones disponibles al inicio del año, la senda de desaceleración de la inflación se situó en línea con lo esperado, al compensarse las sorpresas a la baja en la inflación de los alimentos con la mayor persistencia de la inicialmente prevista en la inflación de los servicios.

- La remuneración por asalariado volvió a aumentar de forma significativa en 2024 —por encima de lo previsto en un principio y de los salarios pactados en convenio—, si bien la mejora de la productividad contribuyó a contener el avance de los costes laborales unitarios.
- En la parte transcurrida de 2025 no se han producido grandes cambios en las dinámicas de la inflación —que ha proseguido su senda de moderación—, aunque cabe destacar la volatilidad observada en los precios de la energía.

El empleo ha seguido avanzando a un ritmo robusto en 2024 y en los primeros meses de 2025, en un contexto en el que se redujeron de forma apreciable tanto la tasa de paro como la tasa de temporalidad.

- En 2024 y en los primeros meses de 2025, la creación de empleo fue más intensa en España que en la UEM, en consonancia con el mayor dinamismo de la actividad, destacando un crecimiento más vigoroso en términos de personas que de horas trabajadas.
- En los últimos años, la creación de empleo ha estado particularmente concentrada en la población inmigrante —entre finales de 2019 y finales de 2024, en torno a un 76 % de todos los puestos de trabajo creados en España han sido ocupados por nacidos fuera de nuestro país—, contribuyendo a satisfacer la mayor demanda de empleo de los sectores con mayores dificultades para cubrir sus necesidades de mano de obra.
- De acuerdo con los indicadores disponibles, desde finales de 2022 se ha producido un incremento significativo del porcentaje de empresas que declaran dificultades para encontrar mano de obra —especialmente de sectores vinculados a la hostelería y la construcción—, si bien existe una notable incertidumbre sobre si este aumento es un reflejo de la situación cíclica de la economía o de un desacople de naturaleza más estructural entre las habilidades requeridas y las disponibles.
- Un factor adicional de tensionamiento del mercado laboral español es el aumento del porcentaje de personas ocupadas en situación de incapacidad temporal, asociado a circunstancias tales como el deterioro de la salud tras la pandemia, el envejecimiento de la población y el propio ciclo económico —ya que históricamente se ha observado que la incidencia de la incapacidad transitoria ha sido mayor durante los períodos de expansión—.
- El elevado dinamismo registrado en la creación de empleo, más intenso que el observado en la población activa, se ha reflejado en una prolongación de la trayectoria descendente de la tasa de paro en España, si bien esta continúa situándose significativamente por encima del promedio de la UE, en especial en el caso de los jóvenes.

Los indicadores de productividad han mostrado un desempeño más favorable en España que en el resto de la UEM, tanto en 2024 como en el conjunto del período 2019-2024.

- Las ganancias de productividad registradas en la economía española en los últimos años han permitido reducir la brecha negativa acumulada a lo largo de las últimas décadas respecto al resto de la UEM, si bien esta continúa siendo significativa y reducirla representa uno de los mayores retos a los que se enfrenta la economía española de cara al futuro.
- El repunte reciente de la productividad en España puede deberse a factores coyunturales y/o estructurales.
- Entre los factores estructurales que habitualmente se señalan como determinantes de la productividad a largo plazo, destacan la innovación, el capital humano y la calidad de las instituciones.
- En términos de innovación, España presenta una posición alejada de los países de nuestro entorno, si bien este déficit se habría reducido tras la pandemia, de acuerdo con los indicadores disponibles.

- En relación con el capital humano, según los resultados obtenidos en exámenes estandarizados a nivel internacional sobre las competencias de la población adulta, se ha producido una cierta mejora en el período más reciente respecto a otros países de nuestro entorno —especialmente en el caso de los grupos de población con menor nivel educativo—.
- Finalmente, la calidad de las instituciones —entendidas estas como el conjunto de leyes y normas que regulan las relaciones socioeconómicas— y, en particular, la eficiencia de las Administraciones Públicas habrían experimentado un cierto deterioro desde principios de este siglo, de acuerdo con los indicadores disponibles.

La política monetaria menos restrictiva del BCE ha abaratado el crédito bancario, estimulando la demanda de préstamos por parte de los hogares y las empresas españolas, sectores que presentan ratios de endeudamiento en valores cercanos al mínimo de las últimas décadas.

- El coste de los nuevos préstamos bancarios ha disminuido de manera apreciable, alcanzando un nivel que, en comparación con el período 2013-2019, es superior en términos nominales, pero algo inferior ajustando por la inflación esperada.
- La caída acumulada del coste de la financiación en la fase actual de normalización de la política monetaria ha sido, en general, algo más intensa en España que en el área del euro.
- La reducción de los tipos de interés, en un contexto de elevado dinamismo de la economía española, ha impulsado la demanda de préstamos del sector privado, al tiempo que el saldo vivo de hipotecas comenzó a aumentar a mediados de 2024, tras dos años de descensos.
- Las ratios de endeudamiento de las familias y las empresas españolas se han situado en valores cercanos al mínimo de las últimas décadas, lo que, junto a otros indicadores, apunta a un nivel reducido de vulnerabilidad financiera de estos sectores.
- La rentabilidad del sistema bancario español ha continuado mejorando y la solvencia ha aumentado ligeramente.

En un contexto de fuerte dinamismo de los ingresos y los gastos públicos, tanto el déficit público como la ratio de deuda pública sobre PIB se redujeron en 2024.

- El déficit de las AAPP se redujo 0,3 pp en 2024, hasta el 3,2 % del PIB, como resultado, principalmente, del efecto del ciclo económico sobre las cuentas públicas, el aumento de la recaudación y la retirada de las medidas temporales de apoyo ante la crisis energética, frente al aumento resultante de los gastos extraordinarios relacionados con las medidas adoptadas en respuesta a la DANA y con determinadas sentencias judiciales.
- La ratio de deuda pública disminuyó en 2024 hasta situarse en el 101,8 % del PIB, debido, fundamentalmente, al aumento del PIB nominal, si bien aún permanece 4,1 pp por encima de los niveles previos a la pandemia.
- Desde una perspectiva temporal más amplia, la estructura de las finanzas públicas ha presentado cambios significativos desde la pandemia. Por el lado de los ingresos, que han aumentado sensiblemente, han ganado peso los impuestos directos y las cotizaciones sociales, frente a la reducción en la imposición indirecta. Respecto a los gastos, que también han aumentado de forma notable, cabe destacar el incremento registrado en las prestaciones sociales, el consumo público y la inversión pública.
- La inversión pública, palanca fundamental para impulsar el crecimiento a medio y largo plazo, se mantiene en España, en relación con el PIB, por debajo de la observada en la UEM, además de sustentar la mayor parte de su incremento reciente en iniciativas financiadas por fondos europeos de carácter temporal.

- De cara al futuro, el nuevo Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo establece un marco para normalizar las finanzas públicas, pero desaprovecha la oportunidad de plantear una planificación rigurosa de las cuentas públicas a medio plazo, especialmente en un contexto macroeconómico favorable que debería facilitar dicha planificación.

La capacidad de financiación de la economía española aumentó nuevamente en 2024, alcanzando su máximo histórico desde 1995, al tiempo que la posición deudora neta de la nación volvió a descender.

- En 2024, el incremento de la capacidad de financiación de la nación, de 0,4 pp del PIB, reflejó, principalmente, la ampliación del superávit por cuenta corriente.
- El incremento del superávit por cuenta corriente fue fruto del aumento del saldo de bienes no energéticos —que prosigue la tendencia favorable observada desde 2012, favorecida por las ganancias de competitividad y la diversificación de los mercados de exportación—, la notable expansión de las exportaciones de servicios y la ligera reducción del déficit energético —impulsada por la menor dependencia energética frente al resto del mundo y la disminución de los precios de la energía—.
- El superávit por cuenta corriente, unido al avance del producto, contribuyó a que el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta de la economía española descendiese en 2024 hasta el 44 % del PIB, su nivel más bajo desde 2004.
- En todo caso, este saldo deudor es todavía elevado en comparación con el de otros países de nuestro entorno; además, la deuda externa bruta de España en relación con el PIB se mantuvo prácticamente estable en 2024.

## Perspectivas y retos para la economía española a futuro

A principios de 2025, las previsiones de consenso planteaban un escenario central relativamente benigno para la actividad económica global, europea y española, si bien se destacaban algunos riesgos a la baja en términos de crecimiento que se han materializado tras los desarrollos comerciales y geopolíticos más recientes.

- A escala global, este escenario central contemplaba, fundamentalmente, que el ritmo de avance del PIB mundial sería relativamente robusto en los próximos años, por encima del 3 %. Al mismo tiempo, se esperaba que el proceso de reducción paulatina de las presiones inflacionistas continuara.
- En la UEM, las previsiones publicadas por el BCE a comienzos del pasado mes de marzo seguían siendo compatibles con la expectativa de una modesta aceleración de la actividad económica en la región y de una convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo del 2 % —tasa que se alcanzaría en 2026—.
- En cuanto a la economía española, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo proyectaba una tasa de expansión del producto algo menor que la registrada en 2024, pero aún por encima del crecimiento potencial de nuestra economía y del que se esperaba en la mayoría de las economías avanzadas. Asimismo, estas previsiones eran compatibles con la prolongación de la moderación de las presiones inflacionistas y con la convergencia de estas hacia tasas más cercanas al 2 %, que se alcanzarían en 2026.
- Los desarrollos económicos, comerciales y geopolíticos más recientes han supuesto la materialización de algunos de dichos riesgos, de tal forma que las perspectivas para la actividad económica mundial de cara a los próximos trimestres están sometidas ahora, incluso en su escenario central, a una extraordinaria incertidumbre que emana de un conjunto de factores particularmente inciertos.
- Estimar el posible impacto macroeconómico de este conjunto de factores resulta especialmente complejo no solo porque se desconocen algunos detalles fundamentales sobre estos, sino también porque no es evidente a través de qué canales afectarán a la actividad económica.

España mantiene una balanza comercial equilibrada con Estados Unidos y una exposición directa limitada, aunque esta es algo más elevada en algunos sectores concretos.

- En la última década, la balanza comercial de España con Estados Unidos ha estado cerca del equilibrio. Esto se debe a un superávit creciente en el comercio de servicios —de más de 10.000 millones de euros en 2024—, que es contrarrestado por un déficit en el comercio de bienes que, desde 2022, ha aumentado de forma apreciable como consecuencia del incremento de las importaciones energéticas.
- El volumen del comercio exterior español con Estados Unidos —medido como la ratio de importaciones más exportaciones sobre el PIB— es ligeramente superior al 4 % del PIB. Una cifra que es sensiblemente inferior a la que se observa en otras de las grandes economías de la UEM.
- Los productos más exportados desde España hasta Estados Unidos fueron los siguientes: i) la maquinaria y el equipo de transporte —27 % del total—; ii) otros bienes manufacturados —26 %—, y iii) los productos químicos —19 %—.
- Por otra parte, en términos del peso de las exportaciones a Estados Unidos en el total de las exportaciones de cada sector, los sectores más expuestos son los minerales no metálicos, la maquinaria y el equipo, el material y el equipo eléctrico, y otro material de transporte.

- En cuanto a los bienes importados de Estados Unidos, destacaron los productos energéticos, los productos químicos, y la maquinaria y el equipo de transporte.
- No obstante, la exposición indirecta de España a Estados Unidos es mayor debido a la integración de nuestra economía en las cadenas globales de valor.
- En 2023, antes de los últimos giros de la política comercial estadounidense, el arancel efectivo medio que la economía española soportaba en sus exportaciones hacia dicho país era del 3 %.
- Sin embargo, en el escenario arancelario actual, el arancel efectivo medio que la economía española soporta en sus exportaciones hacia Estados Unidos ha aumentado hasta el 12 %.
- Si finalmente llegaran a implementarse los «aranceles recíprocos» que la Administración estadounidense anunció el pasado 2 de abril, el arancel efectivo medio que la economía española soportaría en sus exportaciones a este país aumentaría aún más, hasta el 18 %.
- El impacto final de un incremento de los aranceles sobre el volumen de exportaciones de las empresas españolas dependerá, entre otros factores, de la sensibilidad de la demanda de bienes estadounidense al precio, de la capacidad de las empresas españolas (y de las del resto del mundo) para ajustar sus márgenes y de la posibilidad de que estas encuentren mercados de exportación alternativos a Estados Unidos o puedan recomponer su oferta de productos.
- Es importante destacar que, si bien el conflicto arancelario actual está centrado, por el momento, en los bienes, esto no implica que la actividad de los servicios no vaya a verse afectada.

En todos los escenarios comerciales simulados, el aumento de los aranceles reduce el dinamismo de la actividad económica global.

- Este efecto es creciente con el nivel general de los aranceles y, por tanto, resultaría más adverso en un escenario en el que los países objetivo de los aranceles estadounidenses impusieran represalias.
- Por áreas geográficas, el impacto negativo es sensiblemente mayor en Estados Unidos que en el resto de los países. En el área del euro y España, los efectos son más moderados.
- Estos efectos se verían significativamente amplificados si vinieran acompañados de un endurecimiento de las condiciones financieras o de aumentos de la incertidumbre económica.

En los últimos meses, en un contexto geopolítico crecientemente complejo y en el que Estados Unidos parece querer reducir su papel como principal garante de la seguridad mundial, ha ganado una considerable relevancia la necesidad de incrementar el gasto en defensa en la UE, al objeto de aumentar la autonomía europea en materia de seguridad.

- Al mismo tiempo, en respuesta a estas mismas inquietudes geopolíticas, pero también a la notable debilidad que la economía alemana viene arrastrando en los últimos años, la nueva coalición de gobierno de este país ha acordado un fuerte impulso fiscal de cara a los próximos años, que estaría centrado en el gasto en defensa e infraestructuras.
- En línea con estos desarrollos a nivel europeo, en España el Gobierno presentó el pasado 22 de abril el Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa, con un volumen de recursos cercano al 0,6 % del PIB, con el objetivo de alcanzar, ya en 2025, una ratio de gasto en defensa sobre PIB del 2 %, según los criterios establecidos por la OTAN.
- El impacto que este conjunto de iniciativas podría tener sobre la evolución de la actividad y los precios en la UE y en España durante los próximos trimestres vendrá determinado, además de por el gasto

adicional efectivamente realizado, por una serie de factores sobre los que aún existe una considerable incertidumbre.

En los últimos años, se han observado dinámicas que parecen cuestionar el proceso de globalización y el sistema internacional basado en el multilateralismo, con implicaciones adversas potencialmente más acusadas para las economías más abiertas e integradas en las cadenas globales de valor.

- El proceso de globalización económica de las últimas décadas ha impulsado los flujos internacionales de comercio e inversión y la difusión de tecnología, lo que ha favorecido no solo el crecimiento económico global, sino también el desarrollo de las economías emergentes.
- Sin embargo, en los últimos años se han venido observando diversas dinámicas que parecen cuestionar este proceso de globalización, así como un sistema de relaciones internacionales basado en la cooperación y el multilateralismo, con implicaciones adversas que serían potencialmente más acusadas para la UE y España, que son economías relativamente abiertas y que están muy integradas en las cadenas globales de valor.
- Ya en los últimos años se vienen observando algunos procesos muy acusados de redireccionamiento de los flujos comerciales bilaterales entre diversas economías, que podrían intensificarse y generalizarse en un futuro en función de cómo evolucione el conflicto arancelario actual.
- Más recientemente, han surgido dudas en cuanto al papel central del dólar estadounidense en el sistema monetario y financiero internacional. Si bien no es evidente que el dólar pueda dejar de actuar a corto plazo como ancla de dicho sistema, cualquier cambio brusco en esta situación —o en la percepción de los agentes económicos sobre esta— podría generar riesgos significativos para la estabilidad financiera global.

En un contexto económico y geopolítico extraordinariamente complejo, las políticas europeas deben responder de forma decidida —tanto en el ámbito externo como en el interno— en una dirección clara: reforzar la unidad del proyecto europeo, su marco institucional y la competitividad y resiliencia de la economía.

- En el ámbito externo, la UE debe seguir perfilándose como defensora de un marco multilateral en la toma de decisiones a escala global basado en reglas y, al mismo tiempo, ha de reforzar sus alianzas internacionales y diversificar sus exposiciones comerciales.
- Los retos no son menores en el ámbito interno, en el que es necesario que la UE implemente de forma ágil una ambiciosa agenda de reformas estructurales con el propósito de incrementar la integración, el dinamismo, la resiliencia y la competitividad de las economías europeas.
- La nueva Comisión Europea ha planteado una agenda de trabajo multidisciplinar para abordar muchos de estos retos estructurales de la UE. Resulta fundamental que todos los actores implicados en hacer avanzar esta agenda muestren ambición, altura de miras y un enfoque pragmático para poder conseguir mejoras apreciables en el actual marco económico y de gobernanza europeo.

La economía española ha mostrado un perfil de crecimiento robusto en los últimos años, y las perspectivas de cara a los próximos trimestres, en un escenario global extremadamente incierto, siguen siendo relativamente favorables, si bien presentan evidentes riesgos a la baja en términos del posible dinamismo futuro de la actividad.

- En este contexto, resulta fundamental entender, en primer lugar, qué parte de las dinámicas recientes de la actividad económica española se debe a factores puramente coyunturales —y que, por tanto, podrían

revertirse en el futuro— y qué parte se debe a cambios verdaderamente estructurales —que hayan incrementado de forma sostenible la resiliencia y la capacidad de crecimiento de nuestro país—.

- En segundo lugar, es preciso tener en cuenta que, a pesar de los avances recientes, la economía española aún se enfrenta a numerosos retos estructurales de una extraordinaria envergadura. Algunos de estos retos han sido bien conocidos durante décadas, como los relacionados con la productividad y el mercado de trabajo. Otros de los desafíos que condicionan el devenir, presente y futuro, de la economía española están adquiriendo una creciente relevancia en los últimos años, tales como los vinculados al mercado de la vivienda, los flujos migratorios y la transición ecológica.
- En tercer lugar, en una coyuntura —presente y futura— en la que el gasto público enfrenta presiones al alza, la política fiscal ha de aprovechar la oportunidad que proporcionan los fondos europeos y un patrón de crecimiento robusto para planificar, con una perspectiva de medio plazo, un reforzamiento de la sostenibilidad de las cuentas públicas y, al mismo tiempo, una mejora en su composición, de forma que los ingresos y gastos públicos presenten una contribución más favorable al crecimiento económico.