

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 6 de marzo de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE. En particular, la decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basa en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El proceso de desinflación sigue avanzando. En términos generales, la inflación ha seguido evolucionando en consonancia con lo esperado por los expertos del BCE, y las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de marzo de 2025 están estrechamente alineadas con las anteriores perspectivas de inflación. Los expertos consideran ahora que la inflación general se situará, en promedio, en el 2,3 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 2,0 % en 2027. La revisión al alza de la inflación general para 2025 refleja un mayor dinamismo de los precios de la energía. También prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará, en promedio, en el 2,2 % en 2025, el 2,0 % en 2026 y el 1,9 % en 2027.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará de forma sostenida en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. La inflación interna sigue siendo elevada, debido principalmente a que los salarios y los precios en algunos sectores están aún ajustándose a la anterior escalada de la inflación con un retraso considerable. No obstante, el crecimiento de los salarios se está moderando según lo esperado, y los beneficios están amortiguando en parte el impacto sobre la inflación.

La política monetaria está adoptando una orientación considerablemente menos restrictiva, dado que las bajadas de los tipos de interés están reduciendo el coste del crédito nuevo para empresas y hogares y que el crecimiento de los préstamos está repuntando. Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos de interés, que continúan transmitiéndose al saldo vivo del crédito, son un factor adverso para la relajación de las condiciones de financiación, y la concesión de préstamos sigue siendo, en general, contenida. La economía continúa afrontando retos y los expertos han vuelto a rebajar sus proyecciones de crecimiento hasta el 0,9 % para 2025, el 1,2 % para 2026 y el 1,3 % para 2027. Las correcciones a la baja para 2025 y 2026 reflejan un descenso de las exportaciones y la persistente debilidad de la inversión, atribuible en parte a la elevada incertidumbre sobre las políticas comerciales y a la incertidumbre sobre las políticas económicas en general. El aumento de las rentas reales y la desaparición gradual de los efectos de las anteriores subidas de los tipos

de interés siguen siendo los principales factores en los que se apoya la recuperación esperada de la demanda con el paso del tiempo.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo y, especialmente en el contexto actual de aumento de la incertidumbre, aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

Actividad económica

La economía de la zona del euro habría crecido moderadamente en el último trimestre de 2024. En los dos primeros meses de 2025 se ha observado una continuación de muchos de los patrones del año anterior. Las manufacturas siguen lastrando el crecimiento aun cuando los indicadores de las encuestas están mejorando. La elevada incertidumbre, tanto interna como internacional, está frenando la inversión, y los problemas de competitividad están pesando sobre las exportaciones. Al mismo tiempo, los servicios mantienen su fortaleza. Por otra parte, el aumento de las rentas de los hogares y la solidez del mercado de trabajo están respaldando una recuperación gradual del consumo, aunque la confianza de los consumidores es aún frágil y las tasas de ahorro son elevadas.

La tasa de paro se mantuvo en su mínimo histórico del 6,2 % en enero de 2025, y se estima que el empleo creció en un 0,1 % en el último trimestre de 2024. Con todo, la demanda de trabajo se ha moderado, y datos recientes procedentes de encuestas sugieren que el crecimiento del empleo fue débil en los dos primeros meses de 2025.

La persistencia de una elevada incertidumbre sobre la situación geopolítica y las políticas económicas afectaría al crecimiento económico de la zona del euro, especialmente a la inversión y las exportaciones, y frenaría la recuperación prevista tras un crecimiento ligeramente más débil de lo esperado a finales de 2024. La incertidumbre, tanto interna como la referida a las políticas comerciales, es elevada. Aunque el escenario de referencia de las proyecciones solo incluye el impacto de los nuevos aranceles sobre el comercio entre Estados Unidos y China, se estima que los efectos negativos de la incertidumbre relativa a la posibilidad de nuevos cambios en las políticas comerciales a escala mundial, en particular frente a la Unión Europea, pesarán sobre las exportaciones y la inversión de la zona del euro. Esto, unido a los persistentes retos para la competitividad, daría lugar a un nuevo descenso de la cuota de exportación de la zona del euro. Pese a estos factores adversos, siguen dándose las condiciones para que el crecimiento del PIB de la zona del euro vuelva a reforzarse durante el horizonte de proyección. Se espera que

el aumento de los salarios reales y del empleo, en un contexto de solidez de los mercados de trabajo —aunque con signos de enfriamiento—, apoye una recuperación en la que el consumo siga siendo un factor clave para el crecimiento. La demanda interna también debería verse respaldada por una relajación de las condiciones de financiación, en línea con las expectativas de los mercados sobre la senda futura de los tipos de interés. El mercado de trabajo debería mantener su fortaleza, y se espera que la tasa de desempleo se sitúe, en promedio, en el 6,3 % en 2025 y disminuya hasta el 6,2 % en 2027. Se estima que la productividad repuntará durante el horizonte de proyección, dado que algunos de los factores cíclicos que la han reducido recientemente comienzan a desaparecer, aunque persisten algunos retos estructurales. En conjunto, el crecimiento anual del PIB real se situaría, en promedio, en el 0,9 % en 2025 y aumentaría hasta el 1,2 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. En comparación con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2024, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales tanto para 2025 como para 2026, pero se mantienen sin variación para 2027. El empeoramiento de las perspectivas se debe principalmente a las revisiones a la baja de las exportaciones y, en menor medida, de la inversión, como reflejo de un impacto de la incertidumbre mayor de lo previsto anteriormente, así como a las expectativas de que los retos en materia de competitividad persistirán probablemente más tiempo de lo anticipado.

Las políticas fiscales y estructurales deberían mejorar la productividad, la competitividad y la capacidad de resistencia de la economía. La Brújula para la Competitividad de la Comisión Europea ofrece un plan de acción concreto y sus propuestas deben adoptarse sin dilación. Los Gobiernos deben asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y priorizar las reformas estructurales y las inversiones estratégicas esenciales para impulsar el crecimiento.

Inflación

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación interanual se situó en el 2,4 % en febrero de 2025, tras el 2,5 % y el 2,4 % registrados en enero de 2025 y en diciembre de 2024, respectivamente. La inflación de la energía se ralentizó hasta el 0,2 %, tras registrar una fuerte subida hasta el 1,9 % en enero, desde el 0,1 % observado en diciembre. En cambio, la inflación de los alimentos aumentó hasta el 2,7 %, desde el 2,3 % en enero y el 2,6 % en diciembre. La inflación de los bienes repuntó hasta el 0,6 %, mientras que la de los servicios descendió hasta el 3,7 %, desde el 3,9 % en enero y el 4,0 % en diciembre.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente apuntan a un retorno sostenido de la inflación al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. La inflación interna, que sigue de cerca la senda de la inflación de los servicios, disminuyó en enero de 2025, pero continúa siendo elevada, ya que los salarios y los precios de algunos servicios aún están ajustándose a la anterior escalada de la inflación con un retraso considerable. Al mismo tiempo, las recientes negociaciones

salariales sugieren que las presiones procedentes de los costes laborales continuarán moderándose.

La inflación general medida por el IAPC ha aumentado en los últimos meses, pero debería moderarse ligeramente en el transcurso de 2025 y después disminuir situándose en torno al objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a partir del primer trimestre de 2026. Al inicio del horizonte de proyección, los efectos de base al alza del componente energético y la mayor inflación de los alimentos compensarían en general los impactos a la baja derivados de un descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). La subida de los precios de las materias primas energéticas en torno al cambio de año se trasladará a la tasa de variación interanual de los precios de la energía en 2025. Si bien se estima que los precios del petróleo y del gas disminuirán en consonancia con los precios de los futuros, es probable que la inflación de la energía continúe registrando tasas positivas, aunque inferiores a la media histórica, durante todo el horizonte de proyección. Se considera que la tasa de variación de los precios de la energía aumentará en 2027 debido a la introducción de nuevas medidas de mitigación del cambio climático. De acuerdo con las proyecciones, la inflación de los alimentos se elevará hasta mediados de 2025, impulsada principalmente por las fuertes subidas recientes de los precios de las materias primas alimenticias, y posteriormente descenderá hasta situarse en una media del 2,2 % en 2027. Se espera que la inflación medida por el IAPCX empiece a reducirse en los primeros meses de 2025 a medida que los efectos retardados de la corrección de los precios desaparezcan, las presiones salariales disminuyan y el impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria siga transmitiéndose a los precios de consumo. Este descenso de la inflación medida por el IAPCX estaría determinado principalmente por la bajada de la inflación de los servicios, que hasta ahora ha sido relativamente persistente. En conjunto, se estima que la inflación medida por el IAPCX se moderará desde el 2,2 % en 2025 hasta el 1,9 % en 2027. El crecimiento de los salarios debería mantener su trayectoria descendente con respecto a los niveles actuales, todavía elevados, a medida que desaparezcan las presiones para compensar la inflación. Junto con la recuperación prevista del crecimiento de la productividad, se espera que esta evolución se traduzca en un crecimiento significativamente más lento de los costes laborales unitarios. En consecuencia, las presiones internas sobre los precios seguirían relajándose en un contexto de recuperación de los márgenes empresariales durante el horizonte temporal de las proyecciones. Se prevé que las presiones externas sobre los precios, reflejadas en los precios de importación, sigan siendo moderadas, siempre que las políticas arancelarias de la UE no se modifiquen. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2024, las perspectivas de la inflación general medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2025, como consecuencia de los supuestos de aumento de los precios de las materias primas energéticas y de la depreciación del euro, y se han revisado ligeramente a la baja para 2027, debido a unas perspectivas para el componente energético algo más débiles al final del horizonte.

En resumen, el supuesto relativo a una mayor inflación de la energía ha dado lugar a una revisión al alza de las proyecciones de inflación general para 2025.

Paralelamente, se espera que la inflación subyacente siga ralentizándose, a medida que las presiones de los costes laborales continúen relajándose y el anterior endurecimiento de la política monetaria siga afectando a los precios. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo continúan situándose en torno al 2 %. Todos estos factores respaldarán el retorno sostenido de la inflación al objetivo del Consejo de Gobierno.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. Una escalada de las tensiones comerciales reduciría el crecimiento de la zona del euro al frenar las exportaciones y debilitar la economía mundial. La actual incertidumbre sobre las políticas comerciales a nivel mundial podría reducir la inversión. Las tensiones geopolíticas, como la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo, continúan siendo también una importante fuente de incertidumbre. El crecimiento podría ser menor si los efectos retardados del endurecimiento de la política monetaria se prolongan más de lo esperado. En cambio, podría ser mayor si la relajación de las condiciones de financiación y la bajada de la inflación permiten una recuperación más rápida del consumo y de la inversión internos. Un aumento del gasto en defensa e infraestructuras también podría elevar el crecimiento.

Las crecientes fricciones en el comercio internacional están añadiendo más incertidumbre a las perspectivas de inflación en la zona del euro. Una escalada general de las tensiones comerciales podría dar lugar a una depreciación del euro y a un aumento de los costes de las importaciones, lo que ejercería presión al alza sobre la inflación. Al mismo tiempo, un descenso de la demanda de exportaciones de la zona del euro como resultado de las subidas de aranceles y un desvío hacia la zona del euro de las exportaciones de países con exceso de capacidad ejercerían presión a la baja sobre la inflación. Las tensiones geopolíticas crean riesgos de inflación en ambas direcciones que afectan a los mercados de la energía, la confianza de los consumidores y la inversión empresarial. Los fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían hacer aumentar los precios de los alimentos más de lo esperado. La inflación podría ser más alta si los salarios o los beneficios se incrementan más de lo previsto. Debido a su efecto sobre la demanda agregada, un impulso del gasto en defensa e infraestructuras podría también elevar la inflación, aunque esta podría sorprender a la baja si la política monetaria frena la demanda más de lo esperado.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado en la zona del euro descendieron tras la reunión del Consejo de Gobierno del 30 de enero de 2025, pero aumentaron en el período previo a su reunión del 6 de marzo en respuesta a las perspectivas revisadas de política fiscal. Los recortes de los tipos de interés están reduciendo gradualmente el coste del crédito para las empresas y los hogares, y el crecimiento de los préstamos

está repuntando. Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos de interés, que continúan transmitiéndose al saldo vivo del crédito, son un factor adverso para la relajación de las condiciones de financiación, y la concesión de préstamos sigue siendo, en general, contenida.

El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a empresas descendió hasta el 4,2 % en enero de 2025, desde el 4,4 % registrado en diciembre de 2024. En cambio, el coste de la emisión de valores de renta fija aumentó hasta el 3,7 %, 0,2 puntos porcentuales más que en diciembre. Durante el mismo período, el tipo de interés medio de las nuevas hipotecas se redujo hasta el 3,3 %, desde el 3,4 %.

El crecimiento del crédito bancario a empresas aumentó hasta el 2,0 % en enero, desde el 1,7 % en diciembre, como reflejo de un moderado flujo mensual de préstamos nuevos. El crecimiento de los valores representativos de deuda emitidos por las empresas avanzó hasta el 3,4 % en términos interanuales. Los préstamos hipotecarios continuaron aumentando gradualmente, aunque se mantuvieron en general contenidos, con una tasa de crecimiento interanual del 1,3 %.

Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se redujeron hasta el 2,50 %, el 2,65 % y el 2,90 %, respectivamente, con efectos a partir del 12 de marzo de 2025.

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

Conclusión

En su reunión del 6 de marzo de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE. En particular, la decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —tipo de interés mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basa en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de creciente incertidumbre, aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de

la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

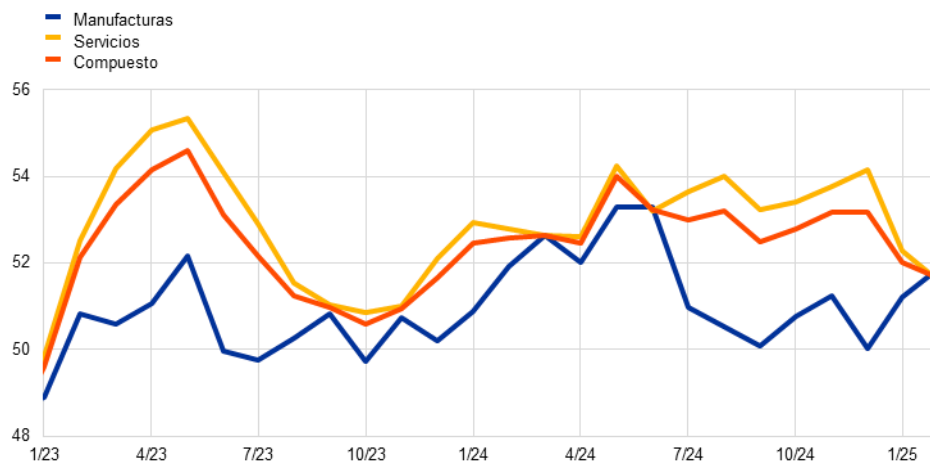
Durante el período de referencia comprendido entre el 30 de enero y el 5 de marzo, el crecimiento de la actividad económica mundial se mantuvo estable, aunque las políticas comerciales recientes de Estados Unidos podrían producir efectos adversos más intensos. El crecimiento del comercio internacional se moderó al final de 2024, mientras que los aranceles impuestos por dicho país están poniendo en peligro las redes comerciales existentes. Las perspectivas relativas al crecimiento y el comercio mundiales, reflejadas en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, se han revisado a la baja como consecuencia de los aranceles aplicados recientemente por Estados Unidos y de la elevada incertidumbre sobre la política comercial. En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general aumentó ligeramente debido a la subida de los precios de la energía y de los alimentos, mientras que la inflación subyacente continuó descendiendo. Si bien aún se espera que la inflación general se reduzca de forma paulatina en las principales economías avanzadas y emergentes a lo largo del horizonte de proyección (2025-2027), las proyecciones de la inflación general se han revisado al alza para 2025 con el fin de reflejar la transmisión de los aranceles a los precios de consumo en Estados Unidos y, en menor medida, en China. En conjunto, las políticas anunciadas recientemente por el país norteamericano añaden una incertidumbre significativa a las perspectivas.

El crecimiento de la actividad mundial se mantuvo estable en torno al cambio de año, pero los giros recientes en la orientación de la política comercial estadounidense podrían producir efectos adversos más intensos. Aunque el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) permanece en terreno expansivo, registró un descenso en febrero de 2025 debido a la ralentización observada en los servicios (gráfico 1), que había sido el principal motor del crecimiento en la segunda mitad de 2024. El deterioro del sentimiento en los servicios fue generalizado en las grandes economías, pero más pronunciado en Estados Unidos. En general, el modelo de previsión a muy corto plazo (*nowcasting*) más reciente del BCE para el PIB mundial, que incorpora una amplia variedad de indicadores macroeconómicos además de los PMI, continúa señalando un crecimiento estable —de alrededor del 1 % en términos intertrimestrales— en el primer trimestre de 2025. Sin embargo, las perspectivas de crecimiento a corto plazo se ven ensombrecidas por los cambios recientes de la política comercial estadounidense. Estos cambios han implicado no solo la imposición de nuevos aranceles a China, sino también el aumento de la incertidumbre en torno a dicha política, que se espera que lastre la inversión a escala global.

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

Según las proyecciones, el crecimiento de la actividad mundial seguirá siendo moderado y disminuirá ligeramente a lo largo del horizonte de proyección.

Se prevé que el crecimiento del PIB real mundial se sitúe en el 3,4 % en 2025 y que después disminuya hasta el 3,2 % en 2026-2027. Aunque el calendario y el alcance exactos de las políticas comerciales anunciadas recientemente por Estados Unidos siguen sin estar claros, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2025 incorporan los aranceles impuestos por Estados Unidos a las importaciones chinas —que entraron en vigor el 4 de febrero (es decir, antes de la fecha de cierre de las proyecciones, el 19 de febrero de 2025)— y las medidas de represalia adoptadas por China¹. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de diciembre de 2024, el crecimiento mundial se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2025 y 2026, ya que se espera que los aranceles impuestos recientemente y la mayor incertidumbre en torno a la política comercial lastren la actividad. En 2026 y 2027, el ligero descenso del ritmo de avance del PIB mundial refleja la desaceleración del crecimiento en China, como consecuencia de una evolución demográfica desfavorable, y en Estados Unidos, debido a los efectos negativos a medio plazo de las políticas de este país (por ejemplo, la disminución de la inmigración)². Predominan los riesgos a la baja para las perspectivas mundiales, impulsados por la amenaza de más aranceles estadounidenses (como gravámenes sobre el acero y el

¹ El 1 de febrero de 2025, Estados Unidos anunció un arancel adicional de 10 puntos porcentuales a todos los bienes chinos, lo que supone un paso significativo en el conflicto comercial actual. Como represalia, China respondió imponiendo aranceles a 80 productos estadounidenses, incluidos el gas natural licuado (GNL), el carbón y la maquinaria agrícola, lo que ha incrementado en 1 punto porcentual el tipo arancelario efectivamente aplicado a las importaciones procedentes de Estados Unidos. Los aranceles estadounidenses a las importaciones chinas entraron en vigor el 4 de febrero, y los aplicados por el país asiático en represalia el 10 de febrero. Además, China prohibió la exportación de metales críticos como el telurio y el tungsteno, y estas prohibiciones también entraron en vigor el 4 de febrero.

² Véanse las [proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#) publicadas en el sitio web del BCE el 6 de marzo de 2025.

aluminio, además de aranceles a las importaciones de Canadá, México y la Unión Europea) y por las tensiones geopolíticas imperantes.

El crecimiento del comercio mundial se moderó al final de 2024 y está previsto que se ralentice como consecuencia del impacto de los aranceles, la elevada incertidumbre sobre la política comercial, la composición menos favorable de la demanda y la desaparición del efecto del adelanto anterior de las importaciones.

Aunque la leve mejora del sentimiento en las manufacturas y la producción industrial puede sostener la dinámica de los flujos comerciales internacionales en el primer trimestre de 2025, el avance de la actividad global en torno al cambio de año se vio impulsado, sobre todo, por componentes poco intensivos en comercio, como el consumo público y privado. Asimismo, se espera que el alto nivel de incertidumbre en torno a la política comercial y el ritmo más pausado de relajación de la política monetaria en Estados Unidos lastren la inversión en el futuro, lo que afectaría desproporcionadamente al comercio porque la inversión suele ser muy intensiva en comercio. Además, el efecto del adelanto de los intercambios comerciales —que respaldó el comercio mundial en 2024, debido a que las empresas de Estados Unidos en particular hicieron acopio de insumos importados en previsión de posibles perturbaciones en el comercio— se desvanecería gradualmente en 2025 con la entrada en vigor de los nuevos aranceles. También se prevé que la reversión parcial del impacto del adelanto de las importaciones frene la demanda a lo largo de 2025, sobre todo en los países avanzados que adelantaron importaciones de las economías emergentes en 2024. Por último, se espera que los flujos comerciales se vean considerablemente afectados por los aranceles durante el horizonte de previsión, por lo que en las proyecciones de marzo de 2025 se han realizado importantes revisiones a la baja de las importaciones y las exportaciones de Estados Unidos y China, de 1-1,5 puntos porcentuales acumulados en cada caso durante 2025-2027. Con este trasfondo, según las proyecciones, el crecimiento de la demanda externa de la zona del euro se moderará desde el 3,4 % en 2024 hasta el 3,2 % en 2025 y hasta el 3,1 % en 2026 y en 2027, con revisiones a la baja significativas en comparación con las proyecciones de diciembre de 2024.

La actual escalada de las tensiones comerciales plantea riesgos para el buen funcionamiento de las redes comerciales existentes.

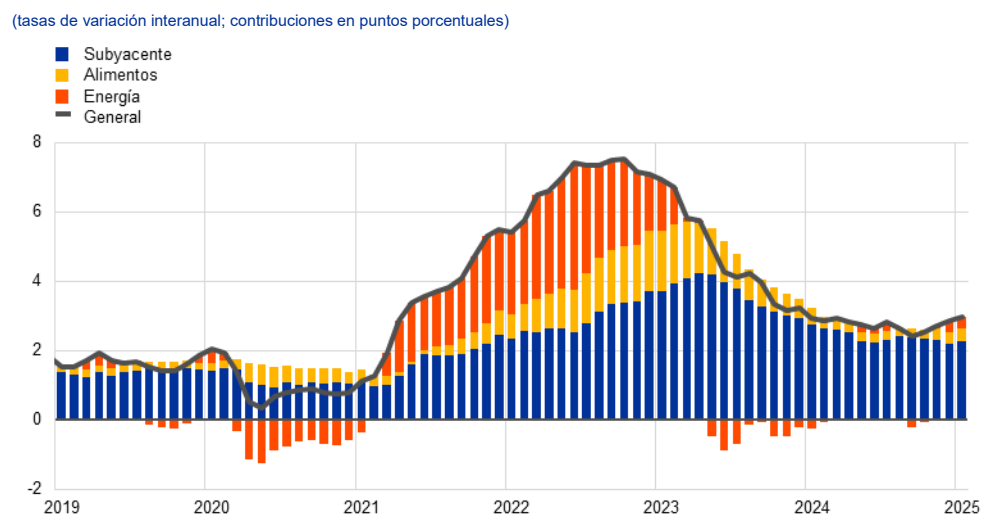
Las perspectivas de comercio se ven ensombrecidas por la incertidumbre, dado que el proteccionismo podría obstaculizar notablemente los flujos transfronterizos. Los aranceles impuestos por Estados Unidos a Canadá y a México afectarían a alrededor de un tercio de las importaciones totales estadounidenses de bienes y en torno a tres cuartas partes del total de las exportaciones de bienes de Canadá y México, y es probable que su impacto se vea amplificado por la interconexión de las cadenas de suministro en América del Norte³. El 10 de febrero, la Administración de Estados Unidos anunció la aplicación de un arancel del 25 % a las importaciones de acero y

³ El 1 de febrero, el presidente estadounidense firmó órdenes ejecutivas para imponer aranceles a Canadá y a México para que entraran en vigor el 4 de febrero. Posteriormente se suspendieron durante un mes (hasta el 4 de marzo). El 6 de marzo, la Administración estadounidense anunció una suspensión temporal de los aranceles a los productos que cumplan con el tratado entre Estados Unidos, México y Canadá (USMCA, por sus siglas en inglés) hasta el 2 de abril.

de aluminio que entró en vigor el 12 de marzo⁴. Pese a que estos bienes constituyen una proporción reducida (un 2 %) de las importaciones de Estados Unidos, se espera que los consumidores de dicho país y los sectores que intervienen en las fases finales (*downstream*) de las cadenas de suministro (por ejemplo, la industria del automóvil) resulten perjudicados. Asimismo, el presidente Trump encargó a sus asesores la elaboración de un plan integral para imponer aranceles recíprocos el 12 de febrero, y el 18 de febrero anunció aranceles globales a los automóviles, los productos farmacéuticos y los semiconductores. El 21 de febrero se mostró a favor de revisar los aranceles aplicados por los socios comerciales a los servicios digitales estadounidenses, el 26 de febrero anunció la imposición de un arancel del 25 % a las importaciones europeas, y el 27 de febrero la aplicación de un gravamen del 10 % adicional a China.

La inflación general en los países miembros de la OCDE ha aumentado en un contexto de ligero incremento de la inflación subyacente. En enero de 2025, la tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los países pertenecientes a la OCDE (excluida Turquía) se incrementó hasta situarse en el 3 %, desde el 2,9 % registrado el mes anterior (gráfico 2). Este repunte de la inflación general medida por el IPC se debió, en parte, a la subida de los precios energéticos, mientras que la contribución de los precios de los alimentos se mantuvo prácticamente estable. La inflación subyacente medida por el IPC, que excluye los precios de la energía y de los alimentos, creció levemente hasta situarse en el 3,1 %.

Gráfico 2
Inflación medida por el IPC en la OCDE



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

⁴ Los dos nuevos anuncios contemplan la reintroducción del arancel completo del 25 % al acero y un aumento de los aranceles al aluminio, que pasarían del 10 % al 25 %. Para ello, la Administración estadounidense canceló todas las exenciones aprobadas que se habían concedido durante el primer mandato de Trump. Esto significa que los países que negociaron exenciones probablemente serán los más afectados por estos nuevos aranceles de Estados Unidos. Además, el arancel del 25 % se ha ampliado para incluir productos derivados fabricados con acero y aluminio.

Pese al reciente repunte de la inflación medida por el IPC en todos los países miembros de la OCDE, se prevé que en un grupo más amplio de economías avanzadas y emergentes permanezca en una senda descendente durante el horizonte de proyección. Aunque el proceso de desinflación en los países de la OCDE parece haberse estancado al final de 2024, en las proyecciones de marzo de 2025 se espera que la inflación medida por el IPC de un grupo más amplio de economías avanzadas y emergentes descienda gradualmente desde el 4,2 % en 2024 hasta el 2,5 % en 2027⁵. El enfriamiento de los mercados de trabajo en los países de la OCDE reduciría la inflación de los salarios nominales, lo que permitiría que la inflación general medida por el IPC converja progresivamente hacia los objetivos de los bancos centrales. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2024, la inflación general medida por el IPC de un grupo más amplio de economías avanzadas y emergentes sería más elevada en 2025, debido a la transmisión de los aranceles a los precios de consumo en Estados Unidos y, en menor medida, en China. Para 2026 y 2027, la inflación medida por el IPC de las economías mundiales se ha revisado a la baja, ya que el efecto alcista de los aranceles se ve compensado con creces por otros factores, sobre todo las revisiones a la baja de la inflación medida por el IPC en China, reflejo de la consolidación de la deflación de los precios industriales en un contexto de persistencia del exceso de oferta.

Durante el período de referencia, los precios del Brent registraron un descenso del 5 %, mientras que los precios europeos del gas se redujeron un 12 %. La preocupación por el impacto de los conflictos comerciales en la actividad mundial ejerció presiones a la baja sobre los precios del petróleo, que se vieron reforzadas adicionalmente por una acumulación inesperada de existencias de crudo en Estados Unidos, lo que indica una demanda de petróleo más débil de lo esperado en el país norteamericano. Los precios europeos del gas experimentaron una fuerte volatilidad, debido a que las temperaturas más bajas y la reducida producción de energías renovables inicialmente provocaron una subida por el incremento de la cantidad de gas consumido para calefacción y para generar electricidad. No obstante, los precios al contado del petróleo bajaron como resultado de los anuncios sobre las negociaciones de paz de Ucrania. Las presiones a la baja sobre los precios también se vieron reforzadas por unas condiciones meteorológicas más suaves y por el redireccionamiento de buques de GNL hacia Europa. Los precios de los metales aumentaron un 2 %, principalmente como consecuencia de las compras por motivos de precaución efectuadas por operadores domiciliados en Estados Unidos tras los anuncios del 10 de febrero sobre los aranceles a las importaciones de acero y de aluminio, junto con las amenazas realizadas el 25 de febrero de imponer gravámenes al cobre importado. Por último, los precios de los alimentos descendieron un 2 %, debido a que los precios del cacao fueron corregidos ligeramente a la baja tras la escalada observada a finales de 2024 y principios de 2025.

⁵ Las proyecciones del BCE abarcan un conjunto más amplio de países, en particular grandes mercados emergentes (como China, India, Brasil y Rusia) que no están incluidos en la inflación medida por el IPC de la OCDE.

De acuerdo con las proyecciones del BCE de marzo de 2025, la actividad seguirá siendo sólida en Estados Unidos a corto plazo, impulsada por el fuerte crecimiento del consumo, aunque se están acumulando riesgos derivados de las políticas estadounidenses. El avance del PIB real en el cuarto trimestre de 2024 (0,6 % en términos intertrimestrales) vino determinado fundamentalmente por el consumo privado debido al aumento de la renta real disponible, mientras que la inversión empresarial experimentó una caída. En el primer trimestre de 2025, la previsión a corto plazo (*nowcast*) más reciente del BCE para el PIB de Estados Unidos señala que el crecimiento mantendrá su vigor y se situará en una tasa intertrimestral del 0,6 %. Según parece, las restricciones financieras que afectan a los consumidores estadounidenses están aumentando, aunque los efectos dominó sobre el consumo parecen ser limitados. Mientras que los impagos en tarjetas de crédito se han incrementado por encima de sus medias anteriores a la pandemia, el número de ejecuciones hipotecarias y de quiebras continúa siendo bajo en términos históricos, y la ratio de servicio de la deuda de los hogares sigue próxima a los niveles previos a la pandemia. Además, el incremento más acusado de los impagos mencionados anteriormente se asocia a los hogares de menor renta, que representan solo el 12 % del gasto total en consumo. En términos nominales, aunque el IPC publicado en enero fue más elevado de lo esperado, apunta a un descenso tanto de la inflación general como del gasto en consumo personal sin energía ni alimentos (PCE subyacente) en el corto plazo, que también se ve respaldado por la desaceleración reciente del índice de precios industriales (IPRI). En conjunto, las principales fuentes de inflación se están moderando en Estados Unidos, donde los indicadores del tensionamiento del mercado de trabajo han ido retrocediendo de forma sostenida para retornar a los niveles anteriores a la pandemia. Con todo, las perspectivas de inflación siguen sujetas a una incertidumbre significativa, y las políticas estadounidenses podrían continuar ralentizando el proceso de desinflación gradual, puesto que se espera que los aranceles a las importaciones de Estados Unidos se trasladen a los precios de consumo, mientras que una política más estricta en materia de inmigración y deportaciones plantea el riesgo de que se vuelvan a intensificar las tensiones en el mercado laboral. En este contexto, las expectativas de inflación a corto y a largo plazo de los consumidores del país norteamericano han comenzado a aumentar, lo que, a su vez, puede ralentizar aún más el proceso de desinflación. Por último, en su reunión de enero, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal decidió mantener sin variación el tipo de interés de los fondos federales, lo que señala que no hay premura por ajustar el tipo de interés, dado que la economía sigue siendo sólida.

Las perspectivas de China se están deteriorando, dado que la demanda interna sigue siendo débil y las exportaciones se están viendo afectadas por la subida de los aranceles estadounidenses. Tras el repunte del crecimiento del PIB real en el cuarto trimestre de 2024, los indicadores más recientes apuntan a una desaceleración de la actividad tanto en el sector manufacturero como en los servicios. Un indicador de alta frecuencia del consumo privado descendió en enero de 2025, lo que sugiere que el impulso derivado del apoyo fiscal anterior fue transitorio. La confianza de los consumidores continúa en niveles persistentemente negativos, lastrando así una recuperación del gasto más generalizada, y los

principales indicadores del mercado inmobiliario también permanecen faltos de dinamismo. Mientras que se estima que los nuevos aranceles de Estados Unidos han tenido un impacto adverso bastante limitado en el avance del PIB, una escalada adicional del conflicto entre Estados Unidos y China comporta riesgos a la baja, aunque el estímulo fiscal adicional, que ya había sido indicado por las autoridades chinas en diciembre de 2024, podría mitigar ese impacto. Entretanto, la inflación medida por el IPC del país asiático creció hasta situarse en el 0,5 % en enero, mientras que la inflación medida por el IPRI permaneció en territorio negativo en el -2,3 %. La inflación subyacente medida por el IPC (excluidos los alimentos y la energía) aumentó ligeramente hasta el 0,6 % en enero, desde el 0,4 % registrado el mes anterior, sobre todo como consecuencia de un incremento temporal de los precios de los servicios tras el repunte observado en la actividad motivado por el mayor apoyo fiscal al consumo. En conjunto, el menor dinamismo de la demanda interna y la sobreproducción están estimulando una intensa competencia de precios entre las empresas, lo que implica presiones inflacionistas débiles a medio plazo.

La actividad en el Reino Unido sigue siendo débil en un contexto de inflación persistente. El PIB real creció ligeramente (un 0,1 % en tasa intertrimestral) en el cuarto trimestre de 2024, debido a las contribuciones negativas de la demanda privada y de la demanda exterior neta que fueron compensadas, en parte, por el impacto positivo derivado de las existencias y del aumento del gasto público. La debilidad de los indicadores coyunturales de la demanda privada sugiere que el crecimiento podría seguir siendo reducido en 2025. La inflación general medida por el IPC se incrementó hasta el 3 % en enero de 2025, desde el 2,5 % de diciembre de 2024, impulsada principalmente por la tasa de variación de los precios de los alimentos. Se espera que la inflación medida por el IPC se mantenga en niveles elevados a lo largo de 2025, respaldada por las subidas de los precios de la energía y las modificaciones de los precios regulados, así como por el impacto de las políticas gubernamentales anunciadas en los presupuestos de otoño de 2024 (por ejemplo, una subida de las cotizaciones de las empresas a la seguridad social). El Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial 25 puntos básicos en su reunión de febrero, al considerar que las presiones inflacionistas internas seguían siendo estables y que el repunte reciente de la inflación medida por el IPC no se traducirá en efectos de segunda ronda adicionales en las presiones inflacionistas internas subyacentes.

Según la información disponible en la fecha límite de recepción de los datos, la economía de la zona del euro creció un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2024, tras registrar un avance del 0,4 % en el tercero, en un contexto de crecimiento de la demanda interna y de contracción de las exportaciones. El empleo aumentó un 0,1 % en el cuarto trimestre, al mismo ritmo que el PIB. Por sectores, la actividad industrial habría seguido disminuyendo en dicho trimestre, como consecuencia de la debilidad de la demanda de bienes, de las pérdidas de competitividad y de la elevada incertidumbre. En cambio, los servicios continuaron su expansión, impulsados principalmente por los servicios de no mercado. Los indicadores de opinión apuntan a un crecimiento moderado a principios de año. El índice de directores de compras (PMI) de los servicios se ha mantenido estable, en general, con respecto al cuarto trimestre y sigue indicando crecimiento. Al mismo tiempo, aunque el PMI de las manufacturas, continúa señalando una caída de la producción, ha mejorado recientemente. Es probable que se produzcan nuevos efectos adversos derivados del aumento del proteccionismo y de medidas que distorsionan el comercio, que podrían afectar de manera desproporcionada a las manufacturas frente a otros sectores económicos. Aunque el mercado de trabajo se ha ralentizado en los últimos meses, mantiene su vigor. De cara al futuro, se espera que el alto grado de incertidumbre y las persistentes pérdidas de competitividad limiten en cierta medida el ritmo de la recuperación económica de la zona del euro. Con todo, la recuperación prevista debería verse respaldada por el incremento de las rentas del trabajo y por créditos más asequibles.

Estas perspectivas se reflejan, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,9 % en 2025, del 1,2 % en 2026 y del 1,3 % en 2027⁶.

Según la estimación de avance de Eurostat, el PIB real aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2024 (gráfico 3)⁷. Esto significa que el producto creció en todos los trimestres del año. Como resultado, el PIB habría registrado un crecimiento del 0,7 % en 2024, lo que representa una mejora con respecto a 2023, cuando avanzó un 0,4 %⁸. Los indicadores coyunturales y los datos disponibles de cada país apuntan a unas contribuciones positivas del consumo privado y la inversión, contrarrestadas por la caída de la demanda exterior neta, mientras que la aportación de la variación de existencias fue prácticamente neutral. Asimismo, es probable que la debilidad del sector industrial persistiera, mientras que los servicios mostraron más capacidad de resistencia. El resultado del

⁶ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de marzo de 2025.

⁷ El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se revisó al alza hasta situarlo en el 0,2 % en los datos publicados el 7 de marzo, dos días después de la fecha límite de recepción de datos de este Boletín Económico.

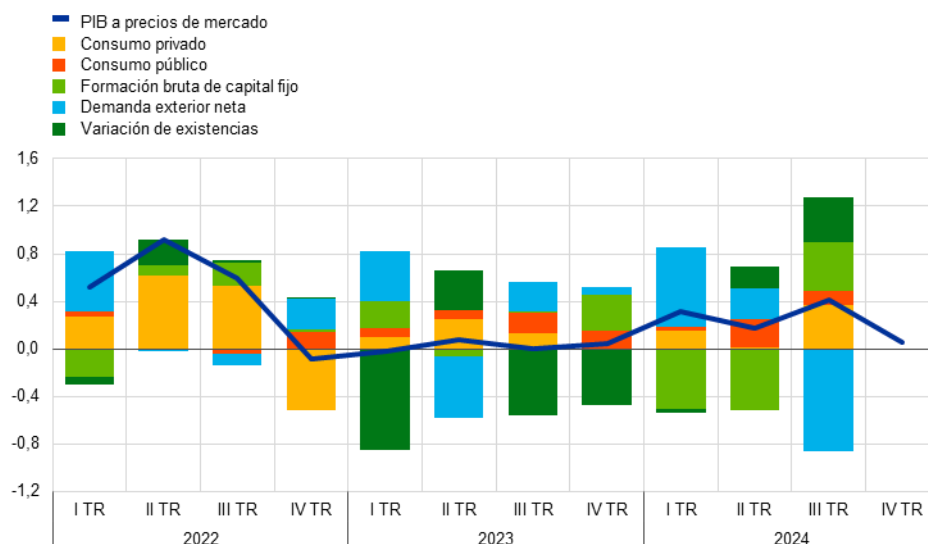
⁸ La tasa de crecimiento interanual de 2024 se basa en cifras desestacionalizadas y ajustadas de efectos de calendario. No se dispone de datos sin ajustar para todos los Estados miembros incluidos en las estimaciones de avance del PIB.

cuarto trimestre para la zona del euro genera un efecto arrastre positivo sobre el crecimiento anual de 2025⁹.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para el PIB y al tercer trimestre de 2024 para la desagregación del gasto.

Los datos procedentes de encuestas apuntan a una expansión moderada y continuada encabezada por los servicios en el primer trimestre de 2025, en un contexto de elevada incertidumbre. La incertidumbre en torno a las políticas económicas —incluida la comercial— está lastrando las perspectivas a corto plazo. La principal fuente de incertidumbre en la escena mundial está relacionada con las políticas de Estados Unidos, especialmente en los ámbitos de la seguridad y el comercio. El aumento del proteccionismo podría afectar de manera desproporcionada a las manufacturas en comparación con otros sectores económicos. Con todo, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se incrementó y se situó, en promedio, en 50,2 en enero y febrero (desde un valor de 49,3 en el cuarto trimestre), debido fundamentalmente al avance del sector manufacturero. Pese a esta mejora reciente, el PMI de manufacturas sigue señalando una contracción de la actividad, y lleva ya casi dos años por debajo de 50 (gráfico 4). El PMI de nuevos pedidos también ha mejorado recientemente, pero aún permanece en un nivel inferior a 50, lo que apunta a la debilidad de las perspectivas de la industria a corto plazo. En el sector servicios, el PMI se mantiene por encima del umbral de expansión, si bien los últimos datos han sido inferiores a su media de largo plazo. Los indicadores de confianza empresarial de la Comisión Europea muestran un panorama similar en general.

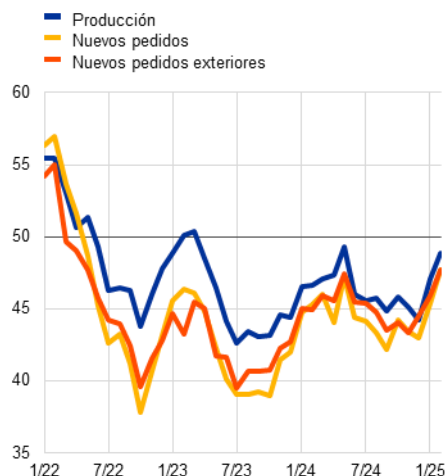
⁹ Esto implica que el PIB crecería un 0,3 % en 2025 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral de este año fueran cero (es decir, si el PIB intertrimestral se mantuviera en el mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2024).

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía

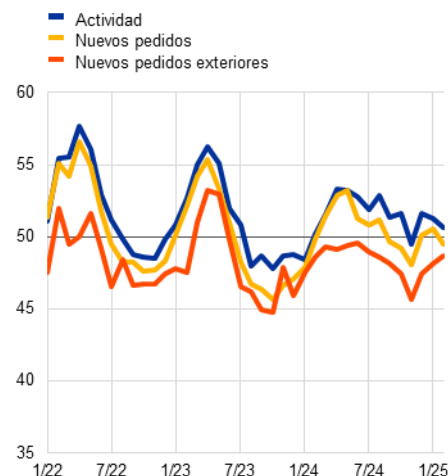
a) Manufacturas

(Índices de difusión)



b) Servicios

(Índices de difusión)



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

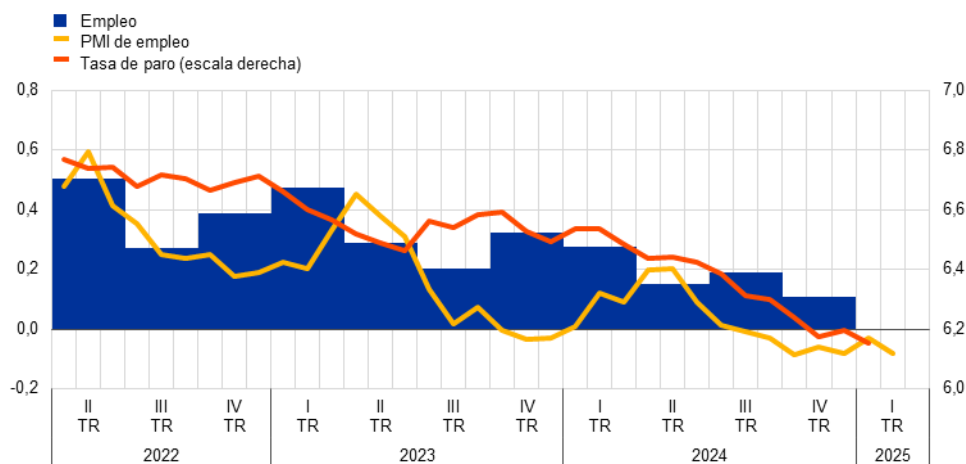
El empleo creció un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2024. Este aumento fue inferior a los observados en otros trimestres del año (gráfico 5). No obstante, el crecimiento del empleo mostró capacidad de resistencia en comparación con el avance del PIB, lo que se tradujo en un descenso de la productividad del 0,1 %. La tasa de paro se situó en el 6,3 % en diciembre, 0,1 puntos porcentuales por encima de la de noviembre, permaneciendo próxima al nivel más bajo registrado desde la introducción del euro. La demanda de trabajo disminuyó levemente con respecto a los altos niveles observados tras la pandemia, y la tasa de vacantes se mantuvo sin cambios, en el 2,5 %, en el cuarto trimestre, 0,8 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2022¹⁰.

¹⁰ Véase el recuadro titulado «El uso de los *earnings calls* de las empresas para prever la demanda de trabajo de la zona del euro» en este Boletín Económico.

Gráfico 5

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a que el empleo se ha mantenido estable en el primer trimestre de 2025.

El PMI mensual compuesto de empleo disminuyó desde 49,7 en enero hasta un valor de 49,3 en febrero, lo que sugiere que, en el primer trimestre, probablemente el empleo apenas haya variado con respecto al cuarto trimestre de 2024. El PMI de empleo de los servicios descendió desde 50,9 en enero hasta 50,8 en febrero, mientras que los PMI correspondientes a las manufacturas y la construcción permanecieron en terreno contractivo.

Es probable que el crecimiento del consumo privado se moderara en el cuarto trimestre de 2024.

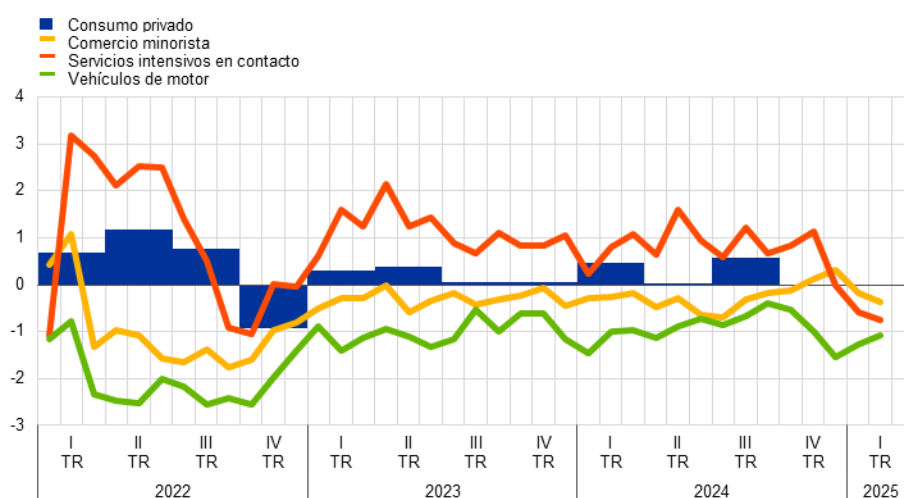
Tras aumentar un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre (gráfico 6), parece que el avance del consumo privado se moderó en el cuarto trimestre de 2024, debido también a la desaparición de algunos factores transitorios que respaldaron su expansión en el trimestre anterior, como los Juegos Olímpicos y Paralímpicos de París 2024. Los incrementos intertrimestrales del 0,4 % y del 0,5 % observados en las ventas minoristas y en la actividad de los servicios, respectivamente, corroboran esta valoración. Los datos más recientes también apuntan a una moderación del ritmo de crecimiento del gasto de los hogares a corto plazo, como reflejan las últimas proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea siguió aumentando en febrero, pero se mantiene en niveles bajos, en general, en un contexto de incertidumbre todavía elevada. Los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto volvieron a descender en febrero, mientras que la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores indica que las expectativas relativas al gasto en vacaciones siguen siendo sólidas, pese a haberse moderado algo recientemente. Al mismo tiempo, las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes se

incrementaron en febrero, tras empeorar en el mes anterior. De cara al futuro, la persistencia de la incertidumbre sobre las políticas económicas, en particular en el contexto de la evolución económica mundial, debería seguir pesando en las decisiones de gasto de los hogares. Sin embargo, se espera que el mayor poder adquisitivo —reflejo de la ralentización de la inflación— y el continuo crecimiento de las rentas del trabajo sostengan el consumo en los próximos trimestres.

Gráfico 6

Consumo privado y expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y los vehículos de motor

(tasas de variación intertrimestral; saldos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor), la demanda esperada de servicios intensivos en contacto y las ventas previstas de vehículos de motor se refieren a los tres meses siguientes; «servicios intensivos en contacto» alude a servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. La serie relativa a los servicios intensivos en contacto se normaliza para el período enero 2005-2019 por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las correspondientes a los vehículos de motor y el comercio minorista se normalizan para el período 1999-2019. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para el consumo privado y a febrero de 2025 para las expectativas empresariales sobre el comercio minorista, los servicios intensivos en contacto y los vehículos de motor.

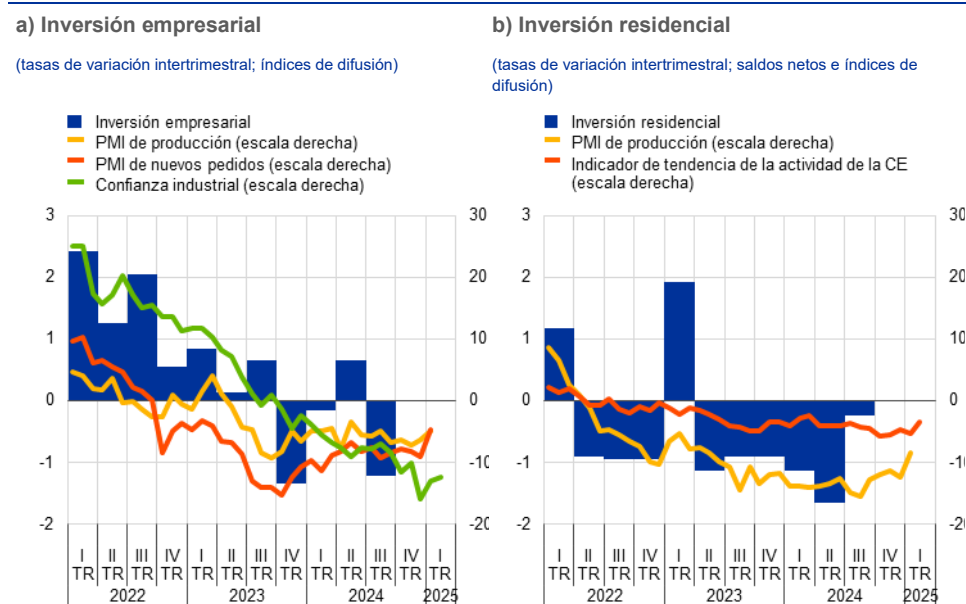
Es probable que la inversión empresarial continuara falta de dinamismo en torno al cambio de año en un contexto de elevada incertidumbre.

Tras registrar una contracción acusada en el tercer trimestre de 2024, la inversión empresarial (aproximada en las cuentas nacionales por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda) habría aumentado ligeramente en el cuarto trimestre. Sin embargo, la inversión en activos tangibles ha sido especialmente débil en los últimos trimestres. En el sector de bienes de equipo, la producción industrial disminuyó un 1,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre, como anticiparon los PMI de producción, que se adentraron profundamente en terreno negativo a lo largo del pasado año, y el indicador de confianza industrial, que se sitúa en niveles observados por última vez durante los confinamientos de 2020 (panel a del gráfico 7). La inversión en activos intangibles sigue creciendo, aunque muy por debajo de las tasas registradas en Estados Unidos (véase [recuadro 1](#)). Los datos más recientes sugieren debilidad a principios de 2025, en un contexto de elevada incertidumbre sobre la situación geopolítica y las políticas económicas, así como de incertidumbre sobre la política comercial. Las últimas ediciones de la encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone Survey), de la encuesta sobre el

acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro y de la encuesta sobre préstamos bancarios anticipaban una inversión escasa a principios de año y en esta última se prevé que en el primer trimestre volverá a descender la demanda de préstamos a más largo plazo, que suelen estar asociados a la inversión en capital fijo¹¹. Es probable que la combinación de estos factores lastrara la inversión al inicio del año. Más adelante, si no se producen fuertes disrupciones en el comercio, la recuperación gradual de la economía en general, la relajación de las condiciones de financiación y la desaparición de algunas fuentes de incertidumbre deberían respaldar la inversión. Además, el despliegue en curso de los fondos vinculados al programa *Next Generation EU* contribuirán a seguir atrayendo inversión empresarial.

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Los indicadores coyunturales se refieren al sector de bienes de equipo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión empresarial, a enero de 2025 para los PMI y a febrero de 2025 para la confianza industrial. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y de construcción especializada de dicha tendencia con respecto a los tres meses precedentes, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para la inversión residencial, a enero de 2025 para el PMI de producción y a febrero de 2025 para el indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea.

La inversión en vivienda se mantuvo mayormente estable en el cuarto

trimestre de 2024. Después de caer de forma considerable desde 2022, parece que la inversión residencial ha comenzado a repuntar en el cuarto trimestre de 2024, ya que los datos nacionales disponibles sugieren que aumentó ligeramente en ese trimestre, mientras que la producción de la construcción de edificios y la especializada no varió con respecto al tercer trimestre. Los indicadores de actividad

¹¹ Véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2025, la encuesta más reciente del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro publicada en enero de 2025 y la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2025.

basados en encuestas mejoraron a principios de este año. Con todo, en general siguen apuntando a un escaso dinamismo de la inversión en vivienda en el primer trimestre de 2025, dado que tanto el PMI de producción de viviendas como el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y la especializada en los tres últimos meses se mantuvieron en terreno contractivo (panel b del gráfico 7). No obstante, la inversión residencial debería cobrar impulso paulatinamente conforme avance 2025. Según la encuesta de la Comisión Europea, la intención de compra o construcción de vivienda a corto plazo de los hogares volvió a aumentar en el primer trimestre. Esta mejora de la confianza se ve respaldada por la caída de los tipos de interés hipotecarios y refleja una recuperación gradual de los préstamos para adquisición de vivienda, lo que sugiere que la demanda de vivienda está aumentando lentamente.

Las exportaciones de la zona del euro disminuyeron a un ritmo más lento en el cuarto trimestre de 2024. Las exportaciones totales a países no pertenecientes a la zona del euro descendieron un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en dicho trimestre. Este descenso confirma la persistencia de los problemas de competitividad a los que se enfrentan los exportadores de la zona (véase [recuadro 2](#)), incluso en un contexto de recuperación de la demanda mundial. De cara al futuro, las encuestas sugieren que el comportamiento de las exportaciones seguirá siendo discreto a corto plazo. Los últimos PMI de nuevos pedidos exteriores se mantuvieron muy por debajo del umbral de expansión en febrero, tanto en el caso de las manufacturas como en el de los servicios. Al mismo tiempo, los datos mensuales sobre comercio de bienes apuntan a que el crecimiento trimestral de las importaciones se ralentizó en el cuarto trimestre, lo que sugiere una contribución general negativa de la demanda exterior neta al PIB.

En las proyecciones de marzo de 2025 se espera que la recuperación económica sea más lenta de lo previsto en las proyecciones de diciembre de 2024, mientras que la incertidumbre ha aumentado. De acuerdo con las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2025, la economía crecerá el 0,9 % en 2025, el 1,2 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. Las correcciones a la baja para 2025 y 2026 reflejan un descenso de las exportaciones y la persistente debilidad de la inversión, atribuible en parte a la elevada incertidumbre sobre la política comercial y a la incertidumbre sobre las políticas económicas en general. El aumento de las rentas reales y la desaparición gradual de los efectos de las anteriores subidas de los tipos de interés siguen siendo los principales factores en los que se apoya la recuperación esperada de la demanda con el paso del tiempo.

La inflación general de la zona del euro descendió hasta el 2,4 % en febrero de 2025, desde el 2,5 % registrado en enero, principalmente como consecuencia de la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía. La inflación de los alimentos aumentó, mientras que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se redujo en febrero, ocultando un ritmo de avance de los precios de los servicios más lento y una tasa de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos más elevada. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que se estabilizará en torno al objetivo del 2 % a medio plazo de forma sostenida. En algunos sectores, los salarios y los precios aún se están ajustando a la anterior escalada de la inflación con un retraso considerable, pero el crecimiento salarial se está moderando según lo esperado, y el avance de los beneficios unitarios continúa amortiguando, en parte, el impacto de unas presiones todavía intensas de los costes laborales sobre la inflación. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron en torno al 2 %. En términos generales, la inflación ha seguido evolucionando en consonancia con lo esperado por los expertos del BCE, y las últimas proyecciones están estrechamente alineadas con las anteriores perspectivas de inflación. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,3 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 2 % en 2027. La revisión al alza de la inflación general para 2025 refleja un mayor dinamismo de los precios de la energía¹².

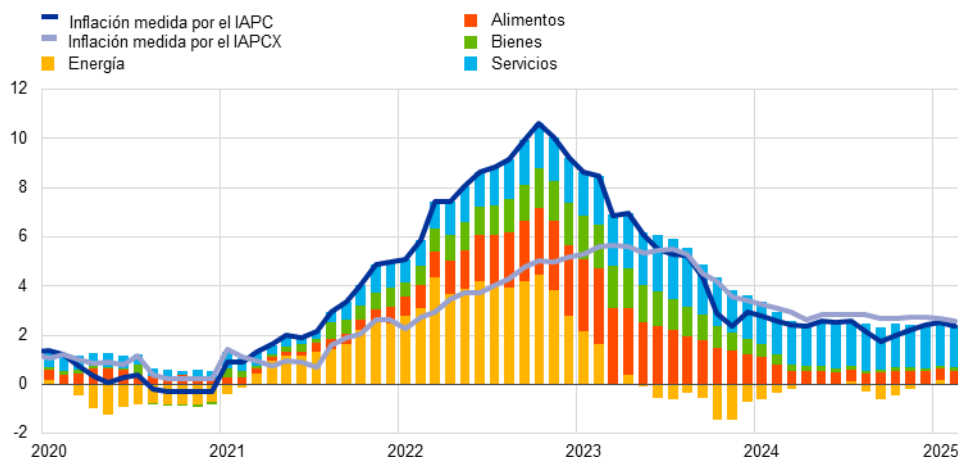
La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), descendió hasta el 2,4 % en febrero, desde el 2,5 % registrado en enero (gráfico 8). Este descenso fue atribuible principalmente a la disminución esperada de la inflación de la energía, que cayó hasta el 0,2 % en febrero, desde el 1,9 % de enero, debido sobre todo a un efecto de base a la baja y una reducción intermensual de los precios de la energía. En cambio, la inflación de los alimentos se situó en el 2,7 % en febrero, en comparación con el 2,3 % de enero, como consecuencia de la mayor tasa de variación interanual de los precios de los alimentos no elaborados, mientras que la tasa correspondiente a los precios de los alimentos elaborados se mantuvo inalterada. El IAPCX se redujo hasta el 2,6 % en febrero, desde el 2,7 % de enero —el primer retroceso desde septiembre de 2024—. Esta reducción reflejó la menor inflación de los servicios (3,7 % en febrero, frente al 3,9 % en enero) y ocultó un ligero aumento de la tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos (0,6 % en febrero, frente al 0,5 % en enero). La disminución de la inflación de los servicios en febrero está en consonancia con las expectativas anteriores tanto de una moderación inicial impulsada por la relajación gradual del crecimiento de los salarios como de unos efectos de las correcciones de precios más débiles a principios de 2025 que en 2024.

¹² Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de marzo de 2025.

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025 (estimación de avance de Eurostat).

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente están en

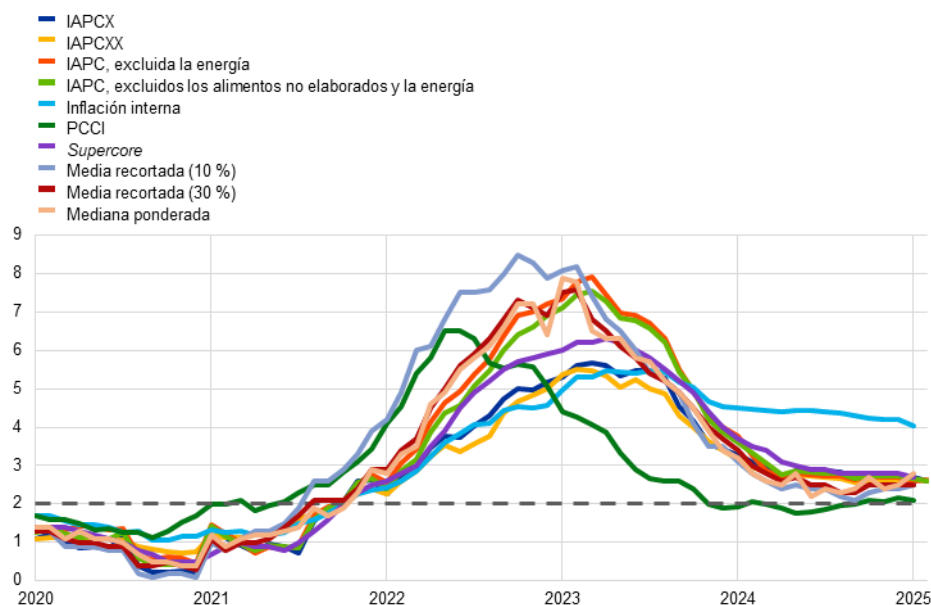
consonancia con las expectativas de que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del 2 % a medio plazo de forma sostenida (gráfico 9). En enero de

2025 —el último mes para el que se dispone de datos—, la mayor parte de los valores de los indicadores osciló entre el 2,1 % y el 2,8 %. El PCCI (componente persistente y común de la inflación), que suele ser el indicador con mayor capacidad predictiva de la inflación general futura, siguió situándose en la parte inferior del rango, mientras que la mediana ponderada aumentó hasta el 2,8 %. La inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), permaneció sin cambios en el 2,6 %, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, disminuyó hasta situarse en el 2,7 %. Si bien el indicador de la inflación interna se mantuvo en un nivel persistentemente alto, se redujo hasta el 4 % en enero (desde el 4,2 % de diciembre de 2024), su primer retroceso desde octubre de 2024. La variación se debió principalmente a la menor contribución de los precios de los restaurantes y cafeterías, así como de los costes de los seguros en los sectores de sanidad y de transporte.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



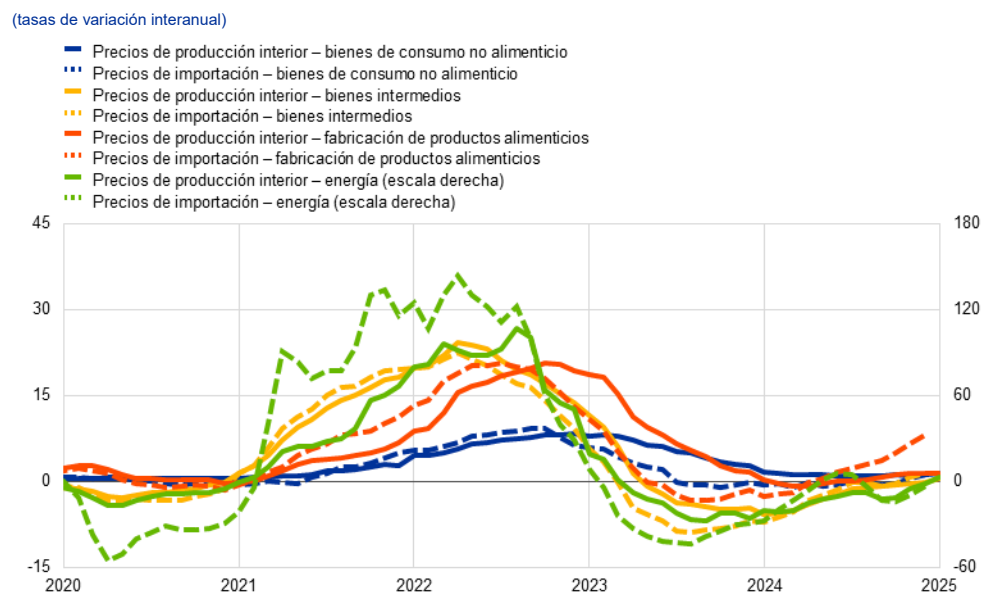
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025 (estimación de avance de Eurostat) para el IAPCXX, el IAPC excluida la energía y el IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y a enero de 2025 para los demás indicadores.

La mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre los precios de los bienes aumentaron, pero se mantuvieron todavía en niveles moderados (gráfico 10). En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía, que había sido negativa desde abril de 2023, se situó en terreno positivo al haberse incrementado hasta el 3,5 % en enero de 2025, desde el -1,6 % observado en diciembre de 2024. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores repuntó (0,5 % en enero, frente al 0 % en diciembre). En las fases posteriores del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio se elevó hasta el 1,6 % en enero, desde el 1,2 % de diciembre, mientras que la correspondiente a la fabricación de productos alimenticios disminuyó ligeramente hasta situarse en el 1,4 % en enero, desde el 1,5 % de diciembre. Los últimos datos disponibles para los precios de importación en la fecha de cierre de este boletín corresponden a diciembre de 2024. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes intermedios siguió aumentando (1,5 % en diciembre, frente al 0,9 % en noviembre). Al mismo tiempo, el ritmo de variación de los precios de importación de la fabricación de productos alimenticios se incrementó hasta el 8,2 % en diciembre, posiblemente debido a las tasas de crecimiento de dos dígitos de los precios internacionales de las materias primas alimenticias. El avance de la inflación de los precios de importación también refleja la depreciación del euro. En conjunto, los datos más recientes sobre los precios de producción y de importación confirman que la relajación gradual de las presiones latentes acumuladas sobre los

latentes acumuladas sobre los precios de los bienes de consumo ha ido desapareciendo, pero no ha dado lugar a una nueva aceleración apreciable.

Gráfico 10
Indicadores de presiones latentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025 para los precios de producción interior y a diciembre de 2024 para los precios de importación.

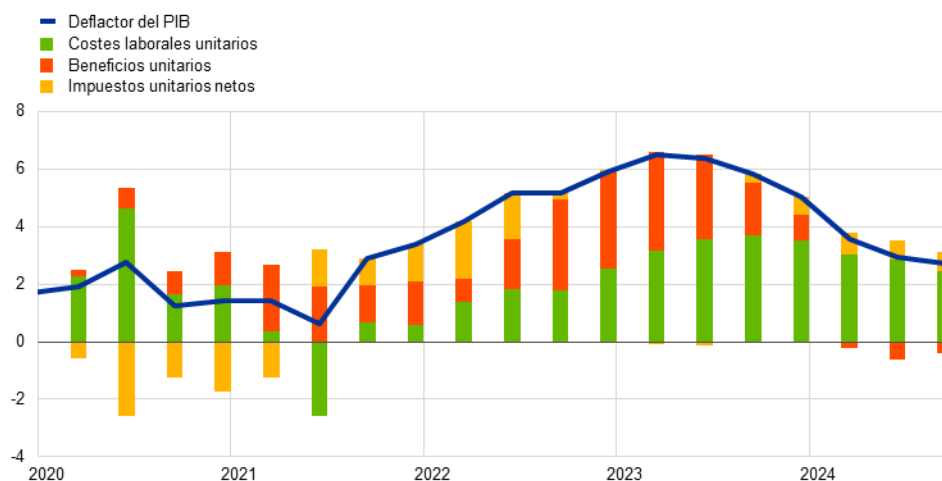
Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, continuaron disminuyendo en el tercer trimestre de 2024, aunque siguieron siendo intensas (gráfico 11). Los últimos datos disponibles de las cuentas nacionales relativos a las presiones de costes de origen interno en la zona del euro siguen correspondiendo al tercer trimestre de 2024. La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se redujo hasta el 2,7 %, desde el 2,9 % observado en el trimestre anterior, debido a la menor contribución de los salarios y de los costes laborales unitarios. El avance de los beneficios unitarios permaneció en terreno negativo, lo que indica que continúa amortiguando las presiones aún elevadas de los costes laborales. Los datos disponibles de las cuentas nacionales de la mayoría de los países de la zona del euro sugerían que la moderación del crecimiento de los costes laborales y la amortiguación de los márgenes se mantuvo en el cuarto trimestre. Además, otros indicadores disponibles para la zona del euro en dicho trimestre, como el índice de costes laborales y el indicador de salarios negociados, confirman la relajación adicional de las presiones de los costes laborales. Según la estimación de avance de Eurostat, el crecimiento del componente de sueldos y salarios por hora del índice de costes laborales disminuyó hasta el 4,1 %, desde el 4,4 % observado en el tercer trimestre. El avance del indicador de salarios negociados se situó en el 4,1 % en el cuarto trimestre, frente al 5,4 % en el tercer trimestre. Asimismo, los indicadores prospectivos de seguimiento de los salarios elaborados por el BCE, que incluyen datos sobre los convenios colectivos negociados hasta mediados de febrero, continúan apuntando a una relajación de las presiones sobre el crecimiento de los salarios a principios de este

año. De cara al futuro, según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2025, el crecimiento de la remuneración por asalariado se situará en el 3,4 %, en promedio, en 2025 y seguirá moderándose hasta el 2,6 % en 2027.

Gráfico 11

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo apenas variaron, mientras que los indicadores de mercado de la compensación por inflación a medio y a largo plazo aumentaron ligeramente, y la mayoría se situó en torno al 2 % (gráfico 12). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2025 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de marzo de 2025, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo permanecieron en el 2 %. Las expectativas a más corto plazo basadas en indicadores de opinión para 2025 también se situaron en torno al 2 %, pero experimentaron pequeños cambios, dependiendo de la incorporación de los últimos datos y de las variaciones de los precios de las materias primas energéticas. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo, medidos por el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año, han repuntado recientemente y se sitúan alrededor del 1,8 %. A medio y largo plazo, los indicadores de mercado de la compensación por inflación también han registrado alzas. En particular, el ILS a cinco años dentro de cinco años se sitúa en torno al 2,2 %, tras haber aumentado unos 20 puntos básicos desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, lo que refleja en gran medida los movimientos registrados tras el anuncio reciente de los planes de expansión presupuestaria en Europa. Este aumento se atribuye sobre todo a las mayores primas de riesgo de inflación. En consecuencia, las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en los mercados siguen esperando que la inflación se

situé alrededor del 2 % en el largo plazo. Por lo que respecta al consumo, la mayoría de las expectativas de inflación reanudaron su dinámica bajista. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) correspondiente a enero de 2025, la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes descendió hasta el 2,6 %, desde el 2,8 % de diciembre de 2024, mientras que la esperada a tres años vista se mantuvo sin variación en el 2,4 %. La tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores disminuyó ligeramente en enero, hasta el 3,4 %.

Gráfico 12

Indicadores de mercado de la compensación por inflación y expectativas de inflación de los consumidores

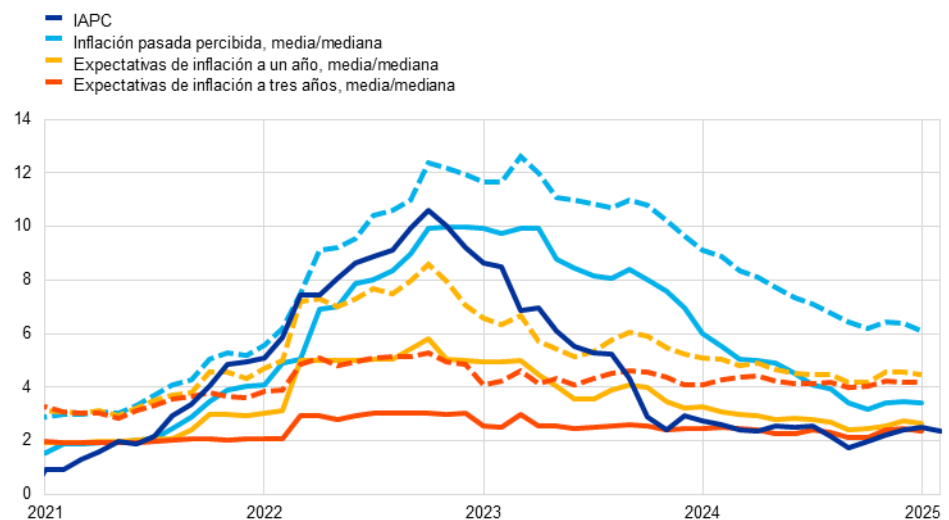
a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



b) Inflación general medida por el IAPC y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)



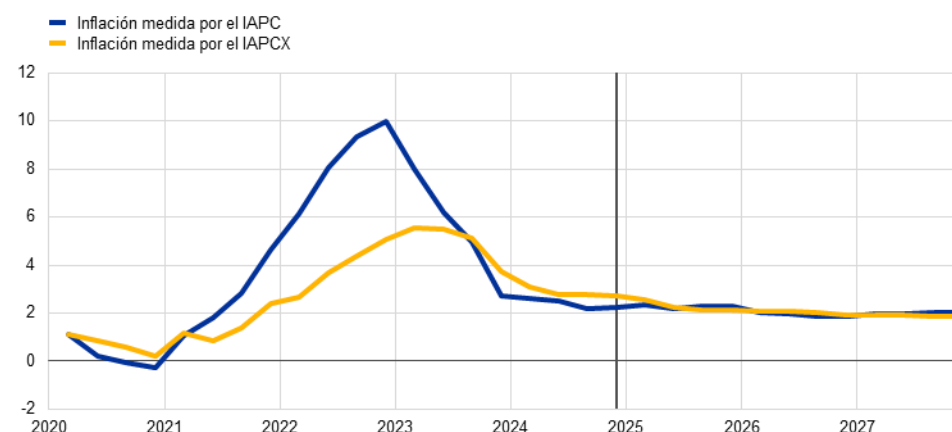
Fuentes: LSEG, Eurostat, encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.
Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2024). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2025 para los tipos *forward*, a febrero de 2025 (estimación de avance de Eurostat) para el IAPC y a enero de 2025 para los demás indicadores.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,3 % en 2025 y disminuirá hasta el 1,9 % en 2026 y el 2 % en 2027 (gráfico 13). Se prevé que la inflación general se mantenga relativamente estable en 2025, debido sobre todo a la mayor inflación de los alimentos y a efectos de base en los precios de la energía, que compensan en gran medida el descenso de la inflación subyacente. Posteriormente continuaría moderándose de forma gradual a principios de 2026 a medida que los efectos de base en la inflación energética vayan desapareciendo. El aumento de la inflación general en 2027 contemplado en las proyecciones refleja sobre todo un efecto transitorio al alza procedente de la inflación de la energía, como consecuencia de las medidas fiscales relacionadas con la transición para hacer frente al cambio climático, en particular la introducción de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE2). En comparación con las proyecciones de diciembre de 2024, las previsiones relativas a la inflación general se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2025, no se han modificado para 2026 y se han revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2027. La corrección al alza para 2025 obedece principalmente a unos datos de inflación del componente energético más elevados de lo esperado y a los supuestos de subida de los precios del petróleo y la electricidad. Se prevé que la inflación medida por el IAPCX disminuya desde el 2,8 % en 2024 hasta el 2,2 % en 2025, el 2 % en 2026 y el 1,9 % en 2027, debido, sobre todo, a un descenso de la inflación de los servicios. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2024, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2025 y se ha modificado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2026.

Gráfico 13

Inflación medida por el IAPC y por el IAPCX de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



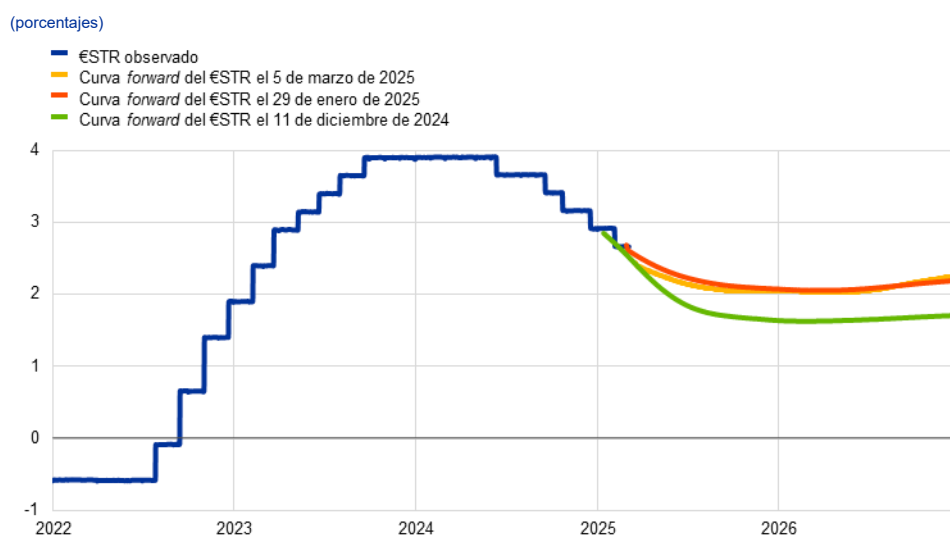
Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#).
 Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 (datos) y al cuarto trimestre de 2027 (proyecciones). Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025 se finalizaron el 19 de febrero de 2025 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 6 de febrero de 2025. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

Durante el período de referencia comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 5 de marzo de 2025, la curva forward del tipo libre de riesgo a corto plazo del euro (€STR) experimentó una corrección al alza con significativas fluctuaciones intermitentes. Tras la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, los tipos de interés a corto plazo se incrementaron en las principales economías avanzadas en un contexto de preocupación por que el proceso de desinflación en Estados Unidos estuviera avanzando con más lentitud de la esperada. Después de alcanzar un máximo a mediados de enero, la curva de la zona del euro retrocedió porque los mercados anticipaban la continuación de la desinflación y un debilitamiento de las perspectivas de crecimiento. No obstante, posteriormente repuntó como consecuencia de los planes de gasto en defensa e infraestructuras anunciados en países europeos. Al final del período considerado, la curva forward de la zona del euro había descontado reducciones acumuladas de los tipos de interés de unos 65 puntos básicos para el final de 2025. La evolución de los mercados de deuda soberana de la zona del euro siguió, en general, la de los tipos libres de riesgo, y los diferenciales de rendimiento con respecto a los tipos OIS (overnight index swap) se ampliaron ligeramente. Pese a las débiles perspectivas macroeconómicas y a los anuncios de aranceles por parte de la Administración de Estados Unidos, los precios de las acciones de la zona se vieron apuntalados por los buenos resultados de las empresas, que fueron superiores a los de las empresas norteamericanas. Mientras tanto, en los mercados de renta fija privada de la zona del euro, los diferenciales se redujeron para los emisores tanto del segmento de grado de inversión como del de alta rentabilidad. En el mercado de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció, y se fortaleció de forma más acusada frente al dólar estadounidense.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, la curva forward del OIS ha experimentado una corrección al alza, con significativas fluctuaciones intermitentes (gráfico 14). El tipo de referencia €STR se situó, en promedio, en el 2,8 % durante el período de referencia, tras las decisiones ampliamente anticipadas de recortar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE que adoptó el Consejo de Gobierno en sus reuniones de diciembre y de enero. El exceso de liquidez se redujo unos 75 mm de euros, hasta una cifra de 2.826 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de los reembolsos realizados en diciembre de la financiación obtenida en la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y de la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema dejó de reinvertir el principal de los valores que fueron venciendo. El tramo corto de la curva forward del OIS basada en el €STR experimentó una corrección al alza durante el período analizado, lo que apunta a una senda de tipos de interés oficiales más elevados, con significativas fluctuaciones intermitentes. Tras la reunión del Consejo de Gobierno de diciembre, los tipos de interés a corto plazo se incrementaron en las principales economías avanzadas en un contexto de preocupación por que el proceso de desinflación en Estados Unidos estuviera avanzando con más lentitud de la esperada. Tras alcanzar un máximo a mediados de enero, la curva de la zona del euro retrocedió porque los participantes en los mercados anticipaban la continuación de la desinflación interna y un debilitamiento

de las perspectivas de crecimiento, este último atribuible, en parte, al aumento de la incertidumbre sobre el comercio. No obstante, con anterioridad a la reunión del Consejo de Gobierno de marzo, la curva de la zona repuntó como consecuencia de los planes de gasto en defensa e infraestructuras de países europeos. Al final del período analizado, la curva *forward* descontaba completamente un recorte de tipos de 25 puntos básicos en la citada reunión y disminuciones acumuladas de alrededor de 65 puntos básicos para el final de 2025.

Gráfico 14
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro fluctuaron durante el período de referencia y, en general, se incrementaron (gráfico 15).

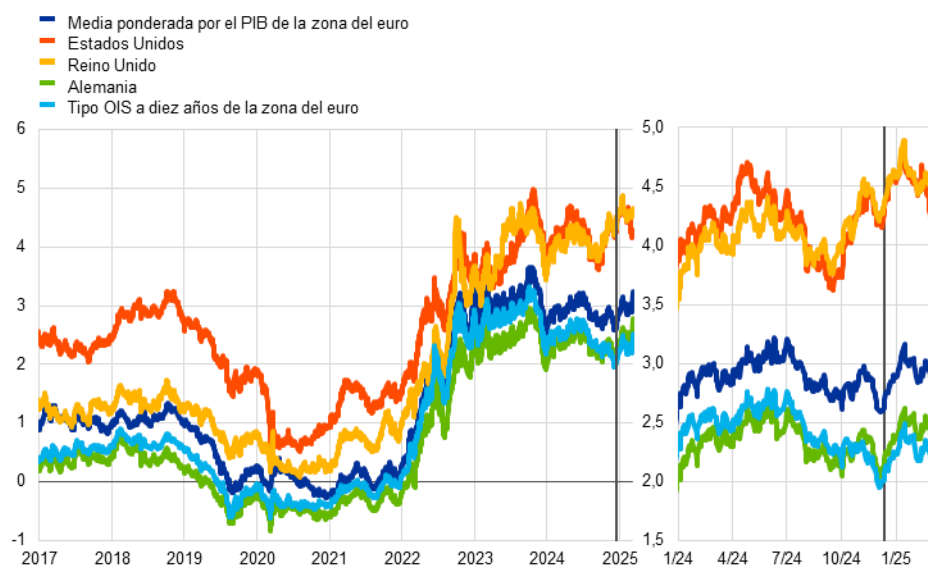
Al final del período, el tipo OIS a diez años de la zona del euro había aumentado unos 45 puntos básicos hasta situarse en torno al 2,5 %, pese a las considerables fluctuaciones que experimentó durante todo el período analizado. Este tipo se incrementó alrededor de 40 puntos básicos entre el inicio del período de referencia y mediados de enero, como consecuencia de las intensas presiones al alza con origen en Estados Unidos. Sin embargo, posteriormente retrocedió, ya que los participantes en el mercado desplazaron su atención a las perspectivas de inflación de la zona del euro y a la economía real. Por último, al final del período considerado, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se incrementaron aproximadamente 25 puntos básicos, debido a los planes de aumento del gasto fiscal en Europa. En Estados Unidos, inicialmente estos tipos registraron una subida de unos 45 puntos básicos hasta alcanzar un máximo a mediados de enero, y desde mediados de febrero cayeron. Este retroceso, que recientemente se ha visto afianzado por las señales de que es posible que el crecimiento de la economía estadounidense esté desacelerándose, hizo que los tipos de interés del país disminuyeran y se situaran en torno al 4,3 %, ligeramente por debajo de los niveles observados al principio del período analizado. Como resultado, el diferencial entre los tipos libres de riesgo a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos se

redujo 49 puntos básicos. El rendimiento de la deuda soberana a diez años del Reino Unido aumentó 31 puntos básicos y se situó en torno al 4,7 % al final del período de referencia.

Gráfico 15

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

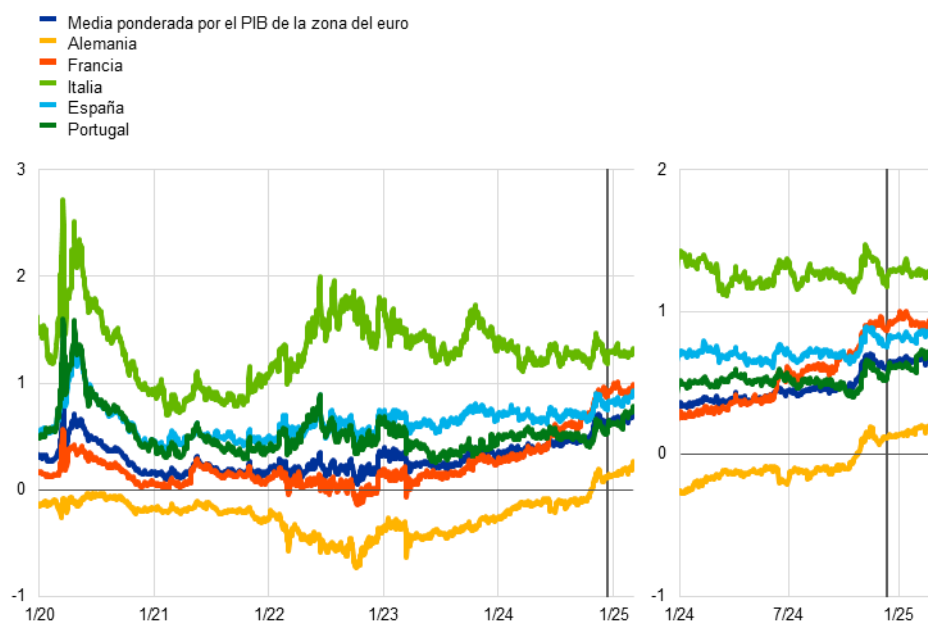
Notas: Las líneas verticales grises señalan el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de marzo de 2025.

En general, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro siguieron los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo y algunos diferenciales de rendimiento se ampliaron (gráfico 16). Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se había situado en torno al 3,2 %, unos 55 puntos básicos por encima del nivel observado al inicio del período. Como consecuencia de este aumento, el diferencial con respecto al tipo OIS basado en el €STR se incrementó alrededor de 10 puntos básicos. Los rendimientos de la deuda soberana de Francia mostraron una evolución similar al rendimiento de la deuda soberana de la zona del euro ponderado por el PIB, pese a la reciente percepción de mejora de la situación política del país tras la aprobación de los presupuestos de 2025 por parte del Parlamento francés. El diferencial de la deuda soberana alemana se amplió 16 puntos básicos, y se mantuvo claramente en terreno positivo. Los diferenciales soberanos también aumentaron en otros países pertenecientes a la zona del euro, y los diferenciales de la deuda soberana española y portuguesa se incrementaron 16 y 24 puntos básicos, respectivamente.

Gráfico 16

Diferenciales de la deuda soberana a diez años de la zona del euro con respecto al tipo OIS a diez años basado en el €STR

(puntos porcentuales)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas verticales grises señalan el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de marzo de 2025.

Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron, impulsados por los buenos resultados de las empresas, pese a las débiles perspectivas macroeconómicas y a la creciente incertidumbre sobre el comercio (gráfico 17).

En conjunto, durante el período de referencia, los precios de las acciones en la zona del euro se incrementaron un 10,1 %. Las cotizaciones del sector bancario superaron a las de las sociedades no financieras (SNF) con subidas del 28,8 % y el 7,5 %, respectivamente. Los precios de las acciones de la zona se vieron respaldados por los buenos resultados de las empresas y por los planes de ampliación de los presupuestos fiscales en Europa anunciados recientemente. Las empresas de los sectores financiero e industrial comunicaron unos resultados particularmente sólidos en comparación con las expectativas y, en consecuencia, registraron algunas de las mayores ganancias bursátiles. En Estados Unidos, el índice bursátil amplio perdió un 3,8 % en un contexto de reciente preocupación sobre las perspectivas económicas del país y de caída de las valoraciones del sector tecnológico, como resultado de la percepción de que los avances de la inteligencia artificial en China han sido notables. Cabe observar que las cotizaciones de las SNF estadounidenses retrocedieron un 4,4 %, mientras que las del sector bancario descendieron un 1,2 %.

Gráfico 17

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: Las líneas verticales grises señalan el comienzo del período de referencia (12 de diciembre de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 5 de marzo de 2025.

Los diferenciales de los bonos corporativos de las empresas de alta rentabilidad y de aquellas con calificación de grado de inversión se estrecharon tras los movimientos registrados en los mercados bursátiles. Los

buenos resultados empresariales también se reflejaron en los diferenciales de los bonos corporativos, que descendieron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alta rentabilidad en un contexto de cierta volatilidad. Los diferenciales de los bonos corporativos del segmento de grado de inversión se redujeron unos 15 puntos básicos, y los de los bonos emitidos por el sector financiero descendieron menos que los del sector no financiero. El retroceso fue más pronunciado en el segmento de alta rentabilidad, de unos 30 puntos básicos, debido a la disminución de unos 35 y 20 puntos básicos de los diferenciales de los bonos corporativos de los sectores no financiero y financiero, respectivamente.

En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció, y se fortaleció de forma más acusada frente al dólar estadounidense (gráfico 18). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del

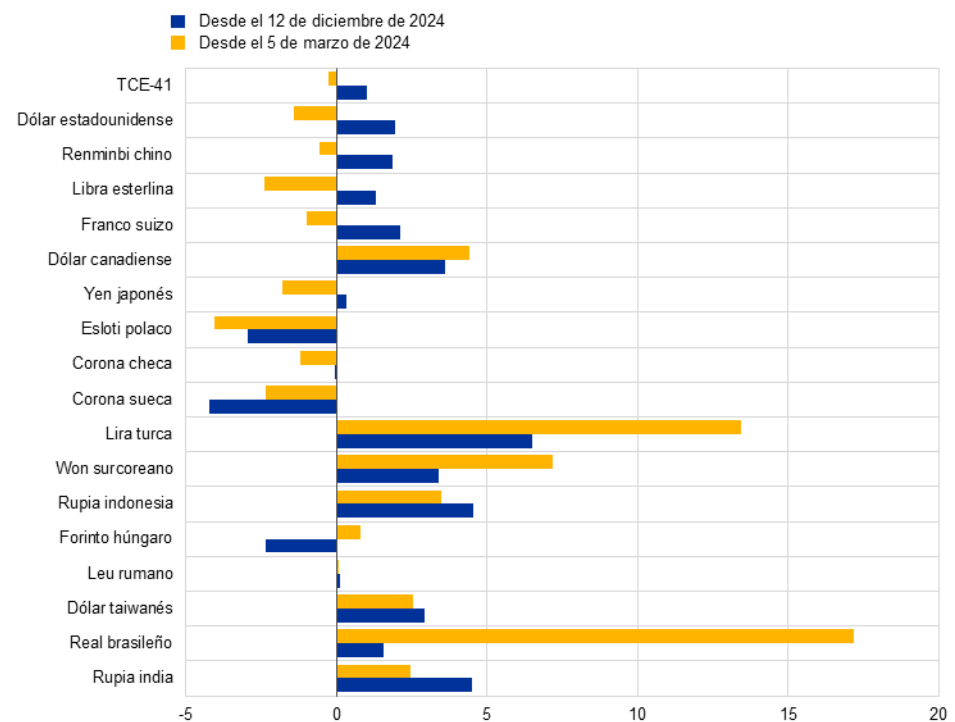
euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 1 %. La moneda única registró una apreciación significativa, del 1,9 %, frente al dólar estadounidense tras la publicación de información actualizada sobre la orientación de la política fiscal de Europa hacia el final del período de referencia. El euro también se vio respaldado —aunque de forma más moderada— por el aumento general del apetito de riesgo global, pese a los anuncios de aranceles y a cierta preocupación por las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos, que se vieron reflejados en una disminución del diferencial de tipos de interés entre el país norteamericano y la zona del euro. La apreciación del euro frente a las distintas monedas fue bastante generalizada, pese a las considerables fluctuaciones observadas. Entre los principales socios

comerciales de la zona del euro, la moneda única se apreció frente a la libra esterlina, la rupia india y la lira turca (un 1,3 %, un 4,5 % y un 6,5 %, respectivamente). El euro perdió valor frente al esloti polaco (un 2,9 %) —como reflejo de las expectativas de los participantes en los mercados de una orientación relativamente más restrictiva de la política monetaria en Polonia—, así como frente a la corona sueca (un 4,2 %), debido, en parte, a la reducción esperada de los diferenciales de tipos de interés. El euro se mantuvo prácticamente estable frente al yen japonés (+0,3 %), ya que el impacto del endurecimiento de la política monetaria del Banco de Japón durante el período de referencia se vio contrarrestado por el aumento de los rendimientos de los bonos en la zona del euro.

Gráfico 18

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 12 de diciembre de 2024.

Los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE están reduciendo gradualmente el coste del crédito para las empresas y los hogares, y el crecimiento de los préstamos está repuntando. Al mismo tiempo, las anteriores subidas de los tipos de interés, que continúan transmitiéndose al saldo de crédito, son un factor adverso para la relajación de las condiciones de financiación, y la concesión de préstamos sigue siendo contenida en general. En enero de 2025, los costes de financiación de las entidades de crédito permanecieron prácticamente sin variación en cotas elevadas, mientras que los tipos de interés de los préstamos bancarios continuaron descendiendo de manera gradual con respecto a sus niveles máximos. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas cayeron en enero hasta situarse en el 4,2 % y el 3,3 %, respectivamente. El crecimiento de los préstamos a empresas y hogares aumentó en enero, pero permaneció débil y muy por debajo de su media histórica, como consecuencia de una demanda todavía falta de dinamismo y de unos criterios de aprobación restrictivos. Durante el período comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 5 de marzo de 2025, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija se incrementó debido al ascenso del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se elevó ligeramente hasta situarse en el 3,6 % en enero.

Los costes de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro se mantuvieron prácticamente inalterados en enero de 2025, a pesar de los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro registró una variación relativamente reducida en enero (panel a del gráfico 19). La presión al alza sobre los costes de financiación de las entidades de crédito se debió principalmente al aumento de la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b del gráfico 19), impulsado por la evolución del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo, según indican los datos disponibles hasta el 5 de marzo. Los tipos de interés medios de los depósitos permanecieron bastante estables, y el tipo sintético de estos instrumentos se situó en el 1,2 % en enero. Mientras que los tipos de interés de los depósitos a plazo de las empresas y los hogares continuaron cayendo, los aplicados a los depósitos a la vista y a los depósitos disponibles con preaviso se mantuvieron sin cambios en general.

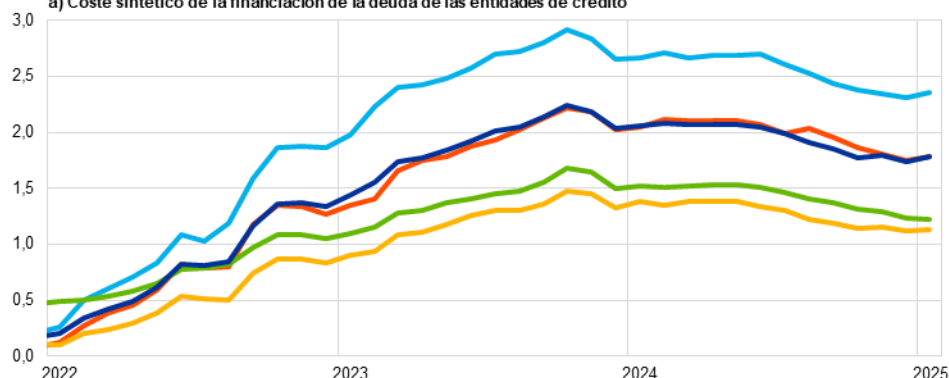
Gráfico 19

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

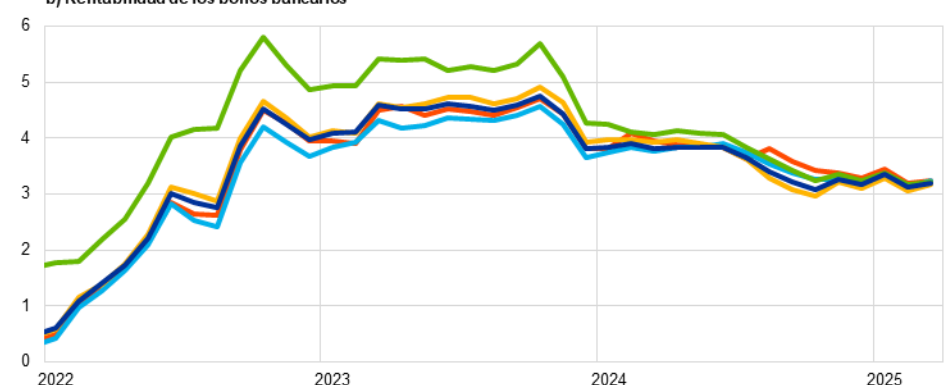
(porcentajes)

— Zona del euro
— Alemania
— Francia
— Italia
— España

a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos *senior*. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 5 de marzo de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

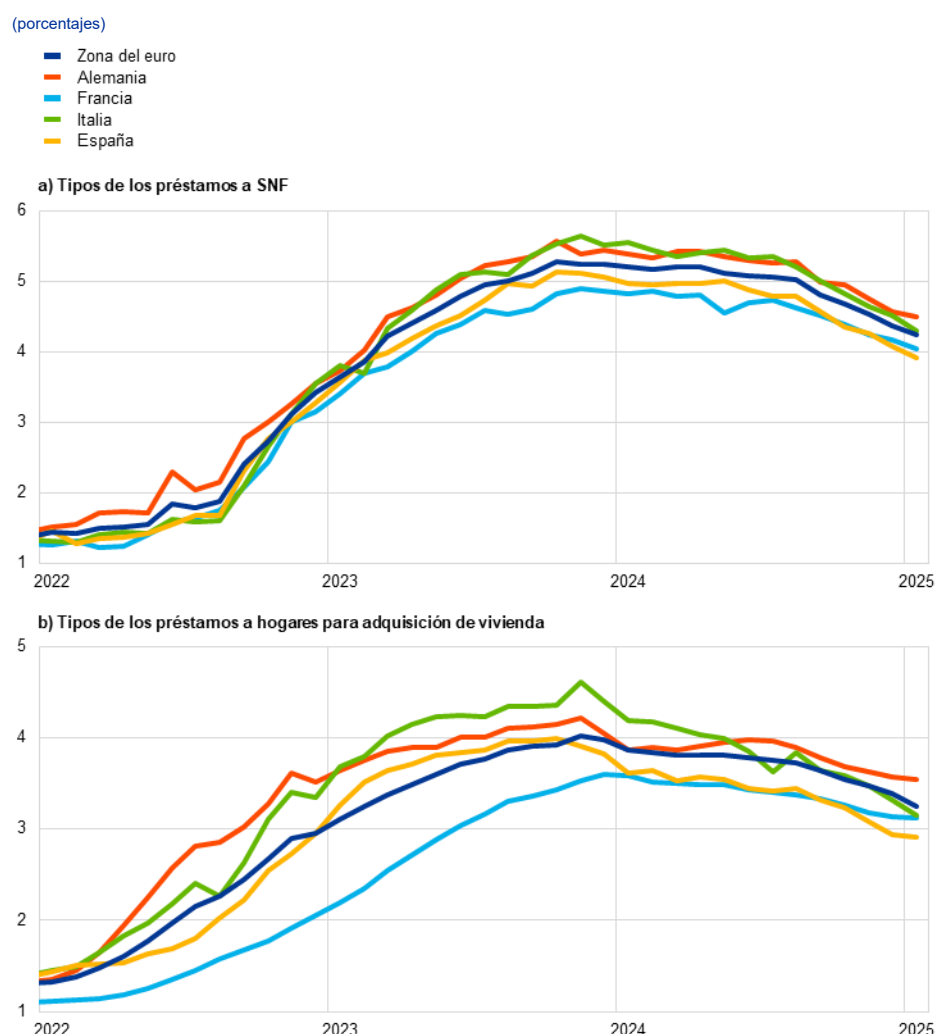
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas y a los hogares continuaron disminuyendo.

Los tipos de interés de los préstamos a empresas y a hogares han caído desde el verano de 2024, como consecuencia de las bajadas de los tipos oficiales (gráfico 20). En enero de 2025, los tipos aplicados a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) descendieron 12 puntos básicos y se situaron en el 4,24 %, alrededor de 1 punto porcentual por debajo de su máximo de octubre de 2023 (panel a del gráfico 20). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro y se concentró en los préstamos hasta cinco años. En cambio, los tipos de interés aplicados a los préstamos a más de cinco años registraron un alza de 11 puntos básicos, reflejo del incremento de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo. El coste de la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas se elevó hasta el 3,7 % en enero, 0,2 puntos porcentuales por encima del nivel de diciembre.

El diferencial de tipos entre los créditos de entre 250.000 euros y hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas se redujo en enero hasta los 0,31 puntos porcentuales —cerca de su mínimo histórico—, con heterogeneidad entre países. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda retrocedieron 14 puntos básicos y se situaron en el 3,25 % en noviembre, en torno a 80 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023 (panel b del gráfico 20), con diferencias entre países. Esta caída se debió exclusivamente al descenso de los tipos de los préstamos renegotiados, ya que los aplicados a los nuevos préstamos, excluidas las renegotiaciones, prácticamente no variaron.

Gráfico 20

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

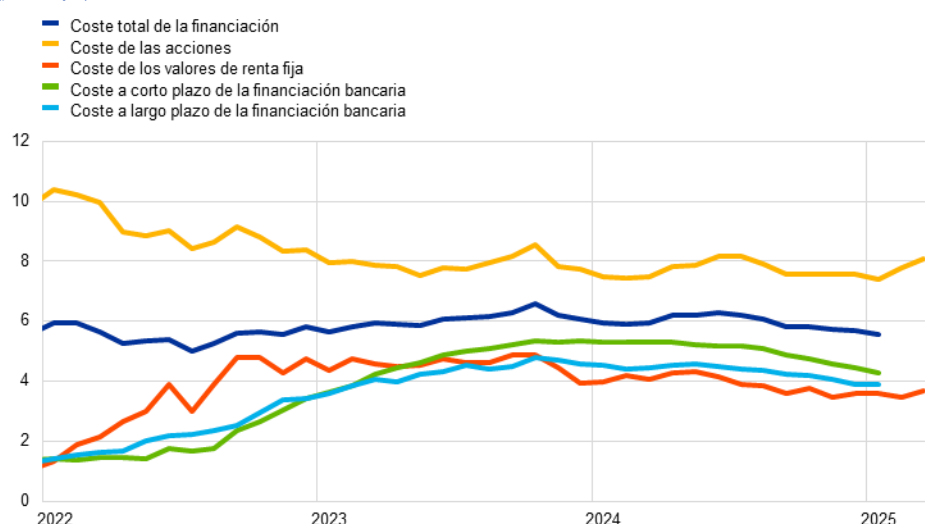
En el período comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 5 de marzo de 2025, el coste de financiación de las empresas mediante acciones y mediante

valores de renta fija aumentó. Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta enero de 2025, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— descendió en dicho mes en comparación con el anterior y se situó en el 5,6 %, por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 21)¹³. Los datos diarios relativos al período comprendido entre el 12 de diciembre de 2024 y el 5 de marzo de 2025 muestran que el coste de los valores de renta fija se incrementó, impulsado por el desplazamiento al alza de la curva del OIS (*overnight index swap*) en los plazos medios y largos. Este incremento solo quedó parcialmente contrarrestado por la reducción de los diferenciales de los bonos corporativos asociada a los buenos resultados empresariales del período (véase sección 4), que fue más acusada en el segmento de alta rentabilidad. El coste de las acciones se elevó como consecuencia del aumento de la prima de riesgo bursátil y, especialmente, de la subida del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS a diez años).

Gráfico 21

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

(porcentajes)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 5 de marzo de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a enero de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares aumentó en enero, pero se mantuvo débil y muy por debajo de su media histórica, como consecuencia de una demanda todavía falta de dinamismo y de unos criterios de aprobación restrictivos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se elevó hasta el 2 % en enero de 2025, desde el 1,7 % de diciembre de 2024, en un contexto de volatilidad de los flujos mensuales, pero

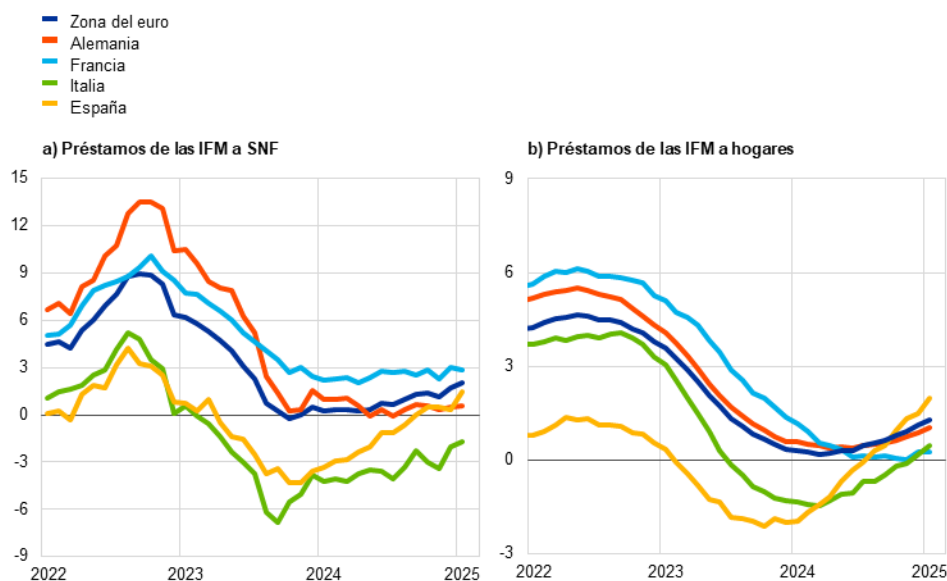
¹³ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta enero de 2025.

permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,8 % (panel a del gráfico 22). Este ascenso se produjo a pesar de la relativa debilidad del flujo mensual en enero y se debió principalmente a efectos de base, ya que la cifra interanual dejó de incluir el flujo negativo de enero de 2024. El crecimiento de las emisiones de valores representativos de deuda por parte de las empresas aumentó hasta el 3,4 % en términos interanuales. La tasa de avance interanual de los préstamos a los hogares continuó recuperándose de manera sostenida. En enero repuntó hasta el 1,3 %, desde el 1,1 % de diciembre, aunque se mantuvo claramente por debajo de su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 22). Esta tendencia al alza siguió estando impulsada principalmente por los préstamos hipotecarios, aunque el crédito para consumo continuó fortaleciéndose y su crecimiento interanual se elevó hasta el 4 % en enero. En cambio, los préstamos a hogares para otros fines, que incluyen los concedidos a empresarios individuales, volvieron a mostrar falta de dinamismo. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de enero mostró que el porcentaje de hogares que percibían que el acceso al crédito se había endurecido todavía era mayor que el de aquellos que consideraban que dicho acceso se había relajado.

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

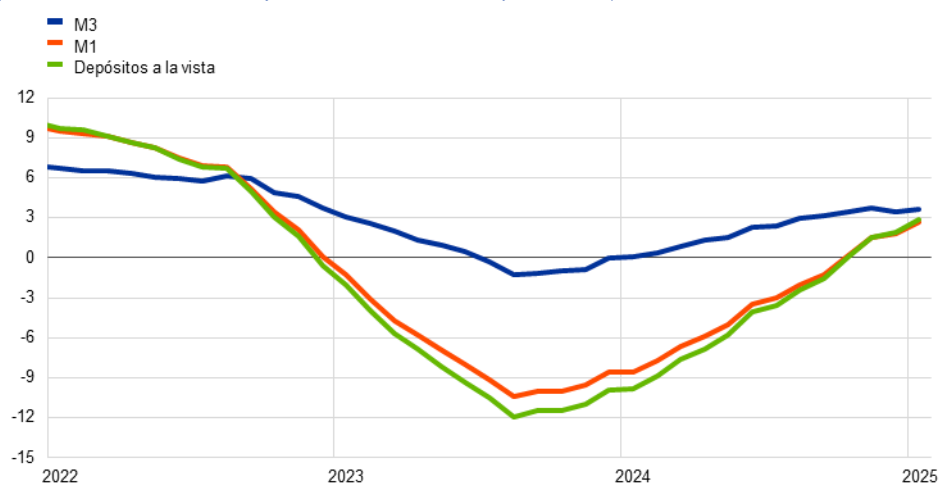
El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo relativamente estable en enero, respaldado por las compras de deuda pública por parte de las entidades de crédito, mientras que las entradas netas del exterior continuaron debilitándose. El crecimiento interanual de M3 se situó en el 3,6 % en enero de 2025, lo que supone un incremento con respecto al 3,4 % de diciembre de 2024, pero un descenso si se compara con el 3,8 % de noviembre (gráfico 23). El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los

activos más líquidos de M3— se elevó hasta el 2,7 % en enero, frente al 1,8 % de diciembre. Este incremento se debió al acusado ascenso de la tasa de avance interanual de los depósitos a la vista, que fue del 2,9 % en enero frente al 1,8 % de diciembre, lo que refleja la mayor preferencia de los inversores por la liquidez. La composición de la creación de dinero continuó cambiando. Mientras que la contribución de los flujos externos netos volvió a disminuir, las compras netas de deuda pública por parte de las entidades de crédito repuntaron en enero y la aportación de los préstamos a hogares y empresas ganó peso, aunque siguió contenida. Al mismo tiempo, la contracción continuada del balance del Eurosistema y el aumento de las emisiones de bonos bancarios a largo plazo (que no se incluyen en M3) continuaron contribuyendo negativamente al crecimiento de M3.

Gráfico 23

M3, M1 y depósitos a la vista

(tasas de variación interanual; datos ajustados de efectos estacionales y de calendario)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de marzo de 2025, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro habría disminuido hasta situarse en el 3,2 % del PIB en 2024 y se espera que se mantenga prácticamente sin variación hasta el final del horizonte de proyección en 2027. La orientación de la política fiscal de la zona se habría endurecido sustancialmente en 2024 y se prevé que también sea más restrictiva en 2025, aunque en menor medida, principalmente como consecuencia de subidas de los impuestos. Aunque el tono fiscal sería neutral en 2026, se espera un endurecimiento relativamente intenso en 2027, cuando está previsto que finalice el programa Next Generation EU (NGEU). De acuerdo con las proyecciones, la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumentará con lentitud desde un nivel ya elevado y se situará cerca del 90 % del PIB en 2027. Los Gobiernos deben asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y priorizar las reformas estructurales y las inversiones estratégicas esenciales para impulsar el crecimiento. El 4 de marzo de 2025, la Comisión Europea anunció el plan ReArmar Europa y presentó un conjunto de propuestas para utilizar las palancas financieras disponibles con el fin de ayudar a que los Estados miembros de la UE incrementen rápida y significativamente el gasto en capacidades de defensa¹⁴. El plan también incluye el uso de la flexibilidad prevista en el marco de gobernanza económica revisado, permitiendo a los Estados miembros actuar con rapidez, como se requiere en la situación actual¹⁵.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2025, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro debería mantenerse sin variación en el 3,2 % del PIB en 2025 y permanecer prácticamente en el mismo nivel hasta 2027 (gráfico 24)¹⁶. El déficit presupuestario de la zona del euro habría disminuido desde el 3,6 % del PIB en 2023 hasta el 3,2 % del PIB en 2024, debido a la combinación de importantes factores no discrecionales y a la retirada de la mayor parte de las medidas de apoyo en respuesta a los precios energéticos y a la inflación aplicadas anteriormente. El déficit debería mantenerse sin variación en el 3,2 % del PIB en 2025 y permanecer prácticamente en el mismo nivel en los dos años siguientes, en el 3,3 %, tanto en 2026 como en 2027. Estas perspectivas relativamente estables reflejan la lenta mejora de los saldos primarios ajustados de ciclo, que se ve compensada, en general, por el aumento paulatino de los gastos por intereses. Este incremento obedece a la traslación de las anteriores subidas de los tipos de interés, si bien a un ritmo lento habida cuenta de los largos vencimientos residuales de la deuda soberana viva. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2024, el saldo presupuestario se ha

¹⁴ Véase «[Declaración a la prensa de la presidenta Von der Leyen sobre el paquete de defensa](#)», Comisión Europea, Bruselas, 4 de marzo de 2025.

¹⁵ Tras la reunión del Consejo de Gobierno del 6 de marzo de 2025, el 18 de marzo, los legisladores alemanes aprobaron modificar el freno constitucional a la deuda, en particular para permitir un aumento del gasto en defensa. También aprobaron la creación de un fondo especial para inversiones adicionales de hasta 500 mm de euros en proyectos de infraestructuras y relacionados con el clima.

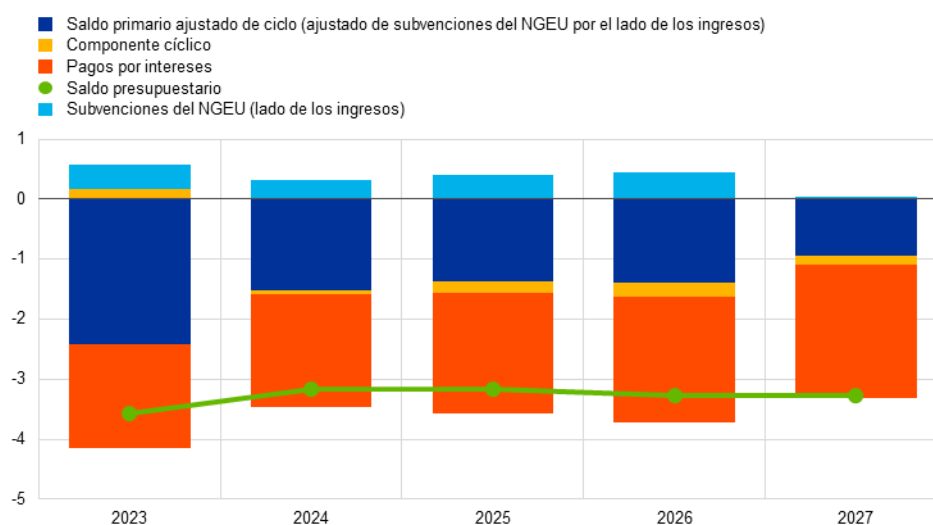
¹⁶ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de marzo de 2025.

revisado muy ligeramente a la baja para 2025 y de forma más significativa para el final del horizonte de proyección (en 0,4 puntos porcentuales para 2027). Estas revisiones reflejan, sobre todo, el deterioro de las perspectivas macroeconómicas, pero también cierta relajación de la política fiscal en las medidas fiscales discrecionales.

Gráfico 24

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#).

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los veinte países de la zona del euro.

La orientación de la política fiscal de la zona del euro se endureció sustancialmente en 2024 y se espera que se endurezca algo en 2025 y de nuevo de forma muy significativa en 2027¹⁷.

La estimación de la variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, muestra un endurecimiento sustancial (de 0,9 puntos porcentuales del PIB) de las políticas fiscales en la zona del euro en 2024. Ello se debe sobre todo a la retirada de gran parte de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos en respuesta a los precios de la energía y a la inflación, así como a importantes factores no discrecionales que reflejan la evolución favorable de los ingresos en algunos países. En 2025 se espera un endurecimiento de 0,2 puntos porcentuales —principalmente como consecuencia de subidas de impuestos—, que se ve compensado en parte por la contribución negativa de factores no discrecionales. Aunque se prevé que la orientación de la política fiscal siga siendo prácticamente neutral en 2026, debería endurecerse sustancialmente —en 0,5 % puntos porcentuales del PIB— en 2027, cuando finalice el programa

¹⁷ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «[The euro area fiscal stance](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

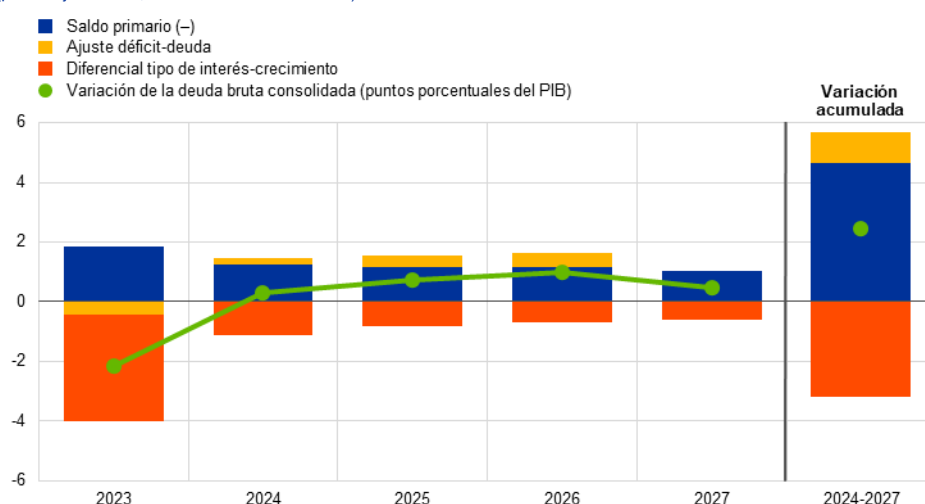
NGEU. Como resultado, el tono fiscal se endurecería, en términos acumulados, 1,6 puntos porcentuales del PIB en el horizonte de proyección 2024-2027.

Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente lentamente a lo largo del horizonte de proyección desde un nivel ya elevado (gráfico 25). La ratio de deuda experimentó un alza significativa durante la pandemia, hasta situarse en torno al 97 % del PIB en 2020, y a partir de 2021 descendió de forma gradual. Sin embargo, según las proyecciones de marzo de 2025, esta mejora ha revertido, y se espera que esta ratio aumente de forma paulatina desde alrededor del 87 % del PIB en 2023 hasta situarse en torno al 90 % del PIB en 2027. El incremento previsto a lo largo del horizonte de proyección se debe a la persistencia de los déficits primarios y a las expectativas de ajustes positivos entre déficit y deuda, que se ven compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables (negativos).

Gráfico 25

Factores determinantes de la variación de la deuda pública de la zona del euro

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025](#).

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los veinte países de la zona del euro.

El 21 de enero de 2025, el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) de la UE aprobó las recomendaciones sobre el primer conjunto de planes estructurales nacionales de política fiscal a medio plazo.

Cuatro países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Lituania y Austria) no han presentado aún sus planes. En cuanto a los procedimientos de déficit excesivo, el Consejo ECOFIN ha adoptado recomendaciones con arreglo al artículo 126, apartado 7, del [Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea](#) (TFUE) que especifican las sendas y los plazos para la corrección de los déficits excesivos¹⁸. Se ha solicitado a Italia y Hungría que reduzcan sus déficits públicos por debajo del 3 % del PIB para 2026, a Bélgica, Malta y Eslovaquia para 2027, a Polonia para 2028, a Francia para 2029 y a Rumania para 2030. En las recomendaciones se fija el 30 de

¹⁸ Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (DO C 202 de 7.6.2016, p. 13).

abril de 2025 como fecha límite para que estos países den pasos efectivos y presenten las medidas necesarias para poner fin a las situaciones de déficit excesivo.

El 4 de marzo, la Comisión Europea anunció el plan ReArmar Europa con un conjunto de cinco propuestas sobre cómo utilizar las palancas financieras disponibles para ayudar a que los Estados miembros aumenten rápida y significativamente el gasto en capacidades de defensa. La primera propuesta implica movilizar financiación pública en defensa a nivel nacional activando la cláusula de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento, con la condición de que se preserve la sostenibilidad fiscal. La activación permitiría a los Estados miembros incrementar su gasto en defensa —por ejemplo, un 1,5 % del PIB— sin que se active el procedimiento de déficit excesivo y actuar así con rapidez, como se requiere en la situación actual. De acuerdo con la valoración de la Comisión, esta medida supondría un gasto adicional de hasta 650 mm de euros durante el período 2025-2028. La segunda propuesta es un nuevo instrumento que proporcionaría 150 mm de euros en préstamos a los Estados miembros para inversiones en defensa con el fin de reforzar las capacidades paneuropeas en esta área. La tercera propuesta se basa en la utilización del presupuesto de la UE para destinar fondos a inversiones relacionadas con la defensa. Por último, los otros dos ámbitos de actuación tienen por objeto movilizar capital privado acelerando la Unión Europea de Ahorros e Inversiones y a través del Banco Europeo de Inversiones.