

## **Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Marzo de 2025**

## Índice

### EDITORIAL 3

### INFORME 7

#### Contexto global

- 1 La actividad económica mundial ha continuado creciendo a buen ritmo, aunque de forma heterogénea por regiones y sectores 8
- 2 Se aprecian algunas señales de estancamiento en el proceso de desinflación a escala global 9
- 3 Aumentan la incertidumbre y las tensiones comerciales y geopolíticas 10
- 4 En los últimos meses, las políticas monetarias de las principales economías mundiales han adoptado trayectorias divergentes, en línea con unas perspectivas heterogéneas de inflación y actividad 11

#### Contexto económico de la UEM

- 5 Los tipos de interés a largo plazo y los índices bursátiles han evolucionado de forma diferenciada por áreas 12
- 6 En el área del euro, la actividad económica se desaceleró sensiblemente en el cuarto trimestre de 2024... 13
- 7 ... mientras que, en los últimos meses, han aumentado las presiones inflacionistas en la energía y han disminuido en el componente subyacente 14

#### Economía española

- 8 La política monetaria del BCE está adquiriendo una orientación considerablemente menos restrictiva 15
- 9 La economía española mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado, impulsada por la demanda interna 16
- 10 La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad económica española seguiría creciendo a un ritmo elevado en el primer trimestre de este año 17
- 11 Persiste el buen comportamiento del empleo, especialmente, desde el inicio de la pandemia, en las ramas de servicios profesionales 18
- 12 El coste del crédito ha disminuido en los últimos meses, lo que ha impulsado la demanda de financiación de los hogares y las empresas 19
- 13 El consumo privado continuaría creciendo a comienzos del año a una tasa elevada, aunque esta sería algo menor que las observadas en los trimestres precedentes 20
- 14 La inversión productiva moderaría su avance en el primer trimestre de 2025, mientras que la inversión en vivienda se aceleraría ligeramente 21
- 15 En el primer trimestre del año, la contribución del sector exterior al crecimiento sería levemente positiva 22

- 16 En el tramo final del año pasado, los ingresos públicos mantuvieron un notable dinamismo, al tiempo que la DANA habría impulsado el gasto público 23
- 17 La inflación general ha aumentado desde octubre, fundamentalmente por el repunte de los precios energéticos 24
- 18 Los incrementos salariales pactados continúan en el entorno del 3%, si bien el aumento de los costes laborales es mayor por la persistencia de una deriva salarial positiva 25
- 19 La moderación de los costes laborales unitarios y la relativa estabilidad de los márgenes empresariales han contribuido a reducir las presiones inflacionistas internas 26

#### PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2025-2027) 27

- 20 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones 28
- 21 Se proyecta una ligera desaceleración en el ritmo de avance del PIB en los próximos trimestres 30
- 22 En los próximos años, el crecimiento de la actividad económica se apoyaría en el dinamismo de la demanda interna 31
- 23 En relación con el ejercicio de diciembre, las proyecciones actuales comportan una revisión al alza de la tasa de crecimiento del PIB en 2025, mientras que no varían las tasas de 2026 y 2027 32
- 24 Respecto al mercado laboral, se espera que la creación de empleo se prolongue a lo largo del horizonte de proyección, aunque con un vigor inferior al de los últimos trimestres 33
- 25 En el ámbito de las cuentas públicas, se proyecta que el déficit disminuya desde el 3,4 % del PIB esperado en 2024 hasta el 2,8 % en 2025 y el 2,6 % en el bienio 2026-2027 34
- 26 En los próximos meses, se espera que la inflación general inicie una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 % 35
- 27 La inflación subyacente seguirá moderándose a lo largo de este año y, en promedio, se situará próxima al 2 % en el trienio 2025-2027 36
- 28 Las proyecciones actuales implican una revisión al alza de la tasa de inflación general en 2025, mientras que no existen cambios relevantes en las tasas de 2026 y 2027 37
- 29 Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta a la actividad, y al alza en relación con la inflación 38

## EDITORIAL

## Editorial

**En los últimos meses, la actividad económica global ha venido desarrollándose en un entorno caracterizado por una creciente incertidumbre y complejidad geopolítica.** La mayoría de los indicadores de incertidumbre sobre las políticas económicas o el grado de tensiones geopolíticas y comerciales a escala internacional han experimentado repuntes muy significativos en los últimos meses. Un deterioro que estaría asociado, en gran parte, a las distintas medidas que la nueva Administración estadounidense ha venido anunciando —fundamentalmente en el ámbito arancelario—, a las dudas que existen acerca de su posible impacto macroeconómico y financiero y a las eventuales reacciones de las autoridades de algunas de las demás regiones económicas clave, como China y la Unión Europea (UE).

**La evidencia histórica sugiere que, en este tipo de escenarios, el crecimiento de la economía termina resintiéndose.** La incertidumbre y las tensiones geopolíticas y/o comerciales suelen provocar que los hogares y las empresas pospongan sus decisiones de gasto e inversión, lo que contribuye a ralentizar el crecimiento del PIB. Además, las tensiones comerciales y geopolíticas también podrían afectar a la producción en caso de que incrementen los riesgos de suministro y perturben el funcionamiento de las cadenas globales de valor; unos desarrollos que, como se constató durante algunas fases de la pandemia y de la crisis energética en Europa, pueden resultar especialmente disruptivos.

**En este contexto, el hecho de que el crecimiento del PIB mundial no haya registrado cambios muy significativos entre finales de 2024 y comienzos de este año debe valorarse con cautela...** Algunos indicadores recientes, particularmente para Estados Unidos, empiezan a mostrar ciertas señales de deterioro en el sentimiento económico y de mayor debilidad en el consumo.

**... especialmente en un entorno en el que el proceso de moderación de la inflación a escala global aún no se ha completado...** En los últimos meses, el ritmo de crecimiento de los precios ha aumentado en muchas de las grandes economías mundiales, así como las expectativas acerca de su incremento futuro. Unos aumentos —ligados en gran medida a repuntes en los precios energéticos— que los analistas interpretan, por el momento, como transitorios, pero que podrían terminar resultando más persistentes y afectando, por tanto, a las perspectivas de política monetaria de los bancos centrales.

**... y en el que los mercados financieros, a pesar de algunas correcciones recientes, continúan ofreciendo valoraciones relativamente elevadas y primas de riesgo reducidas.** En las últimas semanas, los mercados financieros internacionales se han mostrado particularmente sensibles a algunas sorpresas negativas registradas en los datos macroeconómicos, a la evolución de distintos conflictos geopolíticos —fundamentalmente en lo que se refiere a una eventual resolución del conflicto bélico en Ucrania— y a los numerosos anuncios vinculados a

diferentes medidas en materia de política económica —singularmente, sobre aranceles en Estados Unidos y sobre la posibilidad de una mayor expansión fiscal en la UE, ligada al gasto en defensa—. Todo ello ha generado, en época reciente, una cierta volatilidad en los mercados, pese a lo cual las primas de riesgo se mantienen en niveles relativamente reducidos.

**Con todo, el escenario central del consenso de los analistas sigue apuntando, por el momento, a que el PIB mundial mantendrá tasas de crecimiento razonablemente robustas en los próximos trimestres y a que proseguirá el proceso de desinflación global.** Los riesgos en torno a este escenario central estarían sesgados a la baja en términos de crecimiento y más equilibrados en cuanto a las perspectivas de inflación, al confluir factores que inciden tanto sobre la oferta como sobre la demanda. En cualquier caso, no debería descartarse la posibilidad de que lleguen a producirse correcciones bruscas en la valoración de los activos financieros en los mercados internacionales, lo cual podría repercutir de forma muy adversa sobre el crecimiento económico y la confianza de los agentes.

**En esta coyuntura tan incierta y compleja, la economía española ha seguido sorprendiendo al alza y mostrando un ritmo de crecimiento robusto.** El PIB español avanzó un 0,8% intertrimestral en el cuarto trimestre de 2024, ligeramente por encima de lo esperado en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre. Asimismo, los datos más recientes sugieren que la actividad económica española continuaría creciendo a un ritmo elevado, entre el 0,6% y el 0,7%, en el primer trimestre de este año. Un vigor que contrasta con la falta de dinamismo que se observa en el PIB del conjunto del área del euro, que solo creció un 0,2% en el cuarto trimestre de 2024, la misma tasa que se prevé para el primer trimestre de este año de acuerdo con el último ejercicio de previsiones del Banco Central Europeo.

**Como consecuencia de estas dinámicas, el crecimiento del PIB previsto para España en 2025 se revisa al alza en dos décimas respecto a las proyecciones de diciembre, desde el 2,5% hasta el 2,7%.** Esta revisión se debe al efecto positivo de los nuevos datos de PIB publicados por el Instituto Nacional de Estadística a finales de enero y a que las perspectivas sobre el comportamiento de las rentas de los hogares serían ahora más favorables que en diciembre, lo que podría repercutir de forma positiva sobre el consumo.

**Por su parte, la inflación prevista para 2025 se revisa al alza en cuatro décimas, hasta el 2,5%, en relación con las previsiones publicadas en diciembre.** Esta revisión al alza responde fundamentalmente a los mayores precios de la energía observados en el inicio del año y a que la senda futura prevista para los mismos es más elevada que la contemplada hace tres meses. En sentido contrario, la extensión hasta junio de 2025 de las medidas de apoyo al transporte público —que el Gobierno aprobó después del cierre del ejercicio de proyecciones de diciembre— contrarresta ligeramente la revisión al alza de la inflación en 2025.

**De cualquier manera, estas proyecciones para la economía española —al igual que las previstas para la economía mundial y europea— están sometidas a una extraordinaria incertidumbre y presentan riesgos a la baja en términos de crecimiento económico.** Es importante destacar que dichas previsiones no incorporan explícitamente el posible impacto

adverso sobre la actividad de los mayores niveles de incertidumbre y de tensiones geopolíticas que se vienen observando a escala global en los últimos meses. Tampoco incorporan el incremento de los aranceles, por parte de Estados Unidos, a las importaciones procedentes de México, Canadá y la UE, una cuestión sobre la que persiste una considerable incertidumbre. Asimismo, no se incluye en este ejercicio la posibilidad, contemplada actualmente en la UE, de flexibilizar las reglas fiscales a las que están sometidos los Estados miembros con el propósito de incrementar, de manera apreciable, el gasto público en defensa.

**Entre otros factores, será importante seguir monitorizando hasta qué punto la actividad económica española puede seguir manteniendo un ritmo de crecimiento sensiblemente superior al de dos de sus principales socios comerciales —Francia y Alemania—, así como la evolución de la inversión privada, que muestra una senda de recuperación particularmente débil.** En un contexto en el que los riesgos en torno al escenario central de inflación están ligeramente sesgados al alza, también será importante analizar la evolución de las presiones inflacionistas internas y, por tanto, el comportamiento de los costes laborales y los excedentes unitarios.

Esquema 1

	2025	2026	2027
PIB	<p><b>2,7 %</b></p> <hr/> <p>↑ 0,2 pp</p>	<p><b>1,9 %</b></p> <hr/> <p>=</p>	<p><b>1,7 %</b></p> <hr/> <p>=</p>
Inflación	<p><b>2,5 %</b></p> <hr/> <p>↑ 0,4 pp</p>	<p><b>1,7 %</b></p> <hr/> <p>=</p>	<p><b>2,4 %</b></p> <hr/> <p>=</p>

FUENTE: Banco de España.

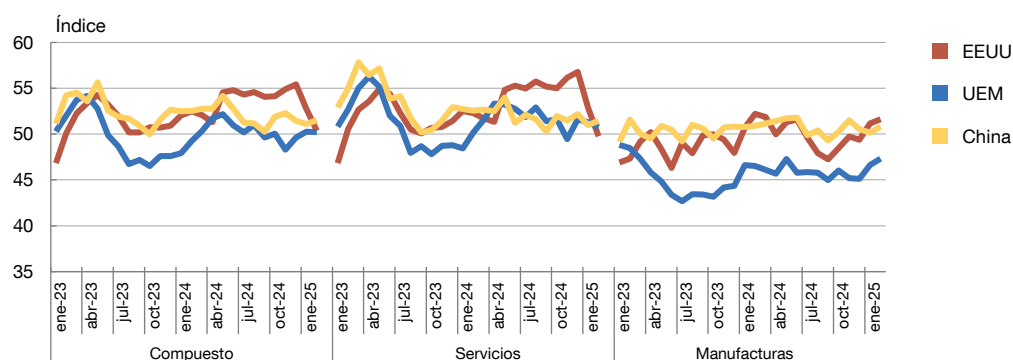
## INFORME

## 1 La actividad económica mundial ha continuado creciendo a buen ritmo, aunque de forma heterogénea por regiones y sectores

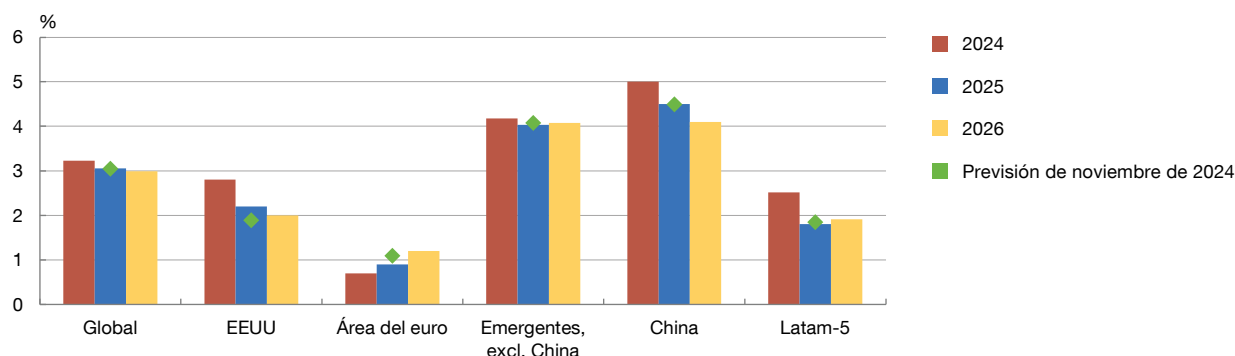
- El PIB mundial aceleró ligeramente su ritmo de expansión a finales de 2024, hasta el 0,9 % intertrimestral, aunque se siguieron observando diferencias entre las principales regiones. Así, en Estados Unidos el PIB se expandió con relativa intensidad —un 0,6 %, algo por debajo de lo esperado y del 0,8 % observado en el tercer trimestre—, apoyado en el consumo privado. Asimismo, en China el avance del PIB superó las previsiones —con una tasa interanual del 5,4 %—, impulsado por las medidas de apoyo desplegadas por las autoridades en los últimos meses. En cambio, el avance del producto siguió siendo modesto en el **área del euro** y sorprendió a la baja en algunas economías emergentes de Asia.
- En cuanto a la oferta, los servicios siguen evidenciando una mayor fortaleza que las manufacturas. No obstante, se aprecian, recientemente, ciertas señales de debilidad en los servicios y de incipiente recuperación en las manufacturas (gráfico 1.a). Por otra parte, especialmente en Estados Unidos, algunos indicadores de actividad recientes parecen apuntar a una mayor debilidad del consumo y un deterioro del sentimiento económico.
- Las perspectivas para los próximos trimestres acerca del crecimiento global apenas han variado en los últimos meses. En particular, se siguen esperando, para 2025 y 2026, ritmos de avance del PIB similares al de 2024, que serían coherentes con una cierta desaceleración de la actividad en Estados Unidos y China (gráfico 1.b).

Gráfico 1

### 1.a Evolución de los PMI



### 1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (a)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

a Se comparan las previsiones de febrero de 2025, en barras, con las previsiones de noviembre de 2024, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Latam-5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; en «Emergentes, excl. China»: «Latam-5», Argentina, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; por último, en «Global» se incluyen los anteriores países más China, Estados Unidos, Canadá, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y «Área del euro».

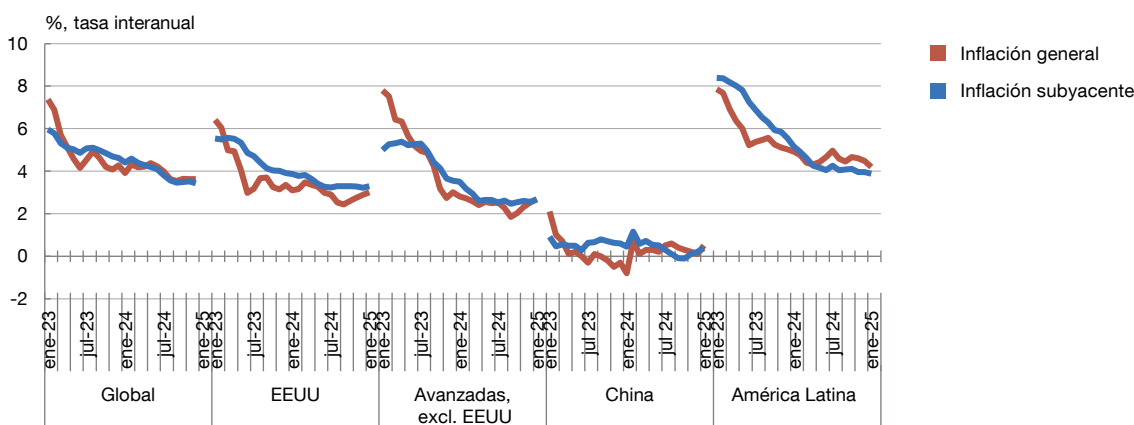


## 2 Se aprecian algunas señales de estancamiento en el proceso de desinflación a escala global

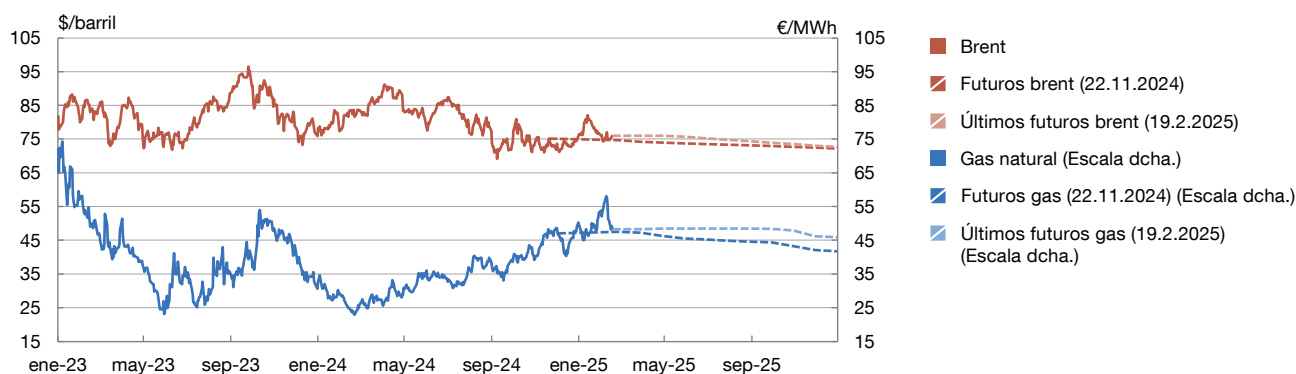
- Desde noviembre, la tasa de inflación general y la subyacente se han mantenido relativamente estables a escala global (gráfico 2.a). Esta evolución es el reflejo de dos factores principales. Por un lado, de la notable resistencia a la baja que continúa mostrando la inflación de los servicios. Por otro lado, del encarecimiento de la energía —especialmente del gas y del petróleo— que se produjo en el tramo final del año pasado y a comienzos de 2025; un encarecimiento que ha revertido parcialmente en las últimas semanas, en parte como consecuencia de diversos desarrollos geopolíticos (gráfico 2.b).
- Como consecuencia de estos dos factores, pero también del posible impacto de las medidas de política comercial y fiscal anunciadas por la nueva Administración estadounidense, las previsiones de inflación del consenso de los analistas se han revisado al alza en los últimos meses. Este ha sido el caso, especialmente, en Estados Unidos, donde, entre noviembre y febrero, el consenso ha incrementado su previsión para la inflación promedio en 2025 desde el 2,3 % hasta el 2,7 %.

Gráfico 2

### 2.a Evolución de la inflación



### 2.b Precios y futuros gas y petróleo



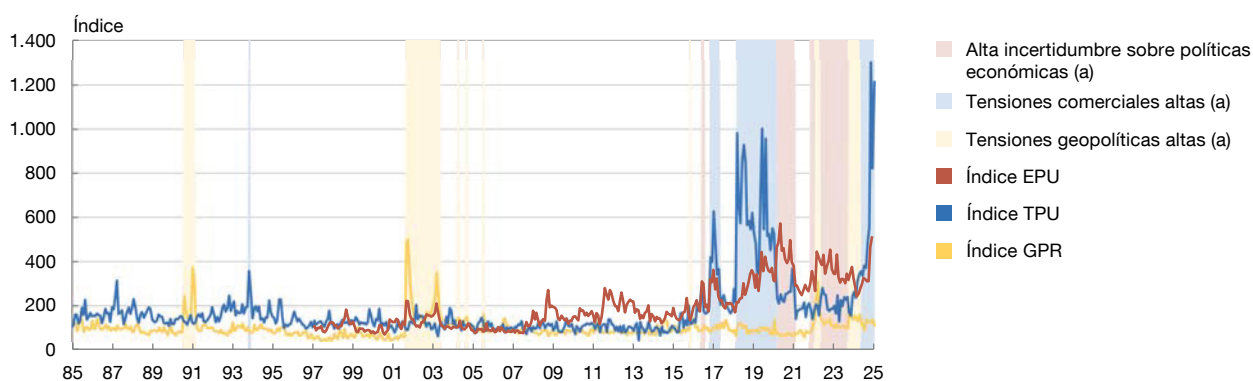
FUENTES: Estadísticas nacionales y Refinitiv.

### 3 Aumentan la incertidumbre y las tensiones comerciales y geopolíticas

- El entorno internacional presenta una extraordinaria complejidad por la confluencia de elevadas tensiones comerciales y geopolíticas y de una creciente incertidumbre sobre las políticas económicas en muchos países considerados sistémicos.
- Por un lado, los índices disponibles para medir estos aspectos revelan un considerable aumento reciente de las tensiones comerciales, que ha sido mayor que el registrado durante la primera guerra comercial entre Estados Unidos y China —2017-2019— (gráfico 3.a). Por otro lado, se observa un notable repunte de la incertidumbre sobre las políticas económicas, similar al observado durante la pandemia. Por su parte, el riesgo geopolítico se mantiene elevado, especialmente en comparación con las décadas en las que se produjeron los mayores avances del proceso de globalización y del desarrollo del multilateralismo en la toma de decisiones a escala internacional.
- La evidencia histórica sugiere que un aumento de la incertidumbre puede tener efectos significativos sobre la actividad económica si los agentes posponen sus decisiones de consumo e inversión, lo que reduciría la demanda agregada y el avance del PIB<sup>1</sup>. Además, las tensiones comerciales y geopolíticas también podrían afectar a la producción al amplificar los riesgos de suministro y perturbar el funcionamiento de las cadenas globales de valor.
- Los efectos de la incertidumbre sobre la inflación son más inciertos y dependen, fundamentalmente, de si esta perturbación adversa incide con mayor intensidad sobre la demanda o sobre la oferta. Así, si un incremento de la incertidumbre redujera especialmente la demanda, esto tendería a moderar la inflación. En cambio, si los efectos de la incertidumbre se manifestaran de forma más intensa a través de una reducción de la oferta —por ejemplo, vía disrupciones en las cadenas de valor o incrementos de los precios de la energía—, la inflación aumentaría.

Gráfico 3

#### 3.a Evolución histórica de las tensiones geopolíticas y comerciales y de la incertidumbre global sobre las políticas económicas



FUENTES: Índice GPR: Caldara y Iacoviello (2022), índice TPU: Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino y Raffo (2020), índice EPU: Baker, Bloom y Davis (2016)

a Se han marcado bandas azules (TPU), rojas (EPU) o amarillas (GPR) en las fechas en las que el valor del índice supera en más de una desviación estándar su media histórica. Último dato: febrero de 2025 para GPR y TPU; enero de 2025 para EPU global.

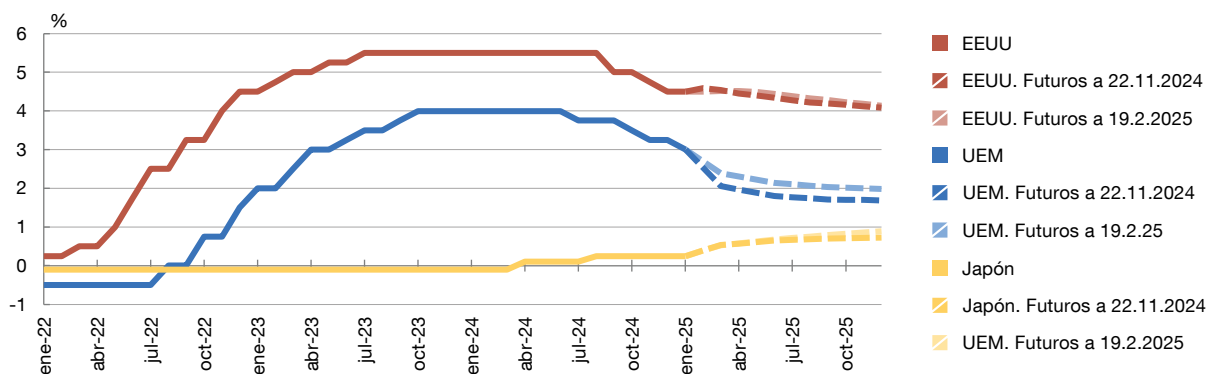
1 Véanse, por ejemplo, Baker, Bloom y Davis (2016), Ghirelli, Pérez y Urtasun (2019), Caldara y Iacoviello (2022), Alonso, Diakonova, Pérez (2025) y Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino y Raffo (2020).

#### 4 En los últimos meses, las políticas monetarias de las principales economías mundiales han adoptado trayectorias divergentes, en línea con unas perspectivas heterogéneas de inflación y actividad

- En las economías avanzadas, en la parte transcurrida de este año, se han producido recortes en los tipos de interés oficiales en el **área del euro**, Reino Unido, Canadá y Suecia, entre otras. En cambio, en Estados Unidos la Reserva Federal decidió en enero pausar el proceso de recortes iniciado en septiembre de 2024. Por su parte, el banco central de Japón incrementó sus tipos de interés oficiales hasta el 0,5 %, su nivel más alto desde 2008.
- Respecto a las economías emergentes, en Latinoamérica la mayoría de los bancos centrales —con la excepción del de Brasil— han reducido sus tipos de interés oficiales en los últimos meses, aunque manteniendo el tono restrictivo de sus políticas monetarias. Por su parte, China ha continuado con la relajación de sus condiciones de financiación, como parte de las medidas de estímulo adoptadas para hacer frente a la moderación de la actividad.
- En general, las expectativas de los mercados financieros señalan el mantenimiento de estas divergencias en las trayectorias de las políticas monetarias a escala global. Así, la senda esperada para los tipos de interés oficiales en Estados Unidos continúa apuntando a una pausa en el proceso de relajación monetaria durante buena parte de 2025 (gráfico 4.a), mientras que en la UEM las expectativas son coherentes con una prolongación del ciclo de reducción de los tipos de interés en los próximos meses. Finalmente, en Japón seguiría el endurecimiento gradual de su política monetaria.

Gráfico 4

4.a Tipos de interés oficiales observados y futuros (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Banco de España y Reserva Federal.

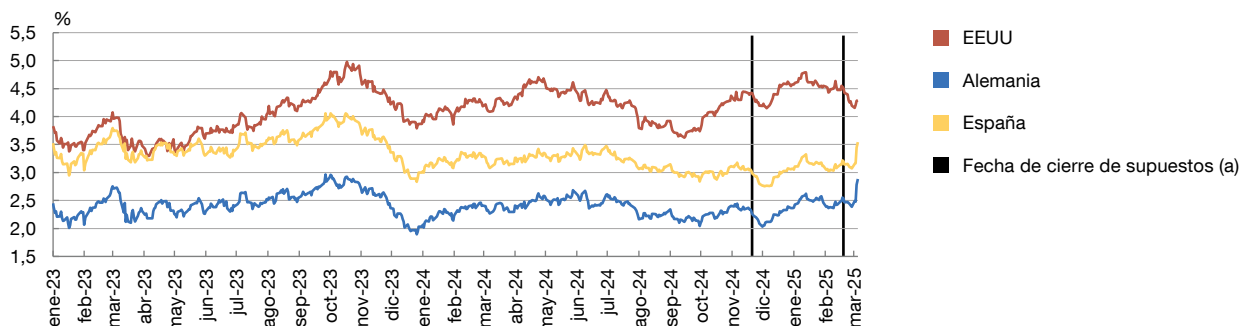
a Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés *overnight* del área del euro, futuros sobre el tipo de interés *overnight* de Japón).

## 5 Los tipos de interés a largo plazo y los índices bursátiles han evolucionado de forma diferenciada por áreas

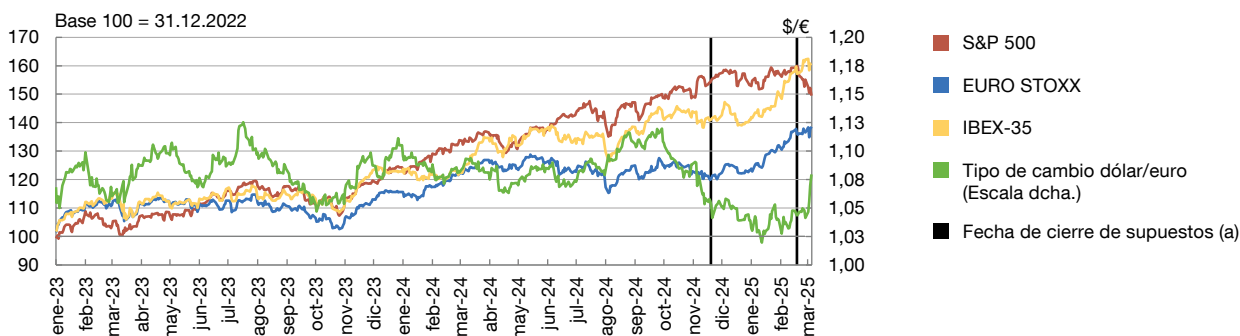
- La rentabilidad del bono soberano americano a diez años repuntó hasta mediados de enero, senda que se ha corregido tras la publicación de unos datos macroeconómicos peores de lo esperado (gráfico 5.a). En el área del euro, las rentabilidades de la deuda pública a diez años también mostraron un comportamiento ascendente hasta mediados de enero, que se ha intensificado de manera brusca a principios de marzo ante los anuncios de programas de mayor gasto público que vendrían acomodados por una flexibilización en los marcos fiscales. Los incrementos de estas rentabilidades a lo largo del trimestre han sido más intensos en el caso del bono alemán, de modo que los diferenciales soberanos se han comprimido ligeramente.
- En las últimas semanas, en un contexto de **elevada incertidumbre** en torno a las implicaciones de las políticas de la nueva Administración de Estados Unidos, los índices bursátiles han registrado caídas en este país. Además, los valores más relacionados con la inteligencia artificial también se vieron afectados negativamente por la irrupción del fenómeno DeepSeek a finales de enero. En cambio, los índices bursátiles europeos han mostrado un comportamiento alcista a lo largo del trimestre (gráfico 5.b). Esto reflejaría, entre otros factores, el mayor peso relativo de los bancos en estos índices, las negociaciones para una posible resolución del conflicto de Ucrania y, más recientemente, la posibilidad de un avance del sector de defensa europeo.
- En los mercados cambiarios, el dólar tendió a apreciarse a finales de 2024, pero su evolución ha sido más volátil en 2025 y a comienzos de marzo registró una marcada depreciación frente a las principales divisas internacionales. Con todo, en 2025 y hasta principios de marzo, el euro se ha apreciado un 3,9 % frente al dólar y un 1,5 % en términos efectivos nominales.

Gráfico 5

### 5.a Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



### 5.b Índices bursátiles y tipo de cambio



FUENTE: LSEG Datastream. Último dato observado: 6 de marzo de 2025.

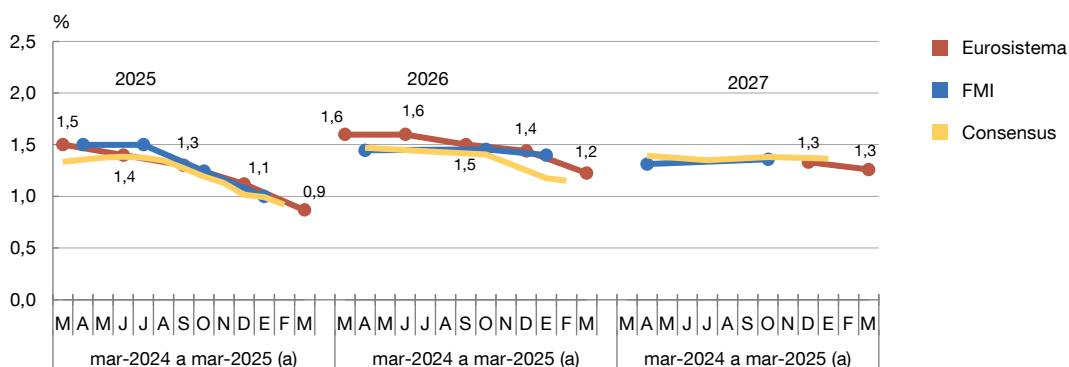
a Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2024 (21 de noviembre de 2024) y marzo de 2025 (19 de febrero de 2025).

## 6 En el área del euro, la actividad económica se desaceleró sensiblemente en el cuarto trimestre de 2024...

- De acuerdo con la última estimación proporcionada por Eurostat, el PIB de la zona del euro avanzó un 0,2 % en el último trimestre del año pasado, sensiblemente por debajo del crecimiento registrado en el trimestre precedente —un 0,4 %—. En términos de su composición, las contribuciones positivas del consumo, en especial del privado, y de la inversión se vieron parcialmente compensadas por la variación negativa de las existencias, mientras que la contribución del sector exterior fue nula.
- A esta evolución contribuyeron las sorpresas a la baja que se observaron en las tres principales economías de la región —con caídas del PIB en Alemania y Francia y un crecimiento muy modesto de la actividad en Italia—, que compensaron las sorpresas al alza que se registraron, por ejemplo, en **España** y Portugal.
- Los indicadores coyunturales más recientes —como el PMI— confirman la fragilidad del proceso de recuperación en curso a lo largo de los próximos trimestres.
- En un entorno de creciente incertidumbre, el ejercicio de proyecciones del BCE de marzo ha revisado a la baja, en dos décimas, el crecimiento esperado del PIB para 2025 y 2026, hasta el 0,9 % y el 1,2 %, respectivamente (gráfico 6.a), mientras mantiene la previsión para 2027 en el 1,3 %. La recuperación gradual de la actividad que se proyecta en este ejercicio se basaría, principalmente, en una mejora paulatina de la renta real y en una cierta estabilidad del mercado laboral. No obstante, los riesgos existentes sobre este patrón de crecimiento estarían sesgados a la baja, especialmente como consecuencia de **la elevada incertidumbre y las considerables tensiones comerciales y geopolíticas actuales**.

Gráfico 6

6.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: FMI, Consensus Economics y Eurosisistema.

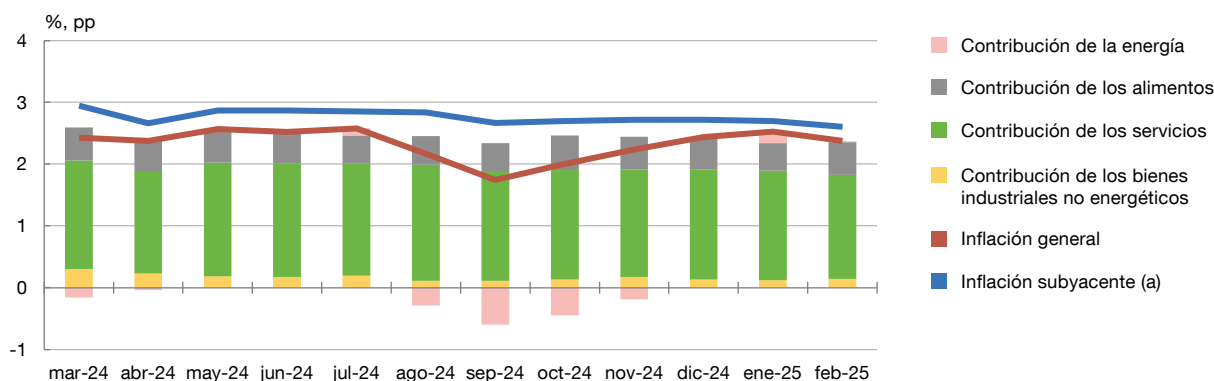
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

## 7 ... mientras que, en los últimos meses, han aumentado las presiones inflacionistas en la energía y han disminuido en el componente subyacente

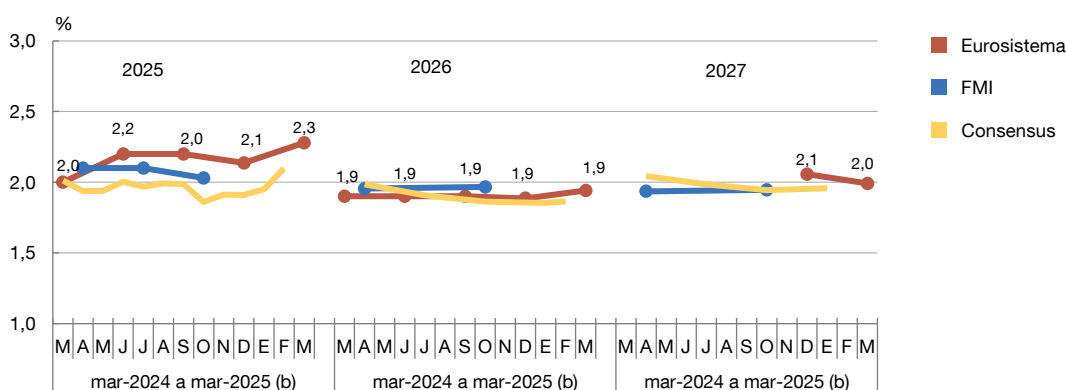
- Según el dato preliminar del IAPC, la inflación general de la UEM se redujo una décima en febrero, hasta el 2,4 % (gráfico 7.a), rompiendo así la tendencia alcista que venía mostrando desde el pasado mes de septiembre, asociada a la disipación de algunos efectos base transitorios en el componente energético.
- Por su parte, la inflación subyacente descendió una décima en febrero, hasta el 2,6 %. La mejor evolución en últimos meses de esta variable es el resultado, principalmente, de la menor presión ejercida por la inflación de los servicios, que, pese a su mayor persistencia, se redujo en dos décimas en febrero, hasta el 3,7 %, mientras que los precios de los bienes industriales no energéticos mantuvieron el tono de moderación.
- En este contexto, el ejercicio de proyecciones de marzo del Eurosistema ha elevado en dos décimas la previsión de la tasa de inflación general para 2025, hasta el 2,3 %, debido principalmente **al alza del precio de las materias primas energéticas**. Con posterioridad, el ejercicio mantiene prácticamente inalteradas las previsiones de inflación para 2026 y 2027 en el 1,9 % y el 2 %, respectivamente (gráfico 7.b).

Gráfico 7

### 7.a Inflación en el área del euro y contribución de los componentes



### 7.b UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: FMI, Consensus Economics, Eurosistema y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

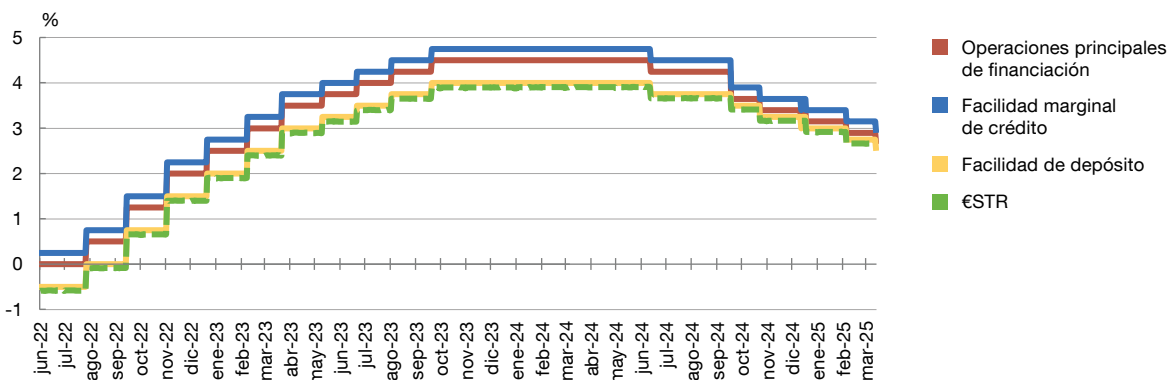
b Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

## 8 La política monetaria del BCE está adquiriendo una orientación considerablemente menos restrictiva

- El Consejo de Gobierno del BCE de marzo volvió a bajar los tipos de interés oficiales en 25 pb, hasta situar el tipo de la facilidad de depósitos en el 2,5 % (gráfico 8.a). Se trata de la sexta rebaja desde junio de 2024, con un recorte acumulado de 150 pb en el tipo de interés de la facilidad de depósitos, referencia que determina la orientación de la política monetaria en el área del euro.
- Esta decisión se ha basado en la evaluación actualizada de las **perspectivas de inflación**, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. En particular, el proceso de desinflación continúa avanzando y las últimas proyecciones del BCE están estrechamente alineadas con las anteriores perspectivas de inflación. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará de forma sostenida en torno al objetivo. En relación con la **transmisión**, las bajadas de los tipos de interés están reduciendo el coste del crédito nuevo para las empresas y los hogares, y el crecimiento de los préstamos está repuntando. En todo caso, las anteriores subidas de los tipos de interés han continuado transmitiéndose al saldo vivo del crédito en el conjunto del área del euro y están frenando la relajación de las condiciones de financiación.
- De cara al futuro, el Consejo de Gobierno mantendrá un enfoque dependiente de los datos, adoptando las decisiones en cada reunión y sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos, especialmente en un contexto de elevada incertidumbre como el actual.

Gráfico 8

8.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



FUENTES: Banco de España y LSEG Datastream. Último dato observado: 6 de marzo de 2025.

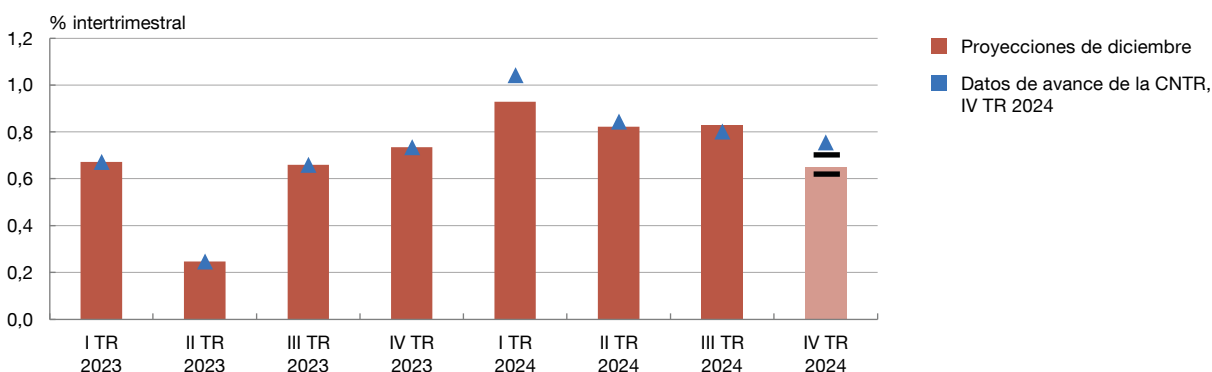
NOTA: El nuevo nivel de los tipos de interés tendrá efecto a partir del día 12 de marzo.

## 9 La economía española mantuvo un elevado ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre del año pasado, impulsada por la demanda interna

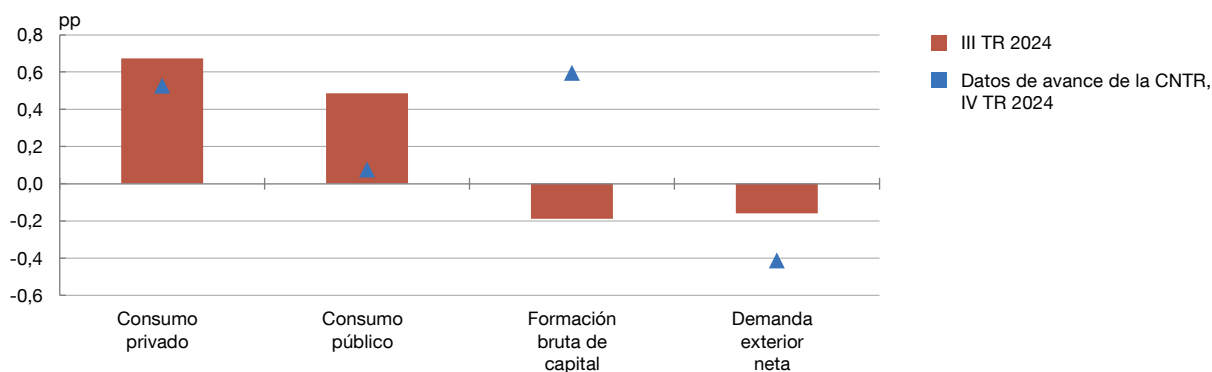
- De acuerdo con los datos de avance de la CNTR, el crecimiento del PIB se situó en el 0,8 % en el cuarto trimestre de 2024, misma tasa que en los dos trimestres anteriores y levemente por encima del rango previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre](#), del 0,6 %-0,7 % (gráfico 9.a).
- Este crecimiento se apoyó en la fortaleza de la demanda interna, especialmente de la **formación bruta de capital** y del **consumo privado**, cuya contribución conjunta al avance del producto fue de 1,2 pp (gráfico 9.b). En cambio, la aportación de la **demanda exterior neta** al crecimiento fue negativa, de -0,4 pp, debido al dinamismo —mayor de lo anticipado— que mostraron las importaciones y a la caída —del 1,1 %— que experimentaron las exportaciones de bienes.
- Desde la óptica de la oferta, todas las ramas productivas, salvo el sector de agricultura, ganadería y pesca, registraron avances en el último trimestre de 2024. Destacó la ligera aceleración que presentó la actividad industrial y, en los servicios, el dinamismo que mostraron las actividades inmobiliarias, así como las actividades profesionales, científicas y técnicas y las actividades de la Administración Pública, educación y sanidad.

Gráfico 9

### 9.a Evolución del PIB en España



### 9.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: INE y Banco de España.



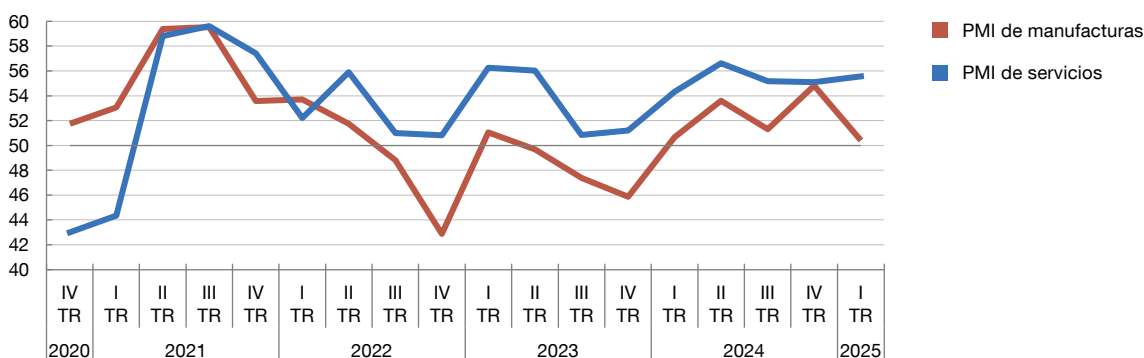


## 10 La información coyuntural más reciente sugiere que la actividad económica española seguiría creciendo a un ritmo elevado en el primer trimestre de este año

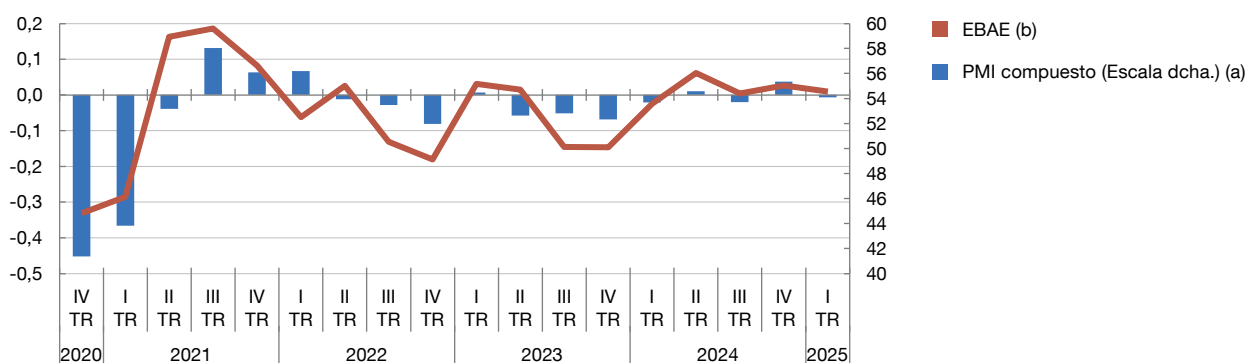
- De acuerdo con los distintos indicadores disponibles, que ofrecen información parcial y aún incompleta sobre el comportamiento de la actividad en el primer trimestre del año, la tasa de avance del PIB podría situarse entre el 0,6 % y el 0,7 % intertrimestral, solo ligeramente por debajo de la observada en los trimestres precedentes.
- Entre los indicadores que son coherentes con una ligera pérdida de dinamismo de la actividad en el inicio del año, cabe destacar los de confianza. En particular, si bien el PMI de los servicios mantuvo, en el promedio de enero y febrero, niveles similares a los del cuarto trimestre de 2024, tanto el PMI de las manufacturas como el PMI compuesto se situaron en niveles inferiores (gráfico 10.a).
- Por otra parte, los resultados de la última edición de la EBAE sugieren que la facturación de las empresas españolas se habría mantenido prácticamente estable en términos desestacionalizados en el primer trimestre del año, tras el leve repunte reportado a finales de 2024 (gráfico 10.b)<sup>2</sup>.

Gráfico 10

### 10.a Evolución de los PMI (a)



### 10.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE y del PMI compuesto



FUENTES: S&P Global y EBAE (Banco de España).

a El dato del PMI del primer trimestre de 2025 es el promedio de los meses de enero y febrero.

b Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2. Serie corregida de efectos estacionales.



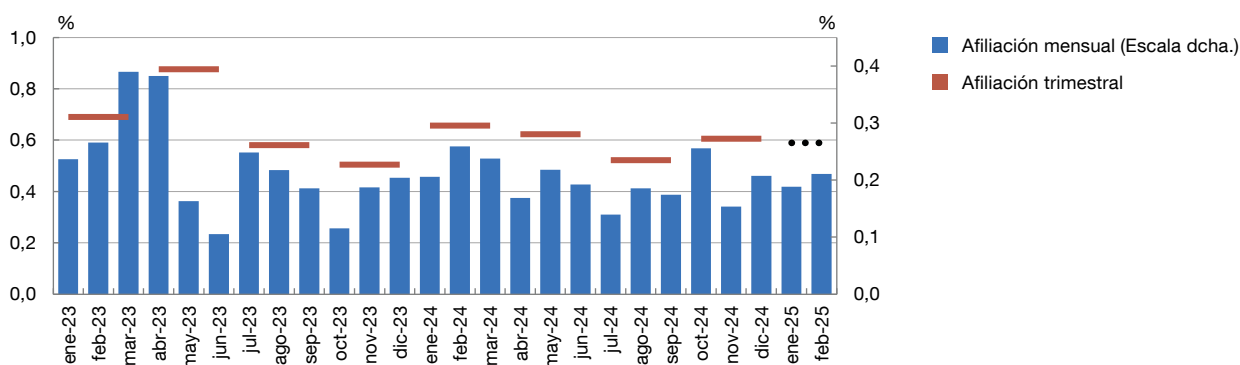
2 Fernández Cerezo e Izquierdo (2025).

## 11 Persiste el buen comportamiento del empleo, especialmente, desde el inicio de la pandemia, en las ramas de servicios profesionales

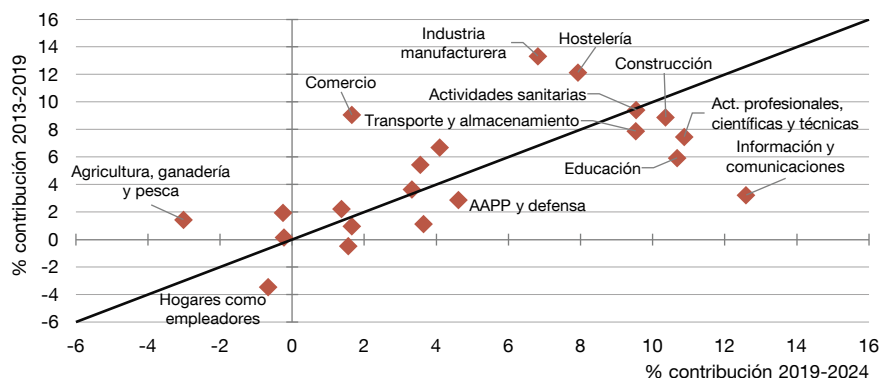
- En febrero, la afiliación a la Seguridad Social mostró un incremento del 0,2 % en tasa mensual desestacionalizada (gráfico 11.a), cifra similar a la observada en los dos meses precedentes. Para el conjunto del primer trimestre, esta evolución anticiparía un comportamiento del empleo similar al registrado en el último trimestre de 2024.
- Por ramas de actividad, en el promedio de los dos primeros meses del año, destaca el favorable desempeño de la afiliación en sectores como el transporte, la construcción y las actividades inmobiliarias, los servicios profesionales y la educación.
- Con una perspectiva temporal más amplia, el crecimiento del empleo desde el período prepandemia se ha visto impulsado principalmente por las ramas de información y comunicaciones, actividades profesionales, científicas y técnicas, educación y construcción. En conjunto, estas ramas han supuesto cerca de un 45 % de todo el crecimiento acumulado de la ocupación entre finales de 2019 y finales de 2024 (gráfico 11.b). Este patrón en la creación de empleo contrasta con el observado entre 2013 y 2019, período en que el aumento de la ocupación estuvo más concentrado en la industria manufacturera, la hostelería y el comercio.

Gráfico 11

11.a Afiliación total. Tasas mensuales y trimestrales (a)



11.b Contribución relativa (en pp) al crecimiento de la ocupación total (b)



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones e INE.

- a Tasas mensuales y trimestrales desestacionalizadas. Para la tasa intertrimestral del primer trimestre de 2025 se han usado solo los datos de enero y febrero.
- b Línea: 45 grados. Los rombos representan la contribución relativa al crecimiento de los ocupados totales, en puntos porcentuales, de cada rama de actividad. En el eje vertical se recogen las contribuciones para el período II TR 2013-IV TR 2019; en el eje horizontal, para el período IV TR 2019-IV TR 2024.

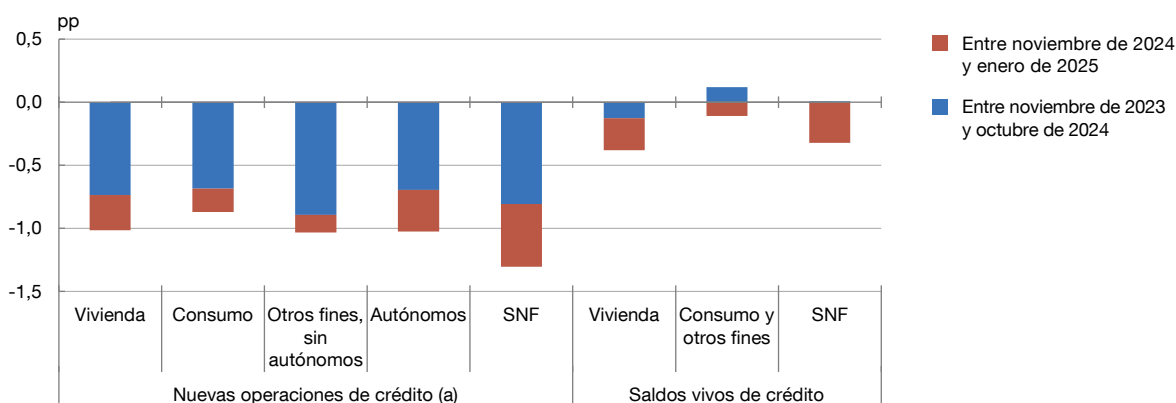


## 12 El coste del crédito ha disminuido en los últimos meses, lo que ha impulsado la demanda de financiación de los hogares y las empresas<sup>3</sup>

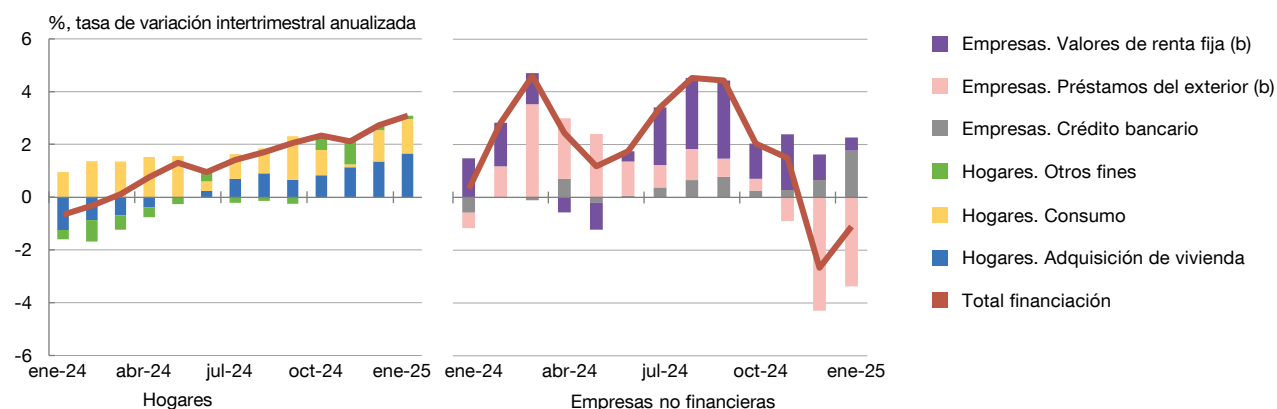
- Los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito han mantenido un descenso gradual y generalizado por segmentos en los últimos meses (gráfico 12.a), una tendencia que también se empieza a observar en el coste medio de los préstamos vivos.
- La demanda de préstamos ha seguido fortaleciéndose —según la *Encuesta de Préstamos Bancarios*— y las empresas han reportado cierta mejoría en el acceso a su financiación —de acuerdo con la *Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación*—.
- La financiación a los hogares ha continuado acelerando su expansión en los últimos meses, con una contribución creciente de las hipotecas para vivienda (gráfico 12.b). En cambio, la financiación a las empresas ha registrado un retroceso, por la contribución negativa de los préstamos del exterior como consecuencia de operaciones puntuales de algunos grupos empresariales, mientras que el crédito de bancos residentes ha intensificado la recuperación iniciada a mediados del año pasado.

Gráfico 12

### 12.a Variación en el coste del crédito durante la fase de normalización de la política monetaria



### 12.b Financiación a los hogares y a las empresas no financieras (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos desestacionalizados. Incluye titulización.

b Los valores emitidos en el exterior se excluyen de los préstamos de no residentes y se incluyen en valores de renta fija.



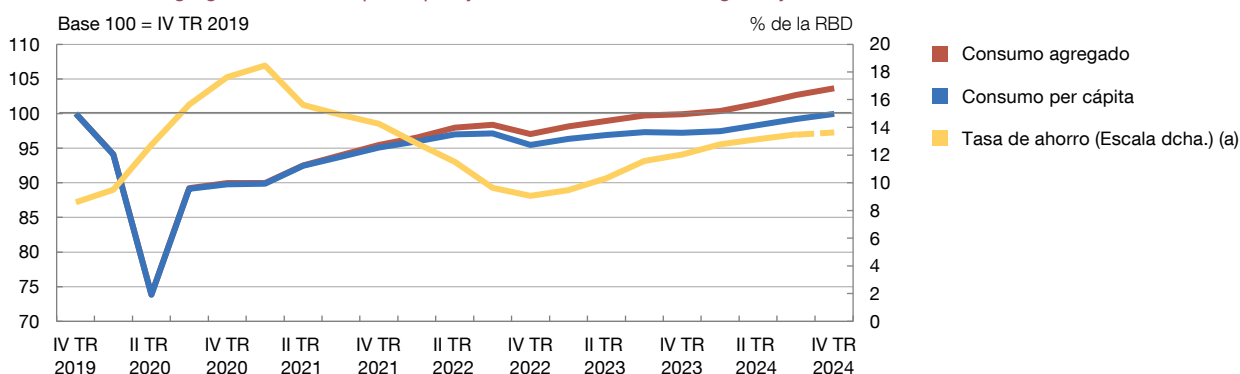
3 Para un mayor detalle, véase el *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 2.º semestre 2024*.

### 13 El consumo privado continuaría creciendo a comienzos del año a una tasa elevada, aunque esta sería algo menor que las observadas en los trimestres precedentes

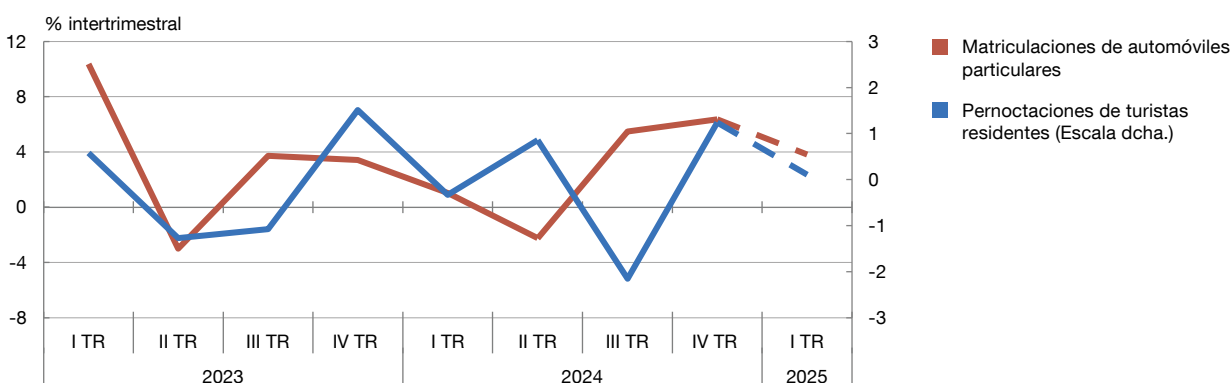
- El consumo privado mantuvo un avance robusto en el cuarto trimestre del año pasado —del 1% en tasa intertrimestral, muy similar a la registrada en los dos trimestres previos—, de forma que esta partida se situó 3,6 pp por encima de su nivel prepandemia —si bien en términos per cápita el consumo se situó prácticamente en dicho nivel (–0,1 pp)—.
- En todo caso, este dinamismo del consumo, que ha estado impulsado por el considerable vigor que la renta disponible de los hogares ha mostrado durante 2024, ha sido compatible con tasas de ahorro elevadas que no muestran, por el momento, signos de flexión a la baja (gráfico 13.a).
- La información coyuntural más reciente sugiere que el consumo privado mantendría un dinamismo notable en el primer trimestre, aunque su avance se moderaría respecto a finales de 2024. En esta dirección apuntan tanto las matriculaciones de vehículos particulares como las pernoctaciones hoteleras de los residentes en el territorio nacional (gráfico 13.b). En el mismo sentido, las perspectivas de gasto de los hogares reportadas en la CES del BCE indicarían una moderación en el dinamismo futuro del consumo, especialmente en los hogares del quintil superior de ingresos.

Gráfico 13

#### 13.a Consumo agregado, consumo per cápita y tasa de ahorro de los hogares y las ISFLSH



#### 13.b Evolución de los indicadores habituales de gasto (b)



FUENTES: Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones e INE.

a Datos acumulados de cuatro trimestres. Para el cuarto trimestre de 2024, no disponible por el momento, se presenta el valor previsto bajo el ejercicio de previsión presentado en este documento.

b La tasa del primer trimestre de 2024 se ha calculado con los datos observados del mes de enero para las pernoctaciones y con la media del período enero-febrero para las matriculaciones de automóviles particulares.

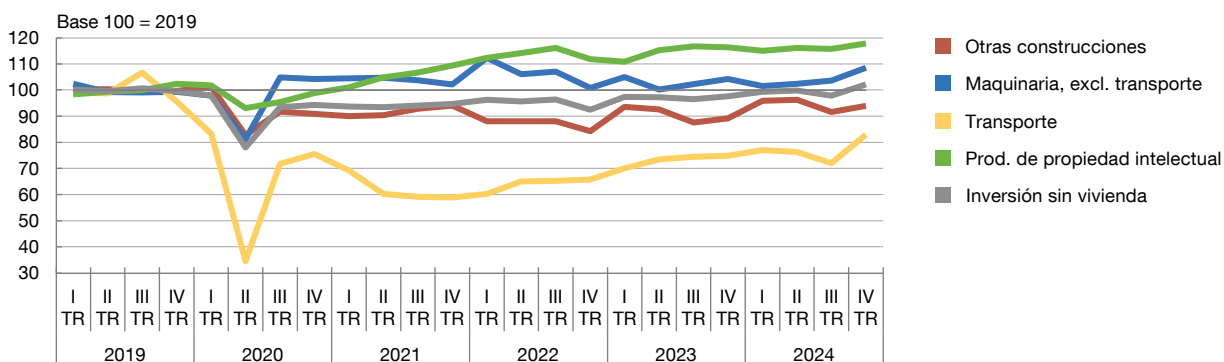


## 14 La inversión productiva moderaría su avance en el primer trimestre de 2025, mientras que la inversión en vivienda se aceleraría ligeramente

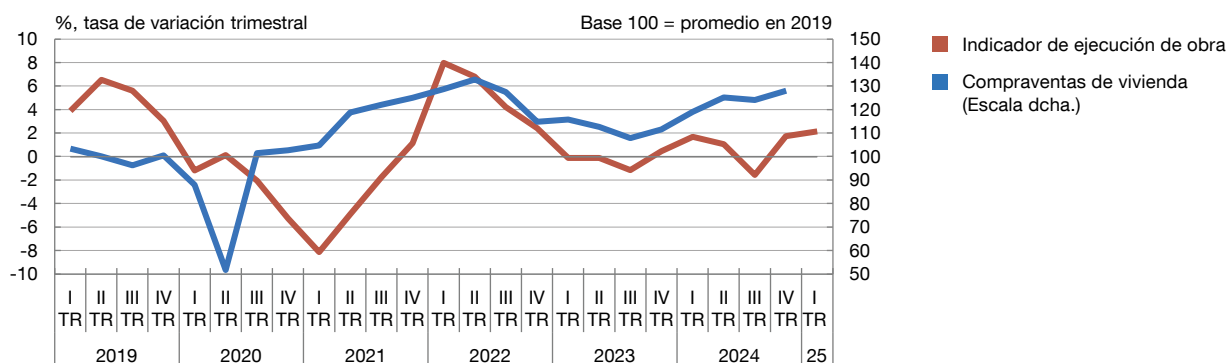
- En los últimos trimestres, la inversión productiva<sup>4</sup> viene mostrando una considerable volatilidad. Así, tras experimentar una intensa contracción en el tercer trimestre de 2024, repuntó con fuerza y de manera generalizada por componentes en el último trimestre del año pasado y registró un avance del 2,8% (gráfico 14.a).
- En el primer trimestre de 2025, los indicadores cualitativos apuntan a que la inversión productiva continuaría su recuperación, pero a un ritmo más moderado. En esta dirección señalan, por ejemplo, el PMI de bienes de equipo —que se situó en terreno contractivo en los dos primeros meses de 2025, tras los buenos datos que mostró a finales de 2024— y la EBAE, que sugiere una continuación del crecimiento de la inversión por cuarto trimestre consecutivo, aunque a un ritmo algo inferior al del trimestre previo.
- Por su parte, los indicadores de inversión en vivienda mantienen un tono positivo; entre otros, el indicador de ejecución de obra y el de compraventas de vivienda (gráfico 14.b). En cuanto a los precios, la robustez que mantiene la demanda y las limitaciones a las que se enfrenta la oferta han seguido impulsando su dinamismo, hasta un crecimiento interanual del 11,3% a finales de 2024.

Gráfico 14

### 14.a Evolución reciente de la inversión productiva



### 14.b Principales indicadores de la inversión en vivienda (a)



FUENTES: Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, INE y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de 3 meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de 18 meses para la ejecución. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda.



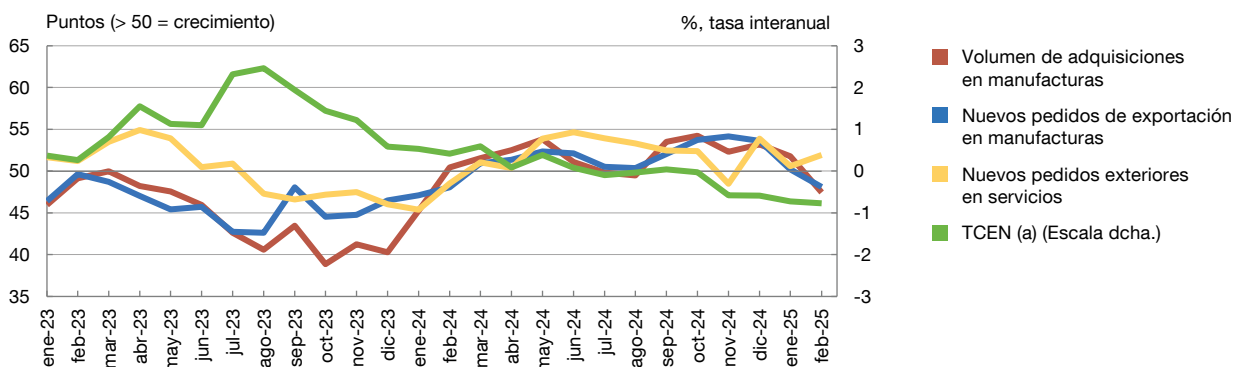
4 Es decir, la suma de la inversión en maquinaria y equipo, intangibles y las otras construcciones, excluyendo la inversión en vivienda.

## 15 En el primer trimestre del año, la contribución del sector exterior al crecimiento sería levemente positiva

- En el cuarto trimestre de 2024, la contribución de la demanda externa neta al crecimiento del PIB fue negativa (−0,4 pp), debido, principalmente, al empuje de las importaciones, tanto de bienes (+0,8 %) como de servicios (+3,6 %). Además, las ventas al exterior se desaceleraron, acusando la caída de las exportaciones de bienes (−1,1 %), que más que compensó la aceleración de las exportaciones de servicios (+2,3 %).
- Respecto al trimestre en curso, los indicadores coyunturales disponibles apuntarían a un descenso de los flujos comerciales de bienes con el exterior en los últimos meses (gráfico 15.a). Una dinámica que podría verse contrarrestada, no obstante, por una cierta normalización de la actividad exportadora — tras el impacto negativo y transitorio de la DANA sobre estos flujos en el trimestre pasado— y por la fortaleza que se prevé para la demanda interna.
- En cuanto a las exportaciones de servicios, dada la depreciación nominal del euro en el tramo final de 2024, su ritmo de avance seguiría siendo sólido, aunque probablemente se modere en este trimestre. Así, por ejemplo, en el caso de las exportaciones de servicios turísticos, el avance interanual de las pernoctaciones hoteleras de turistas extranjeros en enero (4,2 %) fue 0,5 pp inferior al del último trimestre de 2024.
- En cualquier caso, las perspectivas sobre los flujos comerciales internacionales están sometidas a una extraordinaria incertidumbre, asociada al incremento reciente de las **tensiones comerciales y geopolíticas a escala global** y de la **incertidumbre sobre las políticas económicas**, especialmente en Estados Unidos.

Gráfico 15

15.a Indicadores PMI y TCEN



FUENTES: S&P Global y BCE.

a Frente a la zona del euro y a un grupo de 18 países compuesto por Australia, Canadá, Dinamarca, Hong Kong, Japón, Noruega, Singapur, Corea, Suecia, Suiza, Reino Unido, Estados Unidos, China, R. Checa, Hungría, Polonia, Bulgaria y Rumanía. Las tasas de variación positivas (negativas) indican pérdidas (ganancias).

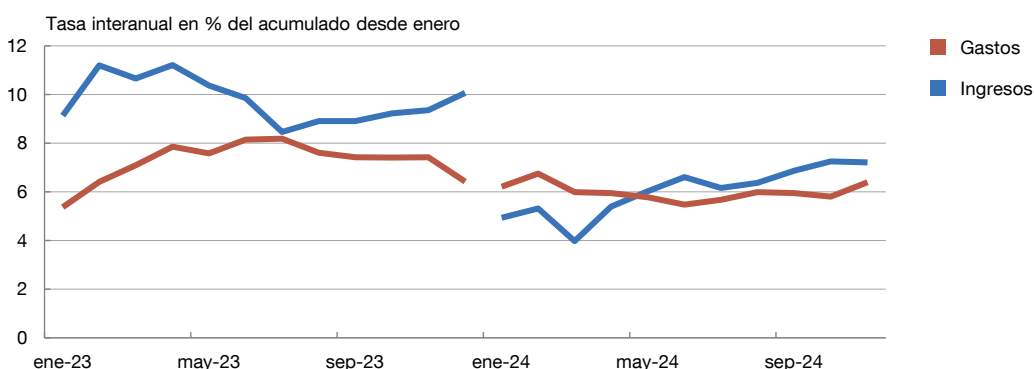


## 16 En el tramo final del año pasado, los ingresos públicos mantuvieron un notable dinamismo, al tiempo que la DANA habría impulsado el gasto público

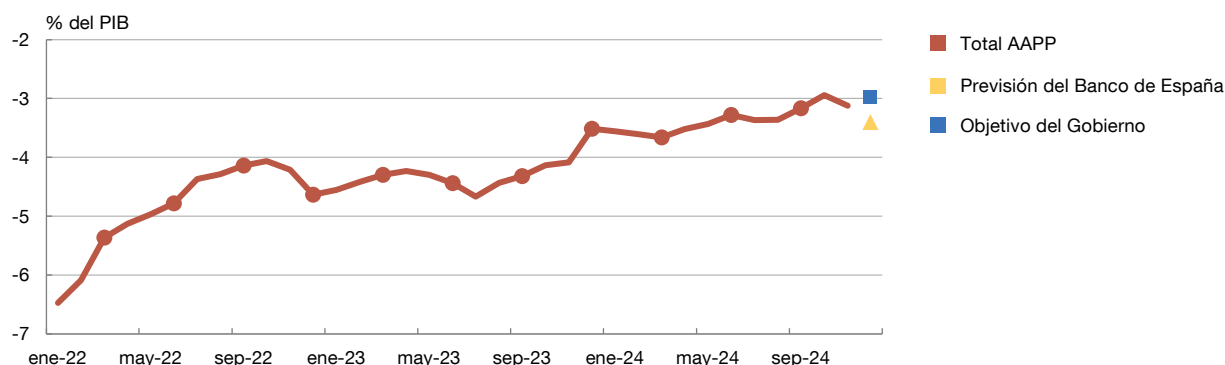
- Con datos hasta noviembre, los ingresos públicos (excluyendo las CCLL) mostraron un avance interanual del 7,2 % (gráfico 16.a). A este avance habrían contribuido, por un lado, el dinamismo reciente de la actividad —y, en particular, de las **rentas salariales**— y, por otro lado, la progresiva eliminación de las rebajas de impuestos aprobadas en respuesta a la crisis energética. En parte debido a estos factores, la recaudación por IRPF se elevó un 8,5 % interanual hasta noviembre, mientras que la del IVA lo hizo en un 7 %.
- Por su lado, el gasto público también habría aumentado significativamente hasta noviembre, un 6,4 % interanual. Una parte de este incremento respondería al gasto relacionado con la DANA, que podría alcanzar una cuantía cercana a 0,3 pp del PIB en 2024. En todo caso, el gasto asociado con intereses, prestaciones sociales y consumo público también presentó, hasta noviembre, un ritmo de crecimiento interanual apreciable, del 10 %, el 7,2 % y el 5,6 %, respectivamente.
- En conjunto, el déficit de las AAPP podría situarse en 2024 en el entorno del 3,4 % del PIB, afectado, en parte, por los gastos extraordinarios vinculados a la DANA y a algunas sentencias judiciales desfavorables para la Administración (gráfico 16.b)<sup>5</sup>.

Gráfico 16

### 16.a Evolución de los ingresos y los gastos de las AAPP



### 16.b Saldo presupuestario de las AAPP (a)



FUENTES: Banco de España, IGAE y Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028 (octubre de 2024).

a Los puntos corresponden a datos del conjunto de las AAPP, que la IGAE solo publica trimestralmente y con mayor retraso. Los datos mensuales restantes se estiman a partir de la información del agregado, excluyendo CCLL.



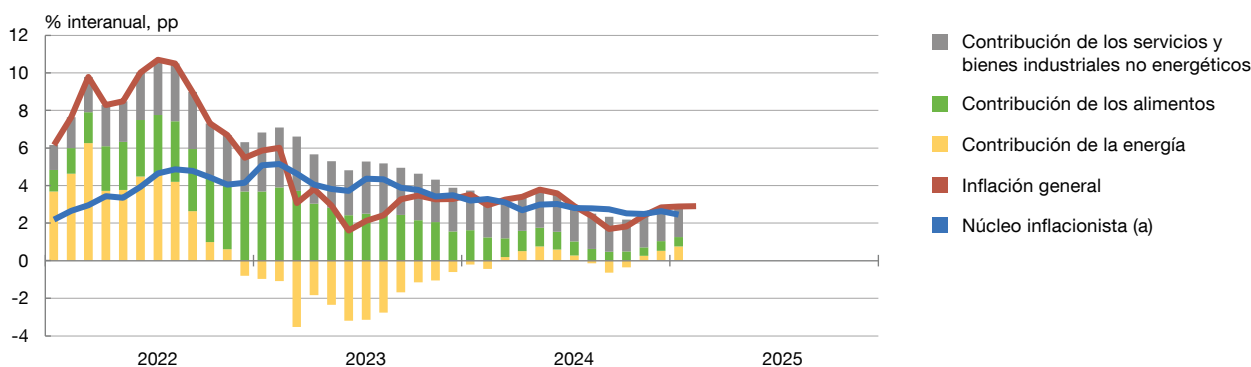
5 La metodología europea del Protocolo de Déficit Excesivo excluye los gastos extraordinarios en la estimación del saldo de las AAPP.

## 17 La inflación general ha aumentado desde octubre, fundamentalmente por el repunte de los precios energéticos

- La inflación general aumentó hasta el 2,9 % en enero y permaneció estable en febrero, levemente por encima de lo previsto (gráfico 17.a). Esta sorpresa reflejó una aceleración del componente energético superior a la esperada que solo fue compensada parcialmente por la mejor evolución del núcleo inflacionista.
- Con información desagregada hasta el mes de enero, la evolución del componente energético mostró, además de la subida del IVA de la electricidad en enero, el encarecimiento de esta y de los derivados del petróleo, en línea con el aumento del **precio del crudo en los mercados internacionales**. Por su parte, los precios alimenticios frenaron su desaceleración por el comportamiento alcista de los alimentos frescos y el impacto de la reversión en enero del IVA de los alimentos esenciales.
- En cuanto a la inflación subyacente (IAPC, excluidos energía y alimentos), esta se situó en el 2,4 % en enero, algo menos de lo esperado. Este mejor comportamiento refleja, fundamentalmente, el impacto sobre la inflación de los servicios de la extensión hasta junio de este año de las medidas de rebajas de los precios del transporte público<sup>6</sup>. Respecto al resto de los servicios, cabe destacar la persistencia que han mostrado tanto los precios de la restauración y el turismo, que explican la mitad de la inflación de los servicios, como de aquellos servicios con reajustes de precios poco frecuentes, como seguros y educación. Finalmente, los precios de los bienes industriales no energéticos han prolongado su desaceleración en los últimos meses, hasta alcanzar una tasa interanual del 0 % en enero.

Gráfico 17

17.a Inflación en España: evolución y contribución de los componentes



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.



<sup>6</sup> Tras la aprobación del Real Decreto-ley 1/2025, de 28 de enero. En las proyecciones de diciembre se consideraba que las rebajas de precios al transporte público finalizaban en enero de 2025.

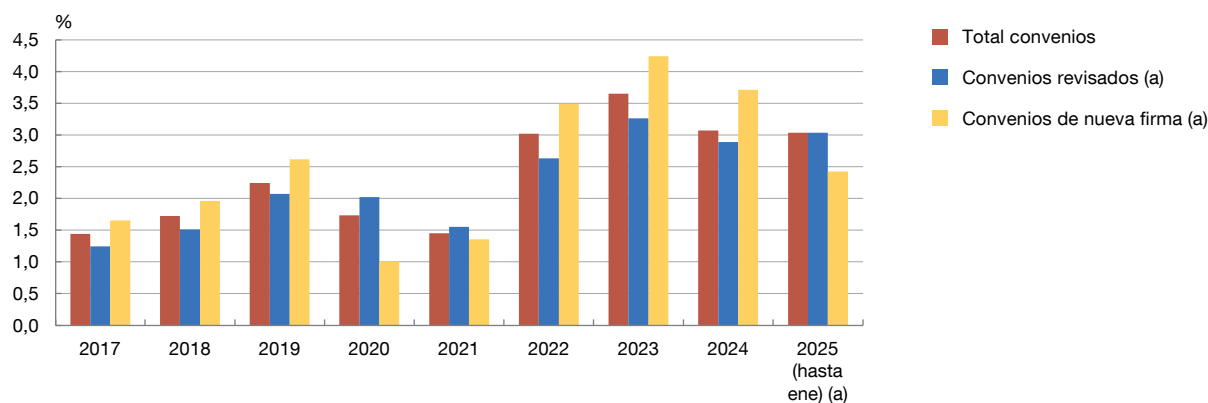


## 18 Los incrementos salariales pactados continúan en el entorno del 3%, si bien el aumento de los costes laborales es mayor por la persistencia de una deriva salarial positiva

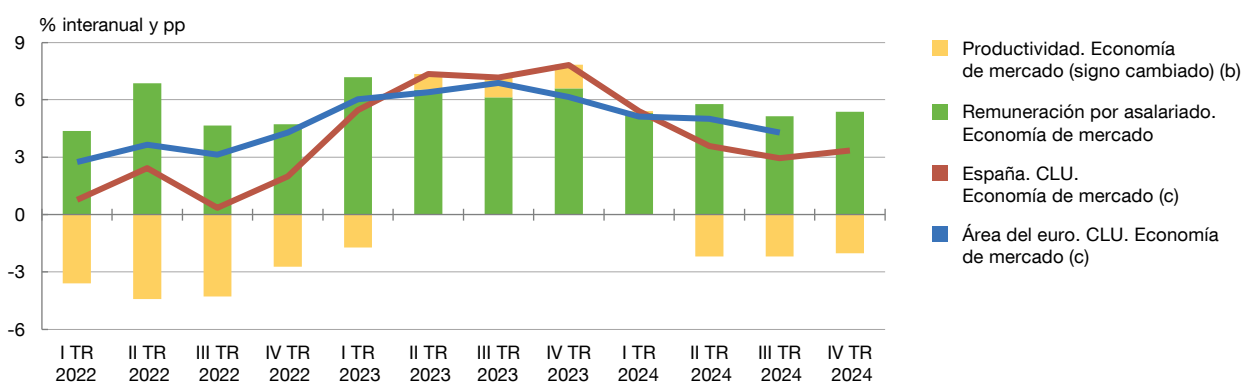
- Con información hasta enero, el incremento salarial pactado para 2025 se sitúa en el 3%, en línea con lo pactado para 2024 y con las directrices acordadas en el V AENC. La práctica totalidad de los asalariados con convenios cerrados para 2025 —casi seis millones de trabajadores— tienen convenios firmados en años anteriores (gráfico 18.a).
- A pesar de esta moderación salarial en la negociación colectiva, en 2024 la remuneración por asalariado en la economía de mercado creció un 5,4%, lo que refleja una deriva salarial positiva cercana a los 2 pp, que está siendo bastante generalizada por ramas, y una contribución levemente positiva del aumento de las cotizaciones sociales<sup>7</sup>.
- En todo caso, el ritmo de avance de los costes laborales unitarios (CLU) se ha moderado en nuestro país, desde el 7% en 2023 hasta el 3,8% en 2024; una desaceleración que ha sido algo mayor que la que se ha producido en la UEM y que se ha visto favorecida por el aumento de la productividad (gráfico 18.b).

Gráfico 18

### 18.a Incremento salarial pactado



### 18.b CLU. Economía de mercado. Evolución y contribuciones



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e INE.

- a Los convenios de nueva firma hasta enero de 2025 se refieren solo a 12.122 trabajadores (el 0,2% del total de trabajadores con convenios cerrados para 2025).
- b La productividad se define como VAB sobre el total de asalariados en un determinado sector.
- c La variación de los CLU puede aproximarse como la suma de la variación de la remuneración por asalariado y la variación de la productividad (cambiada de signo). Por tanto, una contribución positiva de la productividad en el gráfico se interpreta como el efecto de una caída de la productividad.



7 Derivado del aumento de la cotización del Mecanismo de Equidad Intergeneracional (MEI) del 0,6% al 0,7%. Un efecto similar se espera también para 2025, momento en el que este tipo aumenta hasta el 0,8%.

## 19 La moderación de los costes laborales unitarios y la relativa estabilidad de los márgenes empresariales han contribuido a reducir las presiones inflacionistas internas

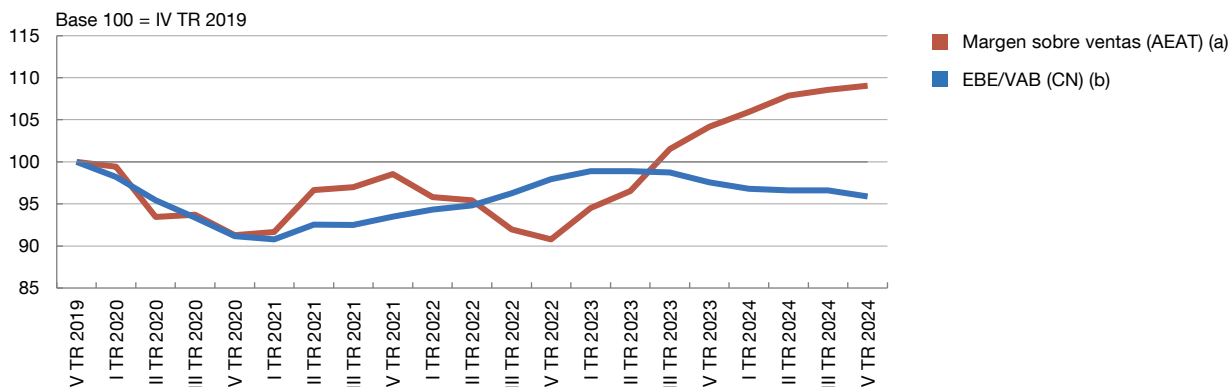
- El deflactor del valor añadido de la economía de mercado ha reducido su avance desde el 6,6 % en 2023 hasta el 2,4 % en 2024 como consecuencia de una **moderación del ritmo de avance de los CLU** y de una disminución de la contribución del excedente bruto de explotación (EBE) unitario (gráfico 19.a).
- Con todo, según la CNTR, la ratio entre el EBE y el valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado se situó a finales de 2024 por debajo de los registros previos a la pandemia (gráfico 19.b).
- Por otra parte, de acuerdo con la AEAT, el margen sobre ventas, definido como la ratio entre el resultado bruto de explotación (RBE) y las ventas, ha mantenido una tendencia creciente en los últimos trimestres (gráfico 19.b)<sup>8</sup>.

Gráfico 19

19.a Deflactor del valor añadido de la economía de mercado



19.b Evolución de los márgenes empresariales



**FUENTES:** Banco de España, INE y modelos del IVA y retenciones por rendimientos del trabajo y actividades económicas (AEAT).

**a** Total empresas, excluyendo los sectores de refino (CNAE 19), comercio mayorista de combustibles (CNAE 4671) y gas y electricidad (CNAE 35). El margen sobre ventas se define como el cociente entre el indicador de RBE y las ventas totales. Datos acumulados de cuatro trimestres, población corriente.

**b** Promedio de cuatro trimestres.



<sup>8</sup> Para un mayor grado de detalle sobre la interpretación y evolución reciente de distintas medidas alternativas que buscan aproximar los márgenes empresariales, véase el sitio web del [Observatorio de Márgenes Empresariales](#), en el que participan el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, la AEAT y el Banco de España.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA  
ESPAÑOLA (2025-2027)**

## 20 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones

- Este ejercicio de proyecciones se sustenta en una serie de supuestos técnicos sobre la evolución futura de determinadas variables macroeconómicas, financieras y **fiscales**<sup>9</sup>. En conjunto, ahora estos supuestos implican unas condiciones algo más desfavorables para el desarrollo de la actividad que los correspondientes a las **proyecciones de diciembre**.
  - De acuerdo con los mercados de futuros, las sendas previstas para la evolución de los precios del petróleo y de la electricidad en los próximos trimestres se sitúan por encima de las contempladas en el anterior ejercicio de proyecciones (gráfico 20). Además, cabe reseñar que, en los últimos tres meses, los **precios del petróleo** han sido, en promedio, superiores a los anticipados en diciembre.
  - Se continúa esperando una recuperación de los mercados de exportación de España durante el período 2025-2027. No obstante, en línea con la **evolución prevista para la actividad del área del euro**, esta sería ahora más débil que la contemplada tres meses atrás (cuadro 1).
  - El **tipo de cambio** nominal del euro se encuentra ahora algo más depreciado que en el anterior ejercicio de proyecciones, tanto con respecto al dólar estadounidense como en términos efectivos (cuadro 1).
  - En cuanto a los **tipos de interés**, las expectativas de los mercados financieros internacionales apuntan a unas sendas, tanto a corto como a largo plazo, más elevadas que las anticipadas en el ejercicio de proyecciones previo. Ello da como resultado unas condiciones de financiación a hogares y empresas ligeramente más restrictivas en el actual ejercicio de previsiones (cuadro 1).
- Además, los datos más recientes acerca de la evolución del PIB de la economía española en los trimestres precedentes implican, con respecto al ejercicio de previsiones anterior, un punto de partida distinto para la proyección de las sendas futuras de la actividad y los precios. En particular, en ausencia de otros cambios, los **datos de avance de la CNTR referidos al cuarto trimestre de 2024** supondrían, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más elevado para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB más alta para 2025<sup>10</sup>.

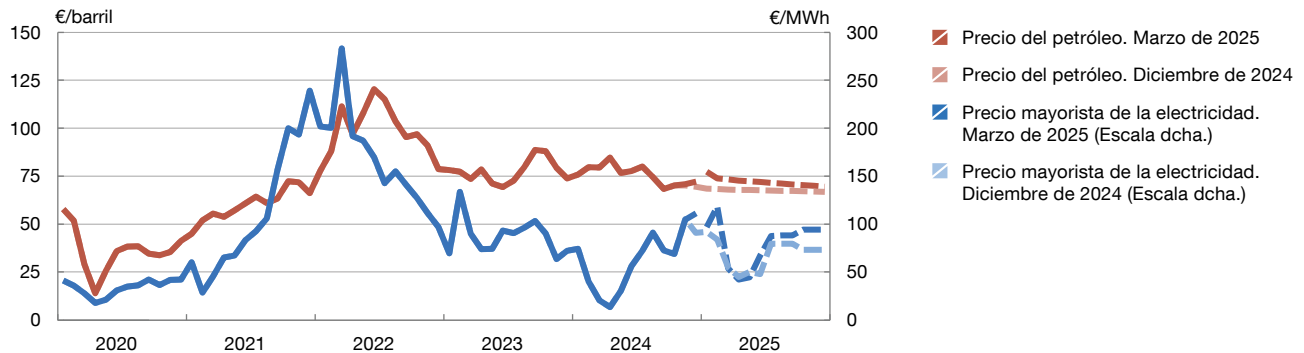
9 Con respecto a las **previsiones publicadas el pasado 17 de diciembre**, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la CNTR del cuarto trimestre de 2024 y las CTNFSI del tercer trimestre de 2024. La fecha de cierre de estas proyecciones es el 21 de febrero.

10 Además, el INE revisó al alza la tasa de crecimiento del primer trimestre de 2024, desde el 0,9 % hasta el 1 %, lo que incide en un mayor incremento de la actividad en el conjunto de 2024.

## 20 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones (cont.)

Gráfico 20

### 20.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: OMIE y Reuters.

Cuadro 1

### Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

Tasas de variación anual (%), salvo indicación en contrario

	Proyecciones de marzo de 2025				Diferencia entre las previsiones actuales y las de diciembre de 2024 (b)			
	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
Mercados de exportación de España (c)	1,2	2,5	3,0	2,9	0,4	-0,2	-0,2	-0,1
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	82,0	74,9	70,8	69,2	0,2	3,1	0,7	-0,1
Precio mayorista de la electricidad en €/MWh (nivel)	62,9	80,8	65,6	58,3	1,6	11,5	2,1	1,5
Condiciones monetarias y financieras								
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,08	1,04	1,04	1,04	0,00	-0,02	-0,02	-0,02
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	116,0	112,2	112,2	112,2	-0,1	-2,1	-2,1	-2,1
Tipos de interés a corto plazo (euribor a tres meses; nivel) (e)	3,6	2,3	2,1	2,2	0,0	0,1	0,1	0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,2	3,3	3,5	3,7	0,0	0,1	0,1	0,2

FUENTES: Banco de España y BCE.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 19 de febrero. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Banco Central Europeo para la zona del euro» de marzo de 2025.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

## 21 Se proyecta una ligera desaceleración en el ritmo de avance del PIB en los próximos trimestres

- En el **cuarto trimestre de 2024**, el crecimiento del PIB de la economía española volvió a sorprender al alza, al situarse en el 0,8 % en tasa intertrimestral y en el 3,5 % en tasa interanual. La sorpresa se explica, principalmente, por una contribución mayor que la esperada del consumo público y de la inversión al avance del producto, que fue compensada, en parte, por una aportación del sector exterior más negativa que la anticipada. De este modo, el PIB de la economía española se situó un 7,6 % por encima del observado antes del comienzo de la pandemia, una brecha que excede en 2,9 pp a la que se aprecia en el área del euro.
- Los indicadores coyunturales más recientes sugieren que la actividad económica española seguiría creciendo a un ritmo robusto en el **primer trimestre de este año** (entre el 0,6 % y el 0,7 % en tasa intertrimestral), solo ligeramente por debajo del registrado en los trimestres precedentes.
- De cara a los próximos trimestres, se proyecta una desaceleración gradual de las tasas de avance de la actividad hacia valores coherentes con la capacidad de crecimiento potencial de la economía española, que se situaría ligeramente por debajo del 2 % interanual al final del horizonte de proyección. En concreto, se contempla que el crecimiento del PIB pasaría del 3,2 % en 2024 al 2,7 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 1,7 % en 2027 (cuadro 2)<sup>11</sup>.

Cuadro 2

### Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB	Proyecciones de marzo de 2025				Proyecciones de diciembre de 2024		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIB	3,2	2,7	1,9	1,7	2,5	1,9	1,7
Consumo privado	2,9	3,3	2,1	1,8	2,9	2,0	1,8
Consumo público	4,9	2,2	1,8	1,7	1,9	1,8	1,7
Formación bruta de capital	1,2	3,0	2,5	1,9	3,1	2,2	1,9
Exportación de bienes y servicios	2,9	2,9	2,9	2,9	3,0	3,2	2,9
Importación de bienes y servicios	2,0	4,0	3,5	3,2	3,8	3,5	3,2
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,8	2,9	2,0	1,7	2,6	1,9	1,7
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
PIB nominal	6,3	4,7	3,9	4,0	4,8	3,8	4,0
Deflactor del PIB	3,0	2,0	1,9	2,2	2,2	1,8	2,2
IAPC	2,9	2,5	1,7	2,4	2,1	1,7	2,4
IAPC sin energía ni alimentos	2,8	2,2	2,0	1,9	2,3	1,9	1,8
Empleo (personas)	2,2	1,9	1,2	1,0	1,6	1,1	1,0
Empleo (horas)	1,9	1,7	1,2	1,0	1,3	1,1	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	11,3	10,5	10,0	9,5	10,8	10,4	9,9
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	4,1	3,8	3,7	3,1	4,2	4,2	3,6
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,4	-2,8	-2,6	-2,6	-2,9	-2,7	-2,7
Deuda de las AAPP (% del PIB)	101,8	101,3	101,6	101,0	102,6	102,5	101,8

FUENTES: Banco de España e INE.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 21 de febrero de 2025. Último dato publicado de la CNTR: avance del cuarto trimestre de 2024.

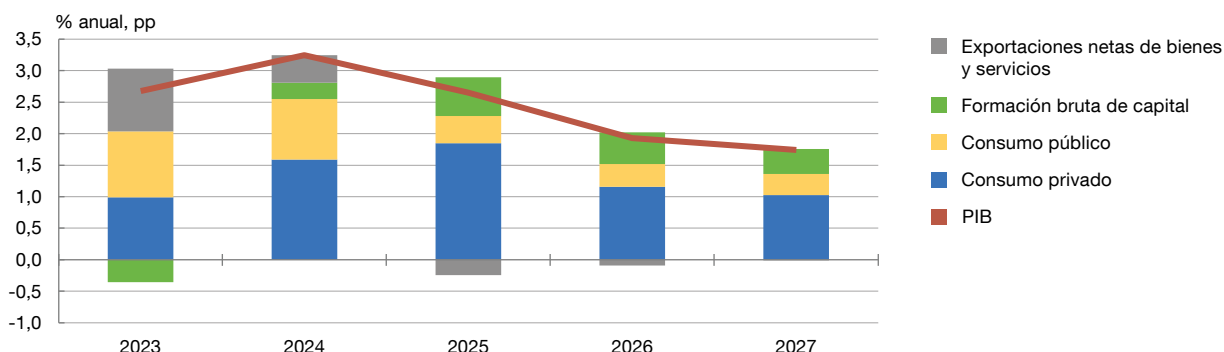
11 En este escenario, la diferencia entre el PIB real y el PIB potencial —esto es, la brecha del producto o *output gap*— sería positiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, si bien esta comenzaría a cerrarse muy gradualmente a partir de 2026.

## 22 En los próximos años, el crecimiento de la actividad económica se apoyaría en el dinamismo de la demanda interna

- De acuerdo con estas proyecciones, el avance del producto en el período 2025-2027 estaría basado en el empuje de la demanda interna (gráfico 22). En particular:
  - El consumo privado sería la rúbrica con una mayor aportación al avance de la actividad, fruto de la evolución favorable que se proyecta para la renta disponible y el empleo, así como del incremento poblacional previsto.
  - La formación bruta de capital —que, a pesar del repunte observado en el último trimestre de 2024, sorprendió a la baja en el conjunto del año y es el componente de la demanda que ha mostrado una trayectoria menos dinámica tras la pandemia— aumentaría su contribución al crecimiento del PIB en los próximos trimestres, en parte como reflejo del despliegue de los fondos NGEU y de unas mejores condiciones de financiación.
  - El consumo público —que explicó un 39 % y un 27 % del crecimiento del PIB en 2023 y 2024, respectivamente— moderaría su aportación al aumento de la actividad en los próximos años.
- En cambio, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sería ligeramente negativa en el período 2025-2027 (gráfico 22). En concreto:
  - Por el lado de las exportaciones, se contempla una gradual desaceleración de las llegadas de turistas internacionales, que mantendrían, no obstante, tasas de crecimiento elevadas en los próximos años. Asimismo, las exportaciones de servicios no turísticos —que han experimentado un auge notable tras la pandemia— también verían moderado ligeramente su avance a lo largo del horizonte de proyección. En cambio, se proyecta una recuperación de las exportaciones de bienes de cara al futuro, en línea con la evolución esperada para los mercados exteriores de nuestro país.
  - Las importaciones ganarían tracción en los próximos trimestres —en contraste con el estancamiento que experimentaron en 2023 y 2024—, fruto del mayor vigor previsto para la inversión y para las exportaciones de bienes, partidas que presentan un elevado contenido importador.

Gráfico 22

22.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



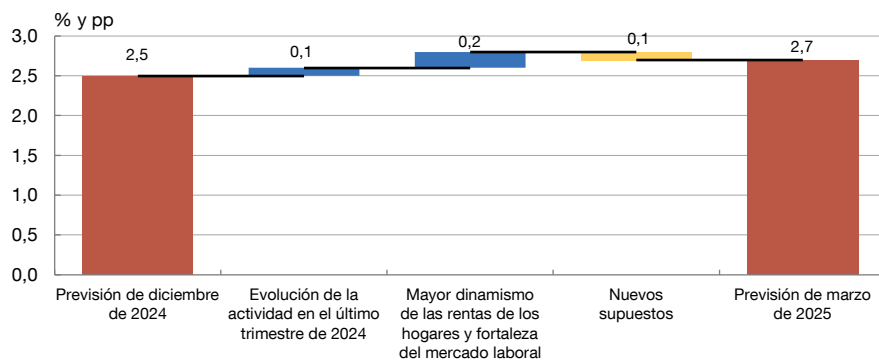
FUENTES: Banco de España e INE.

## 23 En relación con el ejercicio de diciembre, las proyecciones actuales comportan una revisión al alza de la tasa de crecimiento del PIB en 2025, mientras que no varían las tasas de 2026 y 2027

- El ritmo de avance de la actividad previsto para 2025 se incrementa en dos décimas con respecto a lo contemplado en el ejercicio de proyecciones de diciembre, desde el 2,5 % hasta el 2,7 %, resultado de la confluencia de varios factores que operan en direcciones contrapuestas (gráfico 23).
  - En primer lugar, el dinamismo mostrado por la actividad en el cuarto trimestre de 2024, superior al contemplado por el Banco de España en diciembre, añadiría, de forma mecánica, 0,1 pp a la tasa de crecimiento interanual promedio en 2025.
  - En segundo lugar, en el tramo final del año pasado volvió a sorprender al alza el vigor mostrado por el empleo, la remuneración por asalariado y la renta bruta disponible de los hogares<sup>12</sup>. A la luz de estos desarrollos, el actual ejercicio de proyecciones contempla una revaluación de las perspectivas de las rentas de los hogares, que serían ahora más positivas que en diciembre, lo que redundaría en un mayor dinamismo del consumo privado y añadiría 0,2 pp a la tasa de crecimiento promedio del PIB en 2025.
  - En tercer lugar, y en sentido contrario, los **supuestos técnicos** sobre la evolución futura de los tipos de interés, los precios de la energía y los mercados de exportación que subyacen al presente ejercicio de proyecciones implican unas condiciones algo más desfavorables para el desarrollo de la actividad que las contempladas en las proyecciones de diciembre, lo que restaría 0,1 pp al avance del producto durante el año en curso.

Gráfico 23

23.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2025



FUENTE: Banco de España.

12 Por ejemplo, de acuerdo con las CTNFSI publicadas el pasado mes de diciembre, la renta disponible bruta de los hogares e ISFLSH registró un aumento promedio del 9,4% hasta el tercer trimestre de 2024, por encima de lo previsto en el ejercicio de proyecciones de diciembre. Además, de acuerdo con los datos de avance de la CNTR, la remuneración por asalariado en 2024 se incrementó un 5,1%, lo que excede el aumento previsto hace tres meses.

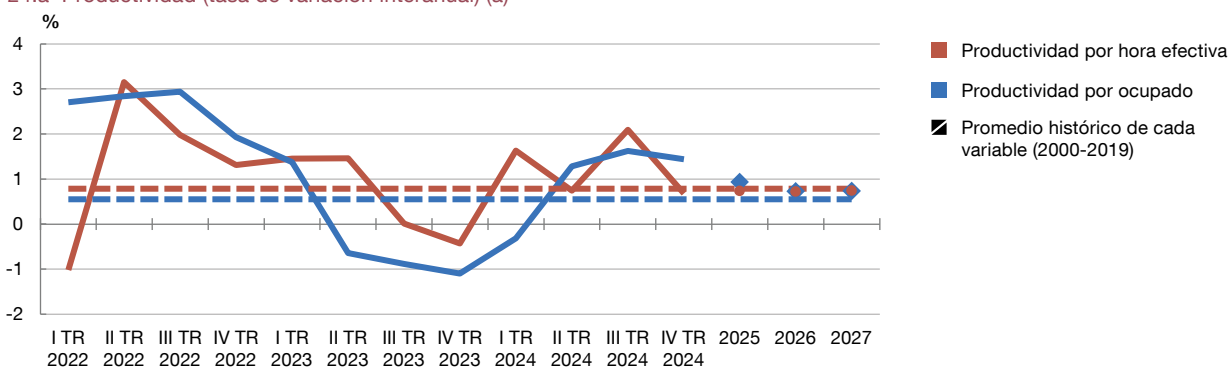


## 24 Respecto al mercado laboral, se espera que la creación de empleo se prolongue a lo largo del horizonte de proyección, aunque con un vigor inferior al de los últimos trimestres

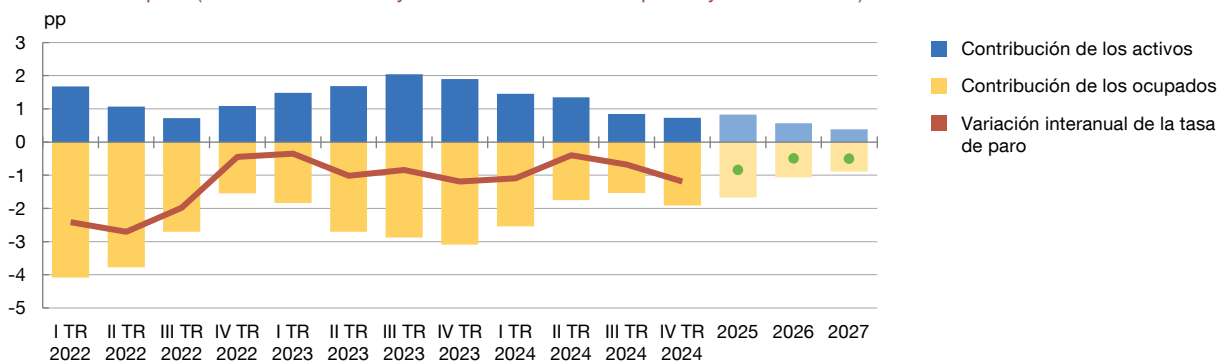
- La creación de empleo se prolongará a lo largo del período 2025-2027, aunque continuará reduciendo su ritmo de avance, en línea con lo observado en los últimos trimestres. En particular, se prevé que, frente a los incrementos del 3 % y el 2,2 % registrados en 2023 y 2024, respectivamente, el empleo —medido en términos de personas ocupadas— aumente un 1,9 % en 2025 y ralentice progresivamente su crecimiento hasta una tasa del 1 % en 2027 (cuadro 2).
- Estos ritmos de avance previstos para el empleo, menores que los proyectados para el PIB, implicarían un aumento de la productividad por ocupado en los próximos años, que crecería a tasas algo menores que las observadas durante 2024, pero ligeramente por encima de las registradas en el promedio del período 2000-2019. Por otra parte, se espera que la productividad por hora trabajada siga un patrón similar al de la productividad por ocupado y que, igualmente, se sitúe en el entorno de su promedio histórico (gráfico 24.a).
- La tasa de paro continuará decreciendo en el horizonte 2025-2027, si bien a un ritmo menor que el observado en 2024. Todo ello en un contexto de menor creación de empleo, pero también de cierta desaceleración en el incremento de la población activa —muy influida por la evolución prevista para los flujos migratorios— (gráfico 24.b). En conjunto, entre 2024 y 2027, la tasa de paro se reduciría desde el 11,3 % hasta el 9,5 %.

Gráfico 24

24.a Productividad (tasa de variación interanual) (a)



24.b Tasa de paro (variación interanual y contribución de los ocupados y de los activos)



FUENTES: Banco de España e INE.

a Series desestacionalizadas.

## 25 En el ámbito de las cuentas públicas, se proyecta que el déficit disminuya desde el 3,4 % del PIB esperado en 2024 hasta el 2,8 % en 2025 y el 2,6 % en el bienio 2026-2027

- Las principales novedades en los supuestos fiscales con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre son la no extensión del gravamen temporal a las empresas energéticas y la prolongación hasta junio de este año de las subvenciones al transporte público<sup>13</sup>. Todo lo demás constante, el impacto conjunto de ambas novedades acarrea un mayor déficit en 2025 del 0,1 % del PIB.
- Por otra parte, se mantiene sin cambios, con respecto al ejercicio de diciembre, la previsión acerca del impacto de las medidas desplegadas en respuesta a la DANA: un 0,5 % del PIB repartido entre 2024 y 2025. En cualquier caso, el efecto de estas medidas en el saldo de las AAPP podría ser menor si una parte del gasto fuera sufragado con fondos europeos.
- Del mismo modo, permanece sin cambios la trayectoria esperada del gasto financiado con cargo al MRR, cuya magnitud podría situarse ligeramente por encima del 1 % del PIB en 2025 y 2026.
- Por otro lado, las nuevas proyecciones macroeconómicas incorporan un mayor dinamismo de la actividad en términos reales en 2024 y 2025 y una **evolución más favorable de las rentas de los hogares**, lo que se traduciría en una mayor recaudación fiscal. Este efecto se compensaría, parcialmente, por la **revisión al alza de la inflación en 2025** —que da como resultado un aumento más intenso del gasto en pensiones en 2026— y por unos tipos de interés ligeramente más elevados a lo largo del horizonte de proyección.
- Teniendo en cuenta todos estos elementos, el **déficit de las AAPP —que podría cerrar 2024 en torno al 3,4 % del PIB—** se reduciría hasta el 2,8 % en 2025 y el 2,6 % en 2026 y 2027, lo que supone una revisión a la baja de 0,1 pp en cada año con respecto al ejercicio de previsiones de diciembre.
- La mejora del saldo a lo largo del horizonte de proyección se seguiría explicando, fundamentalmente, por la desaparición de las medidas temporales de apoyo ante la crisis energética aún vigentes y de los gastos extraordinarios asociados a diversas sentencias judiciales y a la DANA<sup>14</sup>.
- Por su parte, la deuda de las AAPP en porcentaje del PIB se reduciría desde el 101,8 % observado en 2024 hasta el 101 % en 2027, una resistencia a la baja que se explicaría, entre otros factores, por el impacto de los préstamos del MRR en 2025 y 2026<sup>15</sup>.
- En términos del cumplimiento de las reglas fiscales europeas, se prevé un crecimiento del gasto computable neto del 4,5 % en 2025, del 4,1 % en 2026 y del 3,8 % en 2027, lo que supone unas tasas de avance que se sitúan, en esos años, unos 0,8 pp, 0,6 pp y 0,6 pp por encima de los máximos establecidos en el PFEMP —del 3,7 % en 2025, del 3,5 % en 2026 y del 3,2 % en 2027—. Esta desviación es mayor que la estimada en el ejercicio de previsiones de diciembre debido al impacto, entre otras medidas, de la extensión de la subvención al transporte público y del decaimiento del gravamen a empresas energéticas; también, aunque en menor medida, por el efecto de los cambios en las variables macroeconómicas y, en particular, el aumento del gasto en pensiones derivado de la revisión al alza de la inflación en 2025.

13 El **Real Decreto-ley 10/2024** extendió a 2025 el gravamen temporal aplicado a las empresas energéticas durante 2023 y 2024, pero este fue derogado por las Cortes el pasado 22 de enero. Por su parte, la prórroga de la subvención al transporte público se articuló en el **Real Decreto-ley 1/2025**, de 28 de enero.

14 En conjunto, estos tres factores habrían supuesto un déficit de 0,9 pp del PIB en 2024, que se reduciría a 0,4 pp en 2025 y a menos de 0,1 pp en 2026-2027.

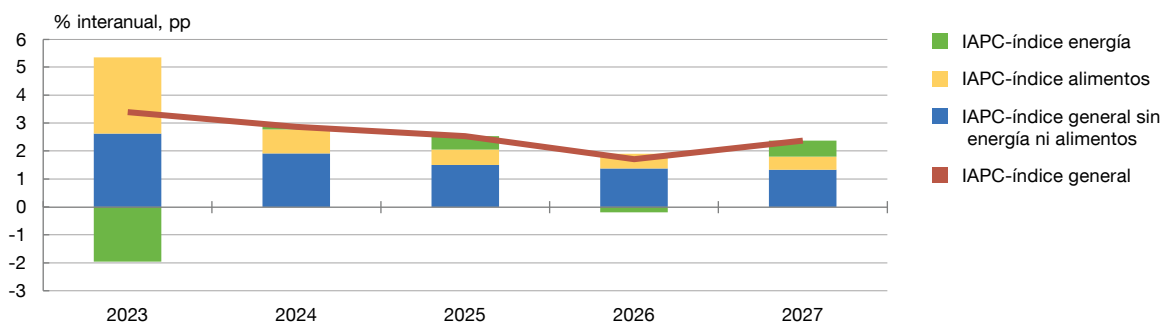
15 Bajo el supuesto de que se absorbiese en torno al 50 % del importe total de los préstamos disponibles, lo que supondría 2,4 pp del PIB en el acumulado de esos dos años.

## 26 En los próximos meses, se espera que la inflación general inicie una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 %

- En los últimos meses, la **tasa de inflación general en España** ha repuntado hasta el 2,9 %, desde el 1,8 % registrado en octubre. Este repunte, anticipado en el ejercicio de proyecciones de diciembre, ha sido algo más intenso de lo esperado, debido a una aceleración del componente energético superior a la contemplada tres meses atrás, que se ha visto compensada en parte por un comportamiento de la inflación subyacente algo más moderado de lo previsto.
- De cara a los próximos trimestres, se espera que la inflación general disminuya hasta niveles cercanos al 2 %, por lo que la tasa promedio de incremento del IAPC se situaría en el 2,5 % en 2025 —0,4 pp menos que en 2024— y en el 1,7 % en 2026, mientras que en 2027 repuntaría hasta el 2,4 % (gráfico 26).
- El componente energético sería el principal responsable de las fluctuaciones que se prevén en la tasa de inflación general a lo largo del horizonte de proyección. En concreto, se espera que dicho componente reduzca progresivamente hasta 2026 su aportación al ritmo de avance de los precios, pero que esta contribución se incremente de forma significativa en 2027, como consecuencia de la introducción prevista de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión en la Unión Europea (EU ETS2)<sup>16</sup>.
- Respecto a los precios de consumo de los alimentos, se espera que estos crezcan de forma gradualmente más modesta a lo largo del trienio 2025-2027, en línea con el comportamiento que vienen mostrando los precios de producción de estos bienes y con el que los mercados de futuros proyectan para los precios de las materias primas alimenticias. Asimismo, se contempla una **desaceleración de la inflación subyacente** en los próximos años, que también contribuiría a la moderación de la tasa de inflación general (gráfico 26).

Gráfico 26

26.a Contribuciones al crecimiento del IAPC, por componentes



FUENTES: Banco de España e INE.

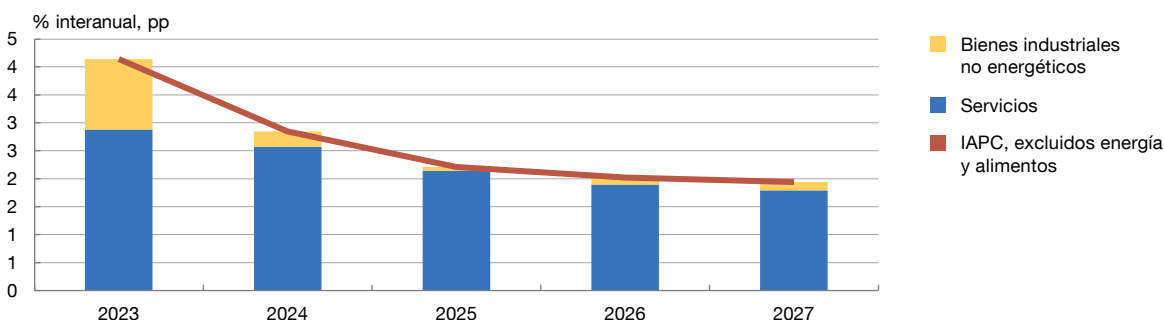
16 Dicho régimen afectará al transporte por carretera, a la calefacción de los hogares y a algunas industrias no cubiertas por el sistema actualmente en vigor (EU ETS1). Para más detalles, véase [Banco de España \(2024\)](#).

## 27 La inflación subyacente seguirá moderándose a lo largo de este año y, en promedio, se situará próxima al 2 % en el trienio 2025-2027

- En los últimos meses, la inflación subyacente ha evolucionado de forma algo más moderada de lo esperado, si bien se han producido sorpresas de signo contrario en sus componentes: los precios de los bienes industriales no energéticos se han desacelerado con más intensidad de lo previsto, mientras que la inflación de los servicios ha seguido mostrando una resistencia a la baja algo mayor que la anticipada<sup>17</sup>.
- De cara a los próximos trimestres, el núcleo inflacionista proseguiría una senda de suave desaceleración, hasta tasas cercanas al 2 %. En promedio anual, la inflación subyacente descendería desde el 2,8 % registrado en 2024 hasta el 2,2 % en 2025, el 2 % en 2026 y el 1,9 % en 2027 (gráfico 27).
- El incremento del precio de los servicios se ralentizaría gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, desde el 3,7 % registrado en 2024 hasta tasas algo por encima del 2 %, en línea con la persistencia que dicho componente ha mostrado en los últimos meses. Por su parte, el crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos sería muy contenido en los próximos trimestres —en torno al 0,5 %—, en consonancia con su evolución reciente y con la senda esperada de los precios de producción de este tipo de bienes.

Gráfico 27

### 27.a Contribuciones al crecimiento del IAPC, excluidos energía y alimentos



FUENTES: Banco de España e INE.

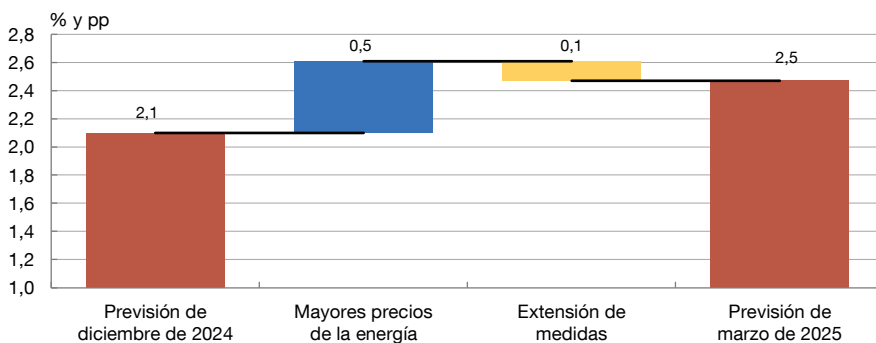
17 En noviembre y diciembre se registraron ligeras sorpresas al alza en la inflación de los servicios con respecto al ejercicio de proyecciones de diciembre. En cambio, en enero los precios de los servicios registraron un crecimiento inferior al proyectado. No obstante, esto último se debió a la prolongación de los descuentos al transporte público, medida que no estaba contemplada hace tres meses. En este sentido, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, en ausencia de la extensión de los descuentos al transporte público, en enero se habría producido una leve sorpresa al alza en la inflación de los servicios.

## 28 Las proyecciones actuales implican una revisión al alza de la tasa de inflación general en 2025, mientras que no existen cambios relevantes en las tasas de 2026 y 2027

- En comparación con el ejercicio de proyecciones de diciembre, la tasa de inflación general prevista para 2025 se revisa cuatro décimas al alza, desde el 2,1 % hasta el 2,5 % (gráfico 28), como resultado de dos factores que operan en sentido contrario:
  - Por un lado, la incorporación al escenario central de los mayores precios de la energía observados recientemente, así como de la nueva senda de precios energéticos determinada por los mercados de futuros para los próximos meses, acarrea una revisión al alza de 0,5 pp.
  - Por otro lado, la extensión de las medidas de apoyo al transporte público hasta junio de 2025 —aprobada por las autoridades con posterioridad al cierre del ejercicio de previsiones de diciembre— conlleva una revisión a la baja de 0,1 pp.
- En cuanto al resto del horizonte de proyección, se mantienen inalteradas las tasas de inflación general previstas para 2026 y 2027. No obstante, la ausencia de cambios en dichas tasas enmascara una leve revisión a la baja en la inflación de la energía en esos dos años —debido a la evolución esperada para los precios de la energía de acuerdo con los mercados de futuros, que contemplan ahora una desaceleración más acusada en 2026 y 2027, desde un punto de partida más alto—, que se compensa por una leve revisión al alza en la inflación subyacente —en un contexto en el que se anticipa un mayor dinamismo de las rentas salariales a lo largo del horizonte de proyección y se incorpora el efecto base al alza en la tasa interanual de 2026 asociado a la extensión de las ayudas al transporte público hasta junio de 2025—.

Gráfico 28

28.a Cambios en la previsión de inflación en 2025



FUENTE: Banco de España.

## 29 Los riesgos en torno al escenario central de estas proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta a la actividad, y al alza en relación con la inflación

- Entre las principales fuentes de riesgo externas, cabe destacar el notable **aumento reciente de la incertidumbre y de las tensiones geopolíticas y comerciales a escala global**, en parte debido a las diferentes medidas de política económica anunciadas por la nueva Administración estadounidense. La evidencia histórica sugiere que estas tensiones y creciente incertidumbre podrían tener un significativo efecto adverso sobre la actividad. En este sentido, es importante reseñar que este ejercicio de proyecciones no incorpora ningún incremento de los aranceles de Estados Unidos a las importaciones provenientes de México, Canadá y la Unión Europea, una cuestión sobre la que persiste una extraordinaria incertidumbre.
- A pesar de todo ello, y de algunas correcciones que se han observado en las últimas semanas, los **mercados financieros internacionales** siguen exhibiendo valoraciones relativamente elevadas y primas de riesgo muy contenidas, lo que plantea la posibilidad de que puedan llegar a producirse episodios de correcciones bruscas en dichos mercados, especialmente en una coyuntura en la que las **políticas monetarias de los principales bancos centrales mundiales** muestran algunas señales de trayectorias divergentes. De materializarse, estos episodios también podrían incidir de forma muy adversa sobre el crecimiento económico y la confianza de los agentes.
- Por otra parte, la economía española ha mostrado en los últimos trimestres un vigor considerablemente mayor que el del conjunto de la UEM, una dinámica que también se mantendría en los próximos años, de acuerdo con el escenario central de estas proyecciones. No obstante, cabe plantearse la posibilidad de que dicho desacoplamiento entre la actividad económica de España y de la UEM —especialmente de Francia y Alemania, dos de nuestros principales socios comerciales— se reduzca en el futuro. Si ese fuera el caso (por ejemplo, porque las exportaciones españolas al área del euro volvieran a responder a la actividad de nuestros socios comerciales en una magnitud similar a la observada históricamente), el crecimiento de la economía española podría ser inferior al proyectado.
- Entre las principales fuentes de incertidumbre de naturaleza interna, cabe destacar las relativas a las cuentas públicas. En particular, tras mostrar un elevado vigor en 2023 y 2024, no puede descartarse que en 2025 el **consumo público** vuelva a comportarse de forma más dinámica de lo esperado y se desacelere menos de lo proyectado en el escenario central. Todo ello en un contexto en el que, a escala europea, se está contemplando dotar a los Estados miembros de un mayor margen fiscal con el propósito de incrementar, de manera apreciable, el gasto público en defensa. Una posible expansión fiscal que no está incorporada en el escenario central de estas proyecciones.
- Por último, el escenario central de estas proyecciones contempla unas tasas de crecimiento relativamente elevadas para los CLU, que, a pesar de desacelerarse con respecto a 2024, serían cercanas al 2,5 % en el promedio de 2025-2027. Estas tasas no implicarían unas mayores presiones inflacionistas internas, debido a que los márgenes empresariales —calculados como el EBE unitario— crecerían de manera limitada —un 1,1 % en el promedio de 2025-2027—. Si bien esta hipótesis es coherente con el comportamiento reciente tanto de los **CLU** como del **EBE**, no pueden descartarse dos escenarios alternativos. Por un lado, que los márgenes empresariales muestren un vigor mayor de lo esperado —por ejemplo, apoyados en la fortaleza de la demanda contemplada en el escenario central—, lo que podría conllevar mayores presiones inflacionistas y un menor crecimiento. Por otro lado, que los márgenes empresariales muestren la relativa atonía que se espera de ellos en el escenario central, pero que ello incida con mayor intensidad que la prevista sobre la inversión privada<sup>18</sup> —rúbrica que ha venido mostrando una evolución especialmente rezagada desde la pandemia—, lo que reduciría el dinamismo de la actividad.

18 Para una exploración preliminar de la posible relación entre márgenes empresariales e inversión, véase [Puente Díaz y Mulino Ríos \(2024\)](#).

## SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS

AAPP	Administraciones Públicas
AEAT	Agencia Estatal de Administración Tributaria
AENC	Acuerdo Estatal para la Negociación Colectiva
BCE	Banco Central Europeo
CCLL	Corporaciones Locales
CES	<i>Consumer Expectations Survey</i>
CLU	Costes laborales unitarios
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial
EBE	Excedente bruto de explotación
EPB	Encuesta sobre Préstamos Bancarios
EU ETS1	<i>Emissions Trading System</i>
EU ETS2	<i>Emissions Trading System for buildings, road transport and small industry</i>
FMI	Fondo Monetario Internacional
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
INE	Instituto Nacional de Estadística
IRPF	Impuesto sobre la renta de las personas físicas
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
MEI	Mecanismo de Equidad Intergeneracional
MRR	Mecanismo de Recuperación y Resiliencia
PFEMP	Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo
PIB	Producto interior bruto
PMI	Índice de gestores de compras ( <i>purchasing managers' index</i> )
RBE	Resultado bruto de explotación
SAFE	Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación ( <i>Survey on the Access to Finance of Enterprises</i> )
TCEN	Tipo de cambio efectivo nominal
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VAB	Valor añadido bruto
mm	Miles de millones
pb	Puntos básicos
pp	Puntos porcentuales