

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 5 de junio 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 —mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó 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.

La inflación se sitúa actualmente en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. En el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2025 se estima que la inflación general se situará en promedio en el 2,0 % en 2025, el 1,6 % en 2026 y el 2,0 % en 2027. Las revisiones a la baja en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, de 0,3 puntos porcentuales para 2025 y 2026, reflejan principalmente unos supuestos de precios energéticos más bajos y la mayor fortaleza del euro. De acuerdo con las últimas proyecciones, la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará en promedio en el 2,4 % en 2025 y el 1,9 % en 2026 y en 2027, prácticamente sin variación desde marzo.

Los expertos prevén que el crecimiento del PIB real será, en promedio, del 0,9 % en 2025, el 1,1 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. El mantenimiento de la proyección de crecimiento para 2025 refleja un primer trimestre más vigoroso de lo esperado junto con unas perspectivas más débiles para el resto del año. Aunque se espera que la incertidumbre sobre las políticas comerciales afecte a la inversión empresarial y a las exportaciones, especialmente a corto plazo, el aumento de la inversión pública en defensa e infraestructuras respaldará progresivamente el crecimiento a medio plazo. Un aumento de las rentas reales y un mercado de trabajo sólido permitirán a los hogares gastar más, lo que, unido a unas condiciones de financiación más favorables, debería reforzar la capacidad de resistencia de la economía frente a las perturbaciones mundiales.

En un contexto de elevada incertidumbre, los expertos han evaluado también algunos mecanismos mediante los que distintas políticas comerciales podrían afectar al crecimiento y a la inflación en varios escenarios ilustrativos alternativos. Estos escenarios se publicarán con las proyecciones de los expertos del Eurosystema en el sitio web del BCE. En este análisis de escenarios, si en los próximos meses se produjera una mayor escalada de las tensiones comerciales, el crecimiento y la inflación se situarían por debajo de lo previsto en el escenario de referencia de las proyecciones. En cambio, si las tensiones comerciales se

resolvieran con un resultado favorable, el crecimiento y, en menor medida, la inflación se situarían por encima de lo previsto en ese escenario.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo de forma sostenida. El crecimiento de los salarios es aún elevado, aunque sigue moderándose notablemente, y los beneficios están amortiguando en parte su impacto sobre la inflación. La preocupación de que el aumento de la incertidumbre y una respuesta volátil de los mercados a las tensiones comerciales de abril tuvieran un efecto restrictivo en las condiciones de financiación ha disminuido.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de excepcional 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. 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

Según la estimación de avance de Eurostat, la economía creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2025. El desempleo, que se situó en el 6,2 % en abril, está en su nivel más bajo desde la introducción del euro, y el empleo aumentó un 0,3 % en el primer trimestre del año, según la estimación de avance.

Las perspectivas de crecimiento de la zona del euro se ven ensombrecidas por las tensiones comerciales y la elevada incertidumbre a nivel mundial. Para el conjunto de 2025 se considera que esos efectos se verán parcialmente compensados por una actividad económica en el primer trimestre más intensa de lo esperado, lo que probablemente refleja, en cierta medida, el adelanto de las exportaciones en previsión de aranceles más altos. A medio plazo, se estima que la actividad se verá respaldada por las nuevas medidas fiscales anunciadas recientemente. El escenario de referencia de las proyecciones de junio de 2025 parte del supuesto de que los aranceles estadounidenses sobre los bienes de la UE, que han aumentado hasta el 10 %, se mantendrán durante todo el horizonte de proyección. Junto con la elevada incertidumbre en relación con la política comercial y la reciente apreciación del euro, la subida de los aranceles afectará a las exportaciones y a la inversión de la zona del euro y, en menor medida, al consumo. En cambio, las nuevas medidas de gasto público en infraestructuras y defensa, principalmente en Alemania, deberían impulsar la demanda interna de la zona del euro a partir de 2026. En general, siguen dándose las condiciones para que el crecimiento del PIB de la zona del euro gane fuerza durante el horizonte de proyección. En concreto, el incremento de los salarios reales y del empleo, unas condiciones de financiación menos restrictivas —como reflejo principalmente de las recientes decisiones de política monetaria— y un

repunte de la demanda externa en la última parte del horizonte de proyección deberían respaldar una recuperación gradual. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2025, las perspectivas de crecimiento del PIB no se han revisado para 2025, debido a la publicación de datos mejores de lo esperado, que se considera que se verán compensados en gran medida por los efectos de las tensiones comerciales y la apreciación del tipo de cambio del euro. Como resultado de las tensiones comerciales y de la mayor fortaleza del tipo de cambio, el crecimiento se ha revisado a la baja para 2026 y se ha mantenido sin cambios para 2027.

De acuerdo con las proyecciones de junio de 2025, los datos de las encuestas apuntan en conjunto a unas perspectivas más débiles a corto plazo. Pese a la mayor fortaleza de las manufacturas, en parte debido al adelanto de los intercambios comerciales en previsión de las subidas arancelarias, el sector servicios, con una orientación más nacional, se está ralentizando. Se prevé que el aumento de los aranceles y la mayor fortaleza del euro dificultarán las exportaciones para las empresas. Se estima que la elevada incertidumbre afectará a la inversión.

Al mismo tiempo, diversos factores están manteniendo la capacidad de resistencia de la economía y deberían respaldar el crecimiento a medio plazo. Un mercado laboral sólido, el aumento de las rentas reales, la fortaleza de los balances del sector privado y la mejora de las condiciones de financiación, debido en parte a las anteriores bajadas de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno, deberían ayudar a los consumidores y a las empresas a resistir los efectos de la volatilidad a escala mundial. Las medidas anunciadas recientemente para incrementar la inversión en defensa e infraestructuras también deberían estimular el crecimiento.

En el actual entorno geopolítico son aún más urgentes políticas fiscales y estructurales que aumenten la productividad, la competitividad y la resiliencia de la economía de la zona del euro. La Brújula para la Competitividad de la Comisión Europea ofrece un plan de acción concreto y sus propuestas, también sobre simplificación, deberían adoptarse sin dilación. Esto incluye completar la unión de ahorros e inversiones siguiendo un calendario claro y ambicioso. También es importante establecer rápidamente el marco legislativo que prepare el terreno para la posible introducción de un euro digital. Los Gobiernos deben asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y priorizar reformas estructurales esenciales e inversiones estratégicas que impulsen el crecimiento.

Inflación

La inflación interanual descendió hasta el 1,9 % en mayo, desde el 2,2 % registrado en abril, según la estimación de avance de Eurostat. La tasa de variación de los precios de la energía se mantuvo en el -3,6 %. La inflación de los alimentos aumentó hasta el 3,3 %, desde el 3,0 % en el mes anterior. La inflación de los bienes permaneció sin cambios en el 0,6 %, mientras que la de los servicios se

redujo hasta el 3,2 %, desde el 4,0 % observado en abril. La inflación de los servicios había aumentado en abril debido principalmente a que los precios de los servicios relacionados con los viajes subieron más de lo esperado en torno a las vacaciones de Semana Santa.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará de forma sostenida en el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Los costes laborales se están moderando gradualmente, como indican los últimos datos sobre salarios negociados y los datos nacionales disponibles sobre la remuneración por asalariado. El indicador del BCE de seguimiento de los salarios apunta a una relajación adicional del crecimiento de los salarios negociados en 2025, mientras que las proyecciones de junio de 2025 estiman que el avance de los salarios se situará por debajo del 3 % en 2026 y 2027. Aunque el descenso de los precios de la energía y un euro más fuerte están ejerciendo presión a la baja sobre la inflación a corto plazo, se espera que la inflación vuelva al objetivo en 2027.

Las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores aumentaron en abril de 2025, como reflejo probablemente de las noticias relativas a las tensiones comerciales. No obstante, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen situados alrededor del 2 %, lo que respalda la estabilización de la inflación en torno al objetivo del Consejo de Gobierno.

Aunque la inflación general, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se mantendrá previsiblemente por debajo del 2 % a corto plazo, se prevé que retorne al objetivo a medio plazo. Se proyecta que la inflación descienda a lo largo de 2025 y que se sitúe en un mínimo del 1,4 % en el primer trimestre de 2026, antes de volver al 2,0 % en 2027. Se considera que el descenso de la inflación general en 2025 obedece, en parte, a la tasa de variación negativa de los precios de la energía tras la reciente bajada de los precios del petróleo y de los precios mayoristas del gas natural. Se espera que la tasa de variación de los precios de la energía siga siendo negativa hasta 2027, cuando entren en vigor nuevas medidas de mitigación del cambio climático en el contexto del nuevo régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE2). Tras un aumento transitorio en el segundo trimestre de 2025, se prevé que la inflación de los alimentos descienda a tasas ligeramente superiores al 2 % en 2027. Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), disminuya como consecuencia del componente de servicios, a medida que los efectos del ajuste retardado de los precios de algunas de sus partidas desaparezcan, las presiones salariales retrocedan y el descenso de los precios de la energía se transmita a lo largo de la cadena de formación de precios. El crecimiento de los salarios debería continuar su trayectoria descendente con la disminución de las presiones para recuperar las caídas de los salarios reales registradas anteriormente. Junto con una recuperación del crecimiento de la productividad, esto debería traducirse en un crecimiento de los costes laborales unitarios mucho más lento. Se espera que las presiones externas sobre los precios, reflejadas en los precios de importación, sigan siendo moderadas, suponiendo que las políticas arancelarias de la UE no varíen, con algunas presiones a la baja derivadas de la mayor fortaleza del euro y del descenso de los precios de las materias primas energéticas en los últimos meses.

En comparación con las proyecciones de marzo de 2025, las perspectivas de inflación general medida por el IAPC se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2025 y 2026, debido a los supuestos de unos precios más bajos de las materias primas energéticas y a la apreciación del euro, mientras que no se han corregido para 2027.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. Una nueva escalada de las tensiones comerciales mundiales y la incertidumbre asociada podrían ralentizar el crecimiento de la zona del euro al frenar las exportaciones y lastrar la inversión y el consumo. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación y en una mayor aversión al riesgo, y hacer que las empresas y los hogares tengan menos incentivos para invertir y consumir. Las tensiones geopolíticas, como la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo, continúan siendo una importante fuente de incertidumbre. En cambio, una resolución rápida de las tensiones comerciales y geopolíticas podría mejorar la confianza e impulsar la actividad. Un mayor aumento del gasto en defensa e infraestructuras, junto con reformas para mejorar la productividad, también contribuirían al crecimiento.

Las perspectivas de inflación en la zona del euro están sujetas a un nivel de incertidumbre mayor del habitual, debido al entorno de volatilidad de las políticas comerciales en todo el mundo. Un descenso de los precios de la energía y un euro más fuerte podrían ejercer presión adicional a la baja sobre la inflación. Este efecto podría verse reforzado si las subidas arancelarias reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro y hacen que los países con exceso de capacidad desvíen sus exportaciones hacia la zona del euro. Las tensiones comerciales podrían generar mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros, lo que incidiría en la demanda interna y, en consecuencia, también reduciría la inflación. En cambio, una fragmentación de las cadenas de suministro mundiales podría aumentar la inflación al presionar al alza los precios de las importaciones y agudizar las limitaciones de capacidad en la economía interna. Un impulso del gasto en defensa e infraestructuras también podría elevar la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían llevar a que los precios de los alimentos suban más de lo esperado.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés sin riesgo se han mantenido prácticamente sin cambios desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 17 de abril de 2025. Los precios de las acciones han aumentado, y los diferenciales de los bonos corporativos se han estrechado, como consecuencia de las noticias más positivas

sobre las políticas comerciales mundiales y de la mejora de la percepción global del riesgo.

Las anteriores rebajas de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno siguen reduciendo el coste del crédito para las empresas. El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a empresas descendió hasta el 3,8 % en abril, desde el 3,9 % registrado en marzo. El coste de la emisión de valores de renta fija se mantuvo en el 3,7 %. El crédito bancario a las empresas continuó fortaleciéndose gradualmente, creciendo a una tasa interanual del 2,6 % en abril, tras el 2,4 % registrado en marzo, mientras que las emisiones de bonos corporativos mostraron falta de dinamismo. El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas permaneció en el 3,3 % en abril, mientras que el crecimiento de los préstamos hipotecarios avanzó hasta el 1,9 %.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Aunque las entidades de crédito de la zona del euro mantienen su resiliencia, los riesgos más amplios para la estabilidad financiera aún son elevados, debido especialmente a la considerable incertidumbre y a la volatilidad de las políticas comerciales en todo el mundo. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras, al mejorar la capacidad de resistencia y salvaguardar el espacio macroprudencial.

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 2,00 %, el 2,15 % y el 2,40 %, respectivamente, con efectos a partir del 11 de junio 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 mesurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

Conclusión

En su reunión del 5 de junio 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 —mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó 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 estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de excepcional 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. 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 estabilice de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

Entorno exterior

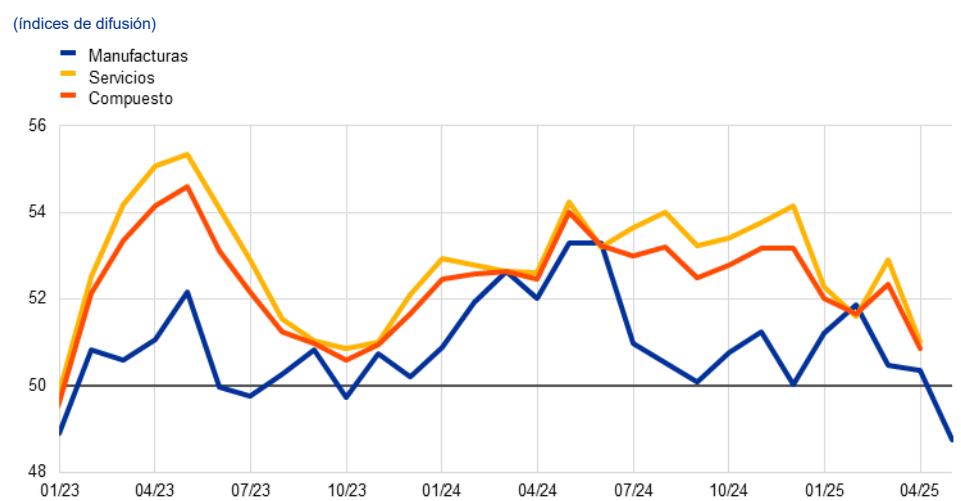
Las subidas arancelarias impuestas por la Administración estadounidense, junto con la elevada incertidumbre sobre las políticas comerciales, están determinando las perspectivas de la economía mundial. Desde que el 6 de febrero de 2025 se finalizaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, el tipo arancelario efectivo aplicado a las importaciones de bienes a Estados Unidos ha aumentado considerablemente. Aunque la Administración de dicho país ha elevado los aranceles a las importaciones de todos sus socios comerciales, el incremento aplicado a China ha sido el más acusado, pese al reciente acuerdo alcanzado para reducir temporalmente los tipos arancelarios. Estos desarrollos están contribuyendo a las fricciones que se están produciendo en el comercio mundial y a una mayor incertidumbre en torno a las políticas comerciales, lo que podría repercutir en la actividad económica y mermar las perspectivas de crecimiento global. En las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2025, dichas perspectivas se han revisado a la baja en 0,7 puntos porcentuales en términos acumulados para el horizonte de proyección, que abarca hasta el final de 2027. El deterioro de las perspectivas de crecimiento es evidente en todas las economías principales, pero sobre todo en Estados Unidos y en China. A escala global, se espera que la inflación general medida por el IPC se modere durante el horizonte de las proyecciones, aunque la inflación proyectada se ha revisado al alza en Estados Unidos para reflejar el impacto de los aranceles anunciados recientemente.

El crecimiento de la actividad global se redujo en el primer trimestre de 2025 y se espera que siga moderándose. El ritmo de avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) disminuyó hasta situarse en una tasa intertrimestral estimada del 0,7 % en el primer trimestre de 2025, desde el 1,1 % registrado en el cuarto trimestre de 2024¹. La actividad económica global continuaría debilitándose y permanecería en niveles bajos durante el resto del año. El indicador de seguimiento (*tracker*) de esta actividad elaborado por el BCE señala una moderación de la misma a partir de abril, dado que los datos de las encuestas más recientes han situado el índice por debajo de su media histórica. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global registró un descenso en abril de 2025, principalmente debido al crecimiento más lento de la actividad de los servicios (gráfico 1).

¹ En esta sección, las referencias a agregados mundiales y/o globales de los indicadores económicos excluyen la zona del euro.

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025 para el Índice de producción de las manufacturas y a abril de 2025 para el Índice de actividad de los servicios y el índice compuesto.

Los conflictos comerciales están debilitando las perspectivas de crecimiento mundial.

Se prevé que el crecimiento global se ralentice durante el horizonte de proyección y sea más bajo que su media anterior a la pandemia. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2025, el PIB real mundial crecerá un 3,1 % en 2025, lo que supone una desaceleración con respecto al 3,6 % observado el año pasado². Su ritmo de avance continuará disminuyendo hasta situarse en el 2,9 % en 2026 y se estabilizaría en el 3,2 % en 2027. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2025, el crecimiento global tanto para 2025 como para 2026 se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales, mientras que se mantiene sin variación para 2027. El deterioro de las perspectivas de crecimiento es evidente en todas las economías principales, pero es especialmente pronunciado en Estados Unidos y en China. Los aranceles y la incertidumbre sobre las políticas son dos factores importantes que explican las revisiones a la baja. Los primeros son perjudiciales para el crecimiento porque aumentan los costes de los bienes finales e intermedios importados. Esto, a su vez, laстра el consumo interno y erosiona la competitividad de los exportadores al impulsar al alza los costes de producción. La elevada incertidumbre lleva a un comportamiento precautorio por parte de los consumidores y las empresas, que frenan el consumo y la inversión. El balance de riesgos para las proyecciones de crecimiento mundial está orientado a la baja y depende en particular de la evolución de las políticas comerciales en el futuro. Concretamente, la conclusión con éxito de las negociaciones comerciales entre la Administración estadounidense y sus socios podría dar lugar a unos aranceles más bajos y favorecer la actividad en todo el mundo. Por el contrario, las subidas

² Para más detalles, véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 5 de junio de 2025.

arancelarias y las posibles medidas de represalia de los socios comerciales podrían mermar aún más las perspectivas de crecimiento.

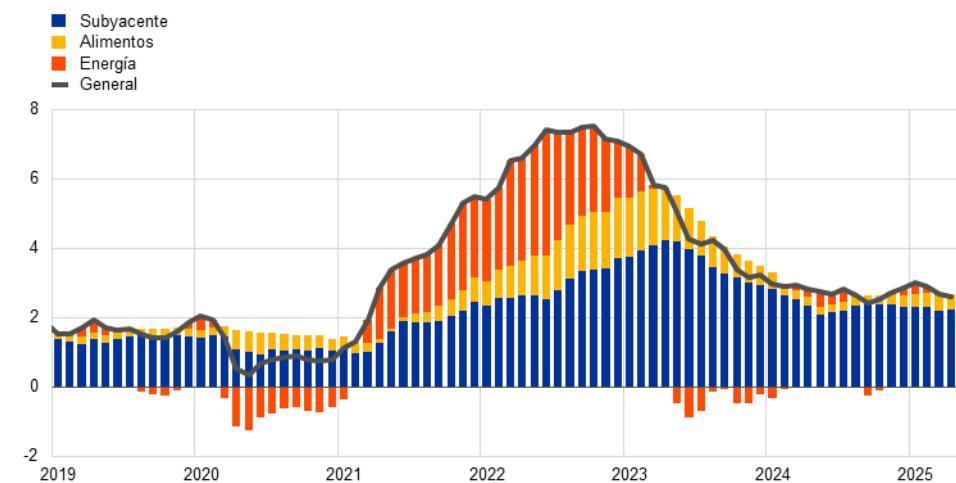
Se prevé que el crecimiento del comercio mundial se desacelere notablemente en los próximos dos años. El indicador de seguimiento (*tracker*) mensual del comercio mundial elaborado por el BCE sugiere que las importaciones globales empezaron a ralentizarse de forma considerable a partir de abril. Esta interpretación estuvo motivada en gran medida por datos de alta frecuencia como el descenso de las importaciones de materias primas por parte de China y la caída de los precios de las acciones de las empresas que operan en el comercio internacional de bienes, incluidas las que se dedican al sector del transporte marítimo y al de envases y embalajes. Esta conclusión también está respaldada por los indicadores de opinión. El índice de nuevos pedidos del PMI global (excluida la zona del euro) de manufacturas siguió adentrándose en terreno contractivo en abril. La caída fue especialmente pronunciada para Canadá y México, mientras que los índices de Estados Unidos y de China experimentaron descensos más leves, pero permanecieron en terreno expansivo. Esta desaceleración se produce después de que en el primer trimestre de 2025 se registrara un fuerte crecimiento de las importaciones estadounidenses, como consecuencia del adelanto de las importaciones que se produjo en previsión de las subidas arancelarias. En consonancia con lo anterior, se observó un incremento de las exportaciones en los países que debían hacer frente a aranceles más altos, entre ellos Canadá, varias economías asiáticas y Reino Unido. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2025, se espera que el crecimiento de las importaciones mundiales disminuya desde el 4,1 % en 2024 hasta el 3,1 % en 2025, que posteriormente vuelva a caer hasta situarse en el 1,7 % en 2026 y que aumente hasta el 3,1 % en 2027. La acusada ralentización proyectada refleja el impacto de los aranceles y la elevada incertidumbre sobre las políticas comerciales, dado que esta última afecta considerablemente a los componentes de demanda intensivos en comercio como la inversión. En comparación con las proyecciones de marzo, el crecimiento esperado de las importaciones mundiales se ha revisado a la baja en 0,4 puntos porcentuales para 2025 y en 1,4 puntos porcentuales para 2026, sobre todo como resultado de los aranceles aplicados recientemente y, en menor medida, de la fuerte incertidumbre en torno a las políticas comerciales, y para 2027 no se ha revisado. Estas revisiones obedecen en gran medida a la debilidad significativamente mayor de las importaciones en Estados Unidos, así como al menor crecimiento de las importaciones en el resto del mundo, incluida China.

En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general ha disminuido. En abril de 2025, la tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los miembros de la OCDE (excluida Turquía) descendió ligeramente hasta situarse en el 2,6 % desde el 2,7 % registrado el mes anterior (gráfico 2). Sin embargo, este descenso oculta dos factores opuestos, dado que el impacto de la menor inflación de los componentes de alimentos y energía contrasta con el leve aumento de la inflación subyacente medida por el IPC, que se incrementó hasta el 3,1 %, desde el 3 % del mes anterior.

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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 abril de 2025.

A tenor de las proyecciones, la inflación general interanual medida por el IPC de un amplio grupo de economías avanzadas y emergentes se moderará a lo largo del horizonte de proyección. La inflación general medida por el IPC de Estados Unidos se ha revisado al alza, como consecuencia del impacto de las subidas arancelarias considerablemente mayores que afectan a más del 80 % de las importaciones de bienes del país. Entre las economías avanzadas, la inflación del Reino Unido se ha corregido también al alza para este año, debido a que, en los últimos meses, los datos observados señalan niveles más altos de lo esperado anteriormente, así como a un mayor crecimiento de los salarios. Con todo, las perspectivas de inflación de la economía de este país siguen siendo las mismas para el resto del horizonte de proyección. Las proyecciones de inflación de las economías emergentes se mantienen, en general, sin variación con respecto a las proyecciones de marzo de 2025, puesto que el impacto del empeoramiento de las perspectivas de inflación en Rusia se vio compensado por una previsión de menor inflación en China. Las perspectivas de inflación de Rusia reflejan una evolución estructural adversa, mientras que en China el descenso de la inflación obedece a una demanda interna débil. En términos interanuales, se mantiene la previsión de que el índice compuesto global de la inflación general medida por el IPC siga una tendencia a la baja y se modere hasta situarse en el 3,3 % este año, frente al 4 % registrado en 2024. A medio plazo, se espera que la inflación continúe cayendo hasta el 2,8 % en 2026 y el 2,5 % en 2027³.

Durante el período analizado comprendido entre el 16 de abril y el 4 de junio de 2025, los precios del Brent retrocedieron porque los factores de oferta pesaron más que la mejora del sentimiento del mercado. Al principio, los precios

³ 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.

del petróleo se vieron respaldados por la recuperación de la percepción de riesgos como consecuencia de la relajación de las tensiones comerciales. Sin embargo, esta evolución se vio contrarrestada con creces por factores de oferta, en particular la decisión reciente de la OPEP+ de aumentar los niveles de producción en 411.000 barriles diarios en julio, un nivel tres veces superior al volumen previsto inicialmente. En abril, el cártel de países productores de petróleo liderado por Arabia Saudí ya había sorprendido a los mercados al anunciar un incremento similar de la producción para mayo. Si este repunte de la producción pasa a ser más permanente, podría acarrear mayores riesgos a la baja para el precio del crudo. La caída de los precios de esta materia prima ya está afectando a los planes de inversión de los productores de petróleo no convencional de Estados Unidos, dado que los precios actuales se están acercando a sus niveles de equilibrio marginales —es decir, el precio necesario para que les resulte rentable perforar un pozo nuevo— o cayendo por debajo de esos niveles. Esto se refleja en la caída acusada del número de plataformas petrolíferas y de equipos activos de ingeniería de fracturación hidráulica. Asimismo, varios productores de petróleo no convencional han anunciado recientemente recortes de su gasto de capital.

Los precios europeos del gas aumentaron durante el período analizado, como resultado de una combinación de factores de oferta y de demanda.

Inicialmente, los precios del gas cayeron, en un contexto de tensiones comerciales y debates en las instituciones europeas sobre la flexibilización de los objetivos regulatorios de almacenamiento para la próxima temporada de calefacción. Estos desarrollos hicieron que los precios de los futuros del gas a corto plazo se situaran por debajo de los precios a más largo plazo, de modo que el diferencial entre los futuros del gas para los meses de verano y los meses de invierno volviera a ser negativo, lo que, a su vez, incentivó la reposición de existencias. Posteriormente, los precios del gas repuntaron como consecuencia de los acuerdos comerciales más recientes, las interrupciones imprevistas del suministro de gas en las plantas noruegas de procesamiento de gas natural licuado y el plan de la Comisión Europea para eliminar gradualmente las importaciones de gas ruso para 2027. Los precios de los metales y de los alimentos también subieron, impulsados sobre todo por factores de demanda. Los precios de los segundos se vieron respaldados por una demanda resiliente de productos semiterminados derivados del cacao, pese al incremento acusado de los precios de este alimento anteriormente en el año. Los precios de los metales registraron un alza, debido al encarecimiento del cobre. El respaldo inicial tuvo su origen en las importaciones sostenidas por motivos de precaución en Estados Unidos, motivadas por la preocupación acerca de la subida de los aranceles al cobre importado. Esta evolución se vio reforzada posteriormente por la mejora del sentimiento del mercado tras la relajación de las tensiones comerciales entre China y el país norteamericano.

En Estados Unidos, las perspectivas de crecimiento se han deteriorado desde que el 6 de febrero de 2025 se finalizaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2025. El PIB real pasó a ser ligeramente negativo en el primer trimestre de 2025, debido a la contribución muy negativa de la demanda exterior neta como consecuencia del adelanto de las importaciones. Al mismo tiempo, la demanda interna siguió siendo relativamente sólida; sin embargo,

se espera que su ritmo de avance se ralentice a medida que se consolide el impacto de los aranceles. En general, se prevé que los aranceles elevados y generalizados aumenten el coste de los bienes intermedios y finales importados, lo que probablemente afectará a los precios internos. Las proyecciones de junio de 2025 apuntan a una reducción de los flujos comerciales y a un incremento de los costes de producción, así como a una menor demanda interna conforme se va reduciendo la renta real disponible de los hogares debido a la mayor inflación. El impacto negativo de los aranceles sobre las perspectivas se ve acentuado adicionalmente por el aumento de la incertidumbre en torno a las políticas, lo que incentiva el ahorro por motivos de precaución y el aplazamiento de las inversiones. El endurecimiento de las condiciones financieras, que se traduce en efectos riqueza negativos y en costes de financiación más altos, también está moderando las perspectivas. En términos nominales, los indicadores de la inflación medida por los precios de consumo aún no reflejan el impacto de las presiones inflacionistas provocadas por los aranceles. La inflación general interanual medida por el IPC se ralentizó hasta situarse en el 2,3 % en abril, desde el 2,4 % de marzo. La inflación subyacente medida por el IPC, que excluye los componentes de energía y alimentos, se mantuvo sin variación en el 2,8 % en abril. Aunque el impacto de los aranceles aún no es evidente en los datos de la inflación medida por el IPC, los datos de alta frecuencia de grandes empresas minoristas señalan presiones al alza, sobre todo procedentes del encarecimiento de los bienes importados, en particular de China. En mayo, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal mantuvo sin variación el rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales en el 4,25 %-4,50 % en un entorno de incremento de los riesgos y de incertidumbre sobre las perspectivas.

En China, el crecimiento del PIB real fue intenso en el primer trimestre de 2025, impulsado por la fortaleza de la demanda interna y por el adelanto de las exportaciones. Sin embargo, se espera que los elevados aranceles estadounidenses y los ajustes en curso en el sector inmobiliario lastren la actividad económica en adelante. Los indicadores de la actividad se moderaron en abril, mes en el que el crecimiento interanual de las ventas al por menor descendió hasta el 5,1 %, desde el 5,9 % del mes anterior, pero se mantuvo por encima de la media de enero-febrero. El avance interanual de la producción industrial disminuyó hasta situarse en el 6,1 %, mientras que las inversiones se redujeron en todos los componentes. El PMI de nuevos pedidos exteriores de las manufacturas registró una caída pronunciada en abril. En conjunto, los datos sobre la actividad apuntan a cierta moderación adicional de la ya débil demanda interna, y la subida de los aranceles de Estados Unidos lastrará las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Persisten las presiones deflacionistas en la economía china. La inflación general interanual medida por el IPC se mantuvo negativa en abril, en el -0,1 %, mientras que la tasa de variación de los precios de producción siguió disminuyendo hasta situarse en el -2,7 %. Dado que los aranceles estadounidenses a las importaciones chinas siguen siendo altos a pesar del acuerdo comercial temporal, continúa la presión sobre los exportadores chinos. Sus márgenes actuales indican que tienen capacidad para reducir aún más sus precios de exportación. Junto con la persistente debilidad de la demanda interna y el exceso de capacidad de la industria, es probable que la deflación de estos precios persista en el futuro.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real repuntó en el primer trimestre de 2025, gracias al fuerte avance de las inversiones y a la demanda exterior neta. No obstante, este repunte será probablemente transitorio, dado que se espera que el crecimiento disminuya como consecuencia de la elevada incertidumbre y las tensiones comerciales mundiales. Los indicadores coyunturales disponibles, incluidas las encuestas del PMI y los indicadores de la confianza de los consumidores y de las empresas, sugieren un comienzo bastante tímido en el segundo trimestre de 2025. Pese a las recientes noticias positivas sobre las políticas comerciales —que incluyen los acuerdos comerciales bilaterales con Estados Unidos e India, así como un nuevo acuerdo con la UE—, la incertidumbre sigue siendo elevada en un contexto de aranceles altos. La inflación general interanual medida por el IPC se incrementó de forma acusada en abril hasta situarse en el 3,5 % desde el 2,6 % registrado en marzo. Este incremento obedeció al encarecimiento de los servicios y de la energía, mientras que la tasa de crecimiento de los precios de los bienes incluidos en la inflación subyacente no varió. De cara al futuro, se prevé que la inflación general se mantenga por encima del objetivo del 2 % del Banco de Inglaterra a lo largo de 2025. En su reunión de mayo, el Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4,25 %.

2

Actividad económica

Según la información disponible en la fecha de cierre, la economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2025, tras registrar un avance del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2024, con contribuciones modestas de la demanda interna y la demanda exterior neta⁴. El empleo aumentó un 0,3 % en el primer trimestre, al mismo ritmo que el PIB. Por sectores, la actividad industrial se habría recuperado como consecuencia de la mejora de la demanda de bienes de equipo, en parte debido al adelanto de los intercambios comerciales en previsión de las subidas arancelarias. Al mismo tiempo, los servicios solo habrían registrado un crecimiento moderado. Los indicadores de opinión apuntan a una desaceleración de la actividad en el segundo trimestre de 2025. En mayo, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad descendió hasta un nivel próximo al umbral de crecimiento, mientras que la producción manufacturera superó dicho umbral por tercer mes consecutivo. Entretanto, la actividad de los servicios disminuyó ligeramente con respecto al primer trimestre. 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, las tensiones comerciales y las persistentes pérdidas de competitividad limiten 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 la mayor accesibilidad del crédito, debido en parte a las bajadas anteriores de los tipos de interés.

Estas perspectivas se reflejan en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2025, que anticipan un crecimiento anual del PIB real del 0,9 % en 2025, el 1,1 % en 2026 y el 1,3 % en 2027⁵. Además, se elaboraron dos escenarios alternativos para ilustrar algunos de los mecanismos por los que distintas políticas comerciales pueden incidir en el crecimiento y en la inflación: i) un escenario moderado que prevé la supresión de los aranceles bilaterales entre Estados Unidos y la UE, y ii) un escenario severo que contempla un nuevo aumento generalizado de los aranceles estadounidenses, con represalias simétricas por parte de la UE y una incertidumbre persistentemente más elevada sobre las políticas comerciales. El crecimiento en 2025-2026 sería algo más alto en el escenario moderado que en el escenario de referencia. En el escenario severo, las perspectivas de crecimiento serían sustancialmente más débiles durante todo el horizonte de proyección.

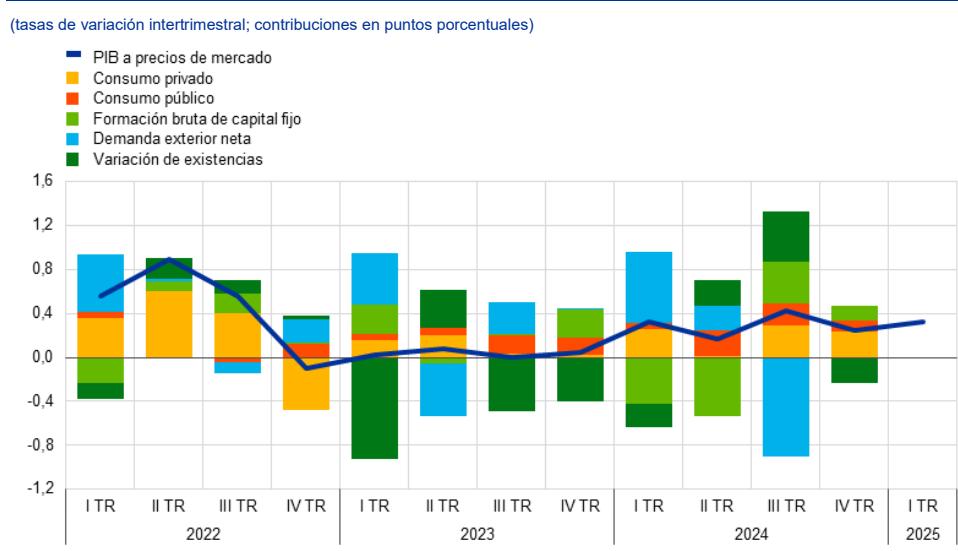
Según la estimación de avance de Eurostat, el PIB real aumentó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2025 (gráfico 3). Esto significa que

⁴ El crecimiento intertrimestral del PIB real de la zona del euro se revisó al alza hasta situarlo en el 0,6 % en los datos publicados el 6 de junio, dos días después de la fecha de cierre de este Boletín Económico.

⁵ Para más información, véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE.

el producto ha crecido durante cinco trimestres consecutivos en un contexto de discusiones arancelarias, tensiones en los mercados financieros e incertidumbre geopolítica, lo que respalda la idea de que la capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro frente a las perturbaciones mundiales está aumentando en cierta medida. Los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles apuntan a unas contribuciones positivas, aunque moderadas, del consumo privado y la inversión. La demanda exterior neta también habría contribuido positivamente, sustentada por el adelanto de las exportaciones a Estados Unidos a raíz de los anuncios sobre la imposición de aranceles. En cuanto a la producción, el sector industrial se habría recuperado gracias al citado adelanto. El valor añadido tanto de la construcción como de los servicios también parece haber registrado un ligero crecimiento positivo en el primer trimestre.

Gráfico 3
PIB real de la zona del euro y sus componentes



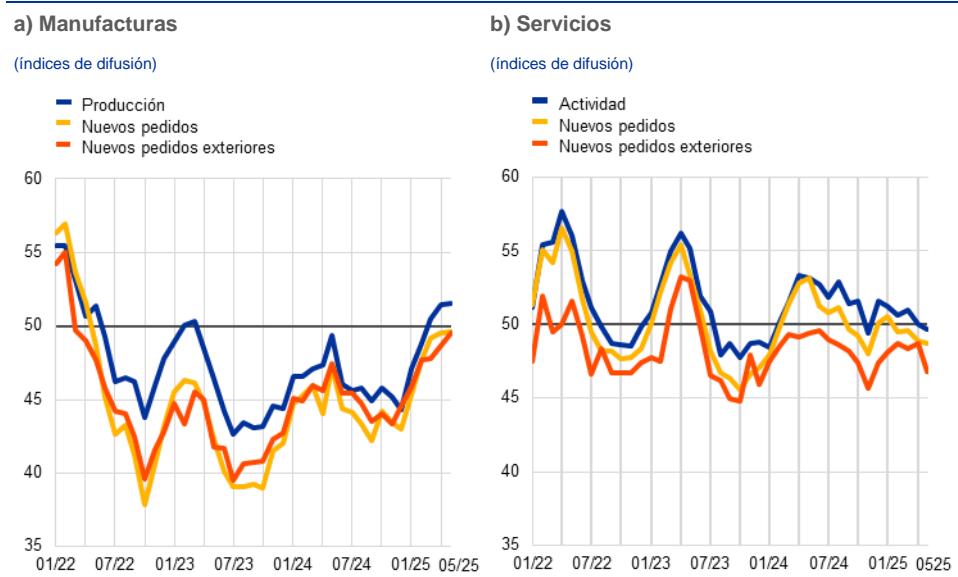
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025 para el PIB y al cuarto trimestre de 2024 para la desagregación del gasto.

Los datos procedentes de encuestas apuntan a una desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre de 2025, en un contexto de elevada incertidumbre. La incertidumbre en torno a las políticas económicas —incluida la comercial— a escala global continúa lastrando las perspectivas a corto plazo. El PMI compuesto de actividad retrocedió ligeramente hasta 50,3, en promedio, en abril y mayo (desde un valor de 50,4 en el primer trimestre), lo que indica un estancamiento de la actividad. Mientras que el PMI de producción de las manufacturas ha mejorado hasta alcanzar niveles que no se observaban desde principios de 2022 y apunta ahora a una expansión, la actividad de los servicios ha disminuido y se sitúa en niveles indicativos de una caída (gráfico 4). El PMI de nuevos pedidos —que por naturaleza es más prospectivo— muestra un panorama similar, con un escaso dinamismo en conjunto que oculta una mejora de la actividad en las manufacturas y una ralentización en los servicios. Tras generar algunos efectos positivos a corto plazo, como una mayor producción derivada del adelanto de las exportaciones, la subida de los aranceles podría tener un impacto adverso

desproporcionado sobre las manufacturas en comparación con otros sectores económicos en los próximos meses.

Gráfico 4
PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

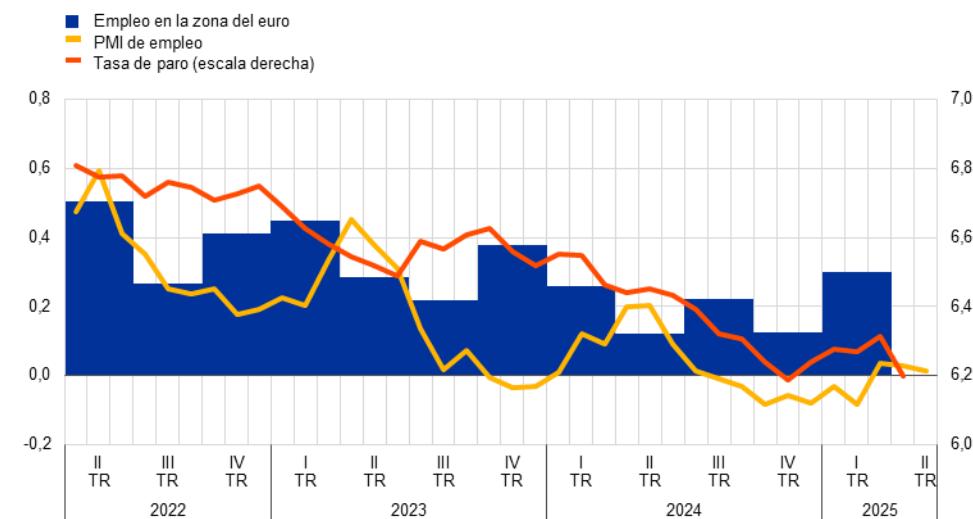
El empleo creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2025. Tras registrar un avance más tímido —del 0,1 %— en el cuarto trimestre de 2024, el crecimiento del empleo aumentó hasta el 0,3 % en el primer trimestre de 2025 (gráfico 5)⁶. Esta evolución oculta tendencias dispares en la zona del euro. Entre los principales países de la zona, el empleo se vio impulsado sobre todo por Italia y España. Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,2 % en abril, habiendo permanecido prácticamente en ese nivel desde mediados de 2024. La demanda de trabajo siguió disminuyendo, y la tasa de vacantes descendió hasta el 2,4 % en el primer trimestre, 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2024.

⁶ El crecimiento intertrimestral del empleo de la zona del euro se revisó a la baja hasta situarlo en el 0,2 % en los datos publicados el 6 de junio, dos días después de la fecha de cierre de este Boletín Económico.

Gráfico 5

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

(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, mientras que 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 primer trimestre de 2025 para el empleo en la zona del euro, a mayo de 2025 para el PMI de empleo y a abril de 2025 para la tasa de paro.

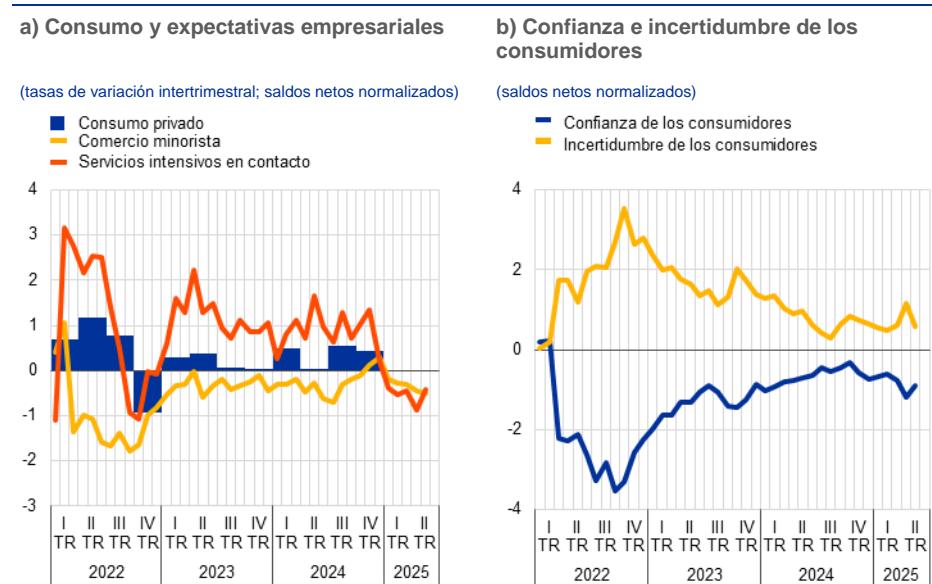
Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento nulo del empleo en el segundo trimestre. El PMI mensual compuesto de empleo descendió desde 50,3 en abril hasta un valor de 50,2 en mayo, lo que sugiere que el avance del empleo fue prácticamente nulo. El PMI de empleo de los servicios retrocedió hasta 50,9 en mayo, desde 51,3 en abril, mientras que el correspondiente a las manufacturas se recuperó ligeramente y pasó de 47,4 a 48,1.

El consumo privado habría crecido a un ritmo más moderado en el primer trimestre de 2025. Tras registrar un avance intertrimestral del 0,4 % en el cuarto trimestre de 2024 (panel a del gráfico 6), la expansión del consumo privado parece haberse ralentizado ligeramente en el primer trimestre de 2025, como consecuencia de un gasto moderado en servicios y de una nueva reducción del consumo de bienes. Los datos más recientes apuntan a una moderación del ritmo de crecimiento del gasto de los hogares a corto plazo. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea mejoró en mayo en un contexto de disminución de las tensiones comerciales, después de haber registrado una acusada caída en abril, pero permanece en niveles reducidos y muy por debajo de su media del primer trimestre del año (panel b del gráfico 6). Además, la incertidumbre de los consumidores sigue siendo elevada. Los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto subieron en mayo tras adentrarse en terreno más negativo en abril (panel a del gráfico 6). En cambio, la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores indica que las expectativas de gasto en vacaciones siguen siendo sólidas. Al mismo tiempo, las relativas al gasto en grandes compras en los doce meses siguientes mejoraron en mayo, mientras que

las expectativas sobre el comercio minorista volvieron a descender por quinto mes consecutivo. De cara al futuro, pese al apoyo de los recientes aumentos de poder adquisitivo, 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.

Gráfico 6

Consumo privado, expectativas empresariales sobre el comercio minorista y los servicios intensivos en contacto, y confianza e incertidumbre de los consumidores



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor) y la demanda esperada de servicios intensivos en contacto 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 2005-2019 y la correspondiente a la incertidumbre de los consumidores se normaliza para el período comprendido entre abril de 2019 y mayo de 2025 con respecto a la media del cuarto trimestre de 2021 por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las otras series se normalizan para 1999-2019. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para el consumo privado y a mayo de 2025 para los demás conceptos.

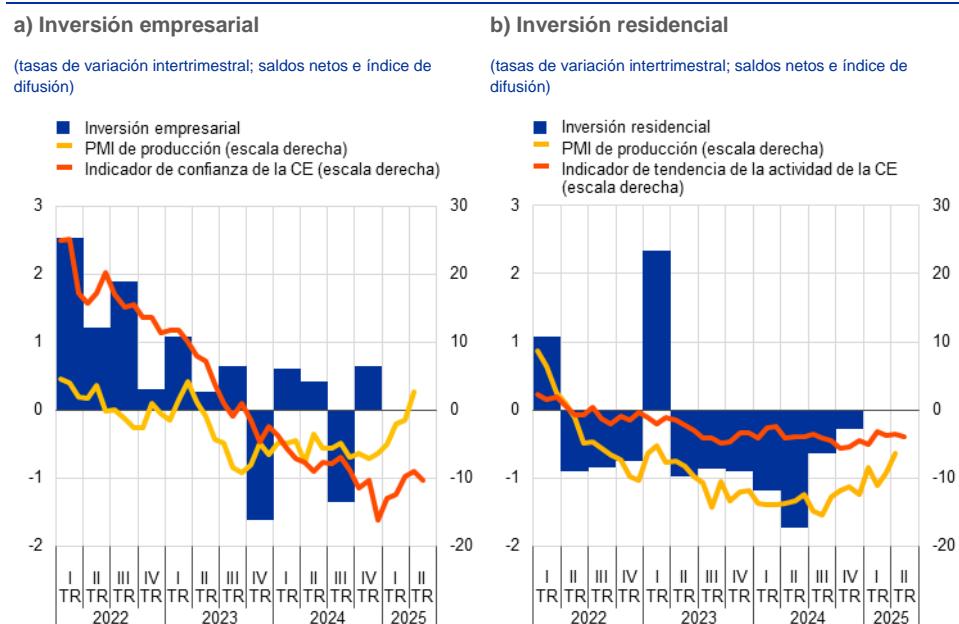
Es probable que la inversión empresarial se haya visto impulsada por un cierto adelanto de las exportaciones en el primer trimestre de 2025, pero se espera que experimente una desaceleración más adelante, dada la persistencia de las tensiones comerciales⁷. Los indicadores disponibles —como la producción de bienes de equipo, que aumentó un 0,6 % en tasa intertrimestral, excluyendo Irlanda, en el primer trimestre— reflejan probablemente el adelanto de las exportaciones y la acumulación de existencias tras los primeros cambios (y otros adicionales esperados) en los aranceles estadounidenses, más que una aceleración subyacente de la inversión. Las señales actuales siguen siendo dispares, ya que los PMI del sector de bienes de equipo —proveedor de muchos bienes de inversión— muestran incrementos sustanciales (aunque posiblemente transitorios) de la producción, mientras que el indicador de confianza de la Comisión Europea para este sector permanece en niveles bajos en un contexto de disminución de las expectativas de producción (panel a del gráfico 7). Con este trasfondo de intensificación de las

⁷ Los datos de las cuentas nacionales, publicados el 6 de junio tras la reunión del Consejo de Gobierno, muestran un crecimiento sostenido de la inversión sin construcción del 0,7 % (excluidos los activos intangibles en Irlanda), en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2025, en línea con el cuarto trimestre de 2024.

tensiones comerciales y de incertidumbre asociada, es probable que la inversión empresarial se posponga y se mantenga contenida a lo largo de 2025. La edición más reciente de la encuesta de inversión que lleva a cabo semestralmente la Comisión Europea ya sugería que probablemente el crecimiento sería modesto en 2025. La información procedente de la última encuesta de inversión del BCE (véase [recuadro 3](#)) y del foro de diálogo Non-Financial Business Sector Dialogue (NFBD) celebrado en mayo de 2025 también apunta a un avance limitado de la inversión este año, al retrasar las empresas sus decisiones ante la incertidumbre reinante⁸. No obstante, si no se producen nuevas escaladas en las tensiones comerciales, a medida que la incertidumbre disminuya, la demanda interna se fortalezca y las condiciones financieras se relajen, se espera que la inversión en la zona del euro se recupere gradualmente, respaldada también por el fortalecimiento de las iniciativas nacionales y de la UE.

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. 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 cuarto trimestre de 2024 para la inversión, a abril de 2025 para el PMI de producción y a mayo de 2025 para los indicadores de la Comisión Europea.

Es probable que la inversión en vivienda haya crecido notablemente en el primer trimestre de 2025. Según los datos nacionales disponibles, la inversión residencial aumentó un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2025, tras haberse contraído adicionalmente en el cuarto trimestre de 2024. La actividad de la construcción de edificios y especializada creció un 0,3 %, después de registrar un avance más vigoroso —0,7 %— en el trimestre anterior. De cara al futuro, los

⁸ Para más información, véase [«Summary of the Non-Financial Business Sector Dialogue on 14 May 2025 via videoconference»](#), BCE, 2025.

indicadores de actividad basados en encuestas transmiten señales dispares. El indicador de tendencia de la actividad de construcción de edificios y especializada de la Comisión Europea permaneció bastante estable, en promedio, en abril y mayo, mientras que el PMI de producción de la construcción residencial mejoró sustancialmente en abril (panel b del gráfico 7). Aunque ambos indicadores permanecieron en terreno negativo, se espera que la inversión en vivienda crezca de forma moderada a corto plazo. Estas perspectivas se ven respaldadas por el aumento continuado de los visados de obra nueva para edificios residenciales en el primer trimestre de 2025, así como por una mejora significativa de la valoración por parte de la Comisión Europea de las carteras de pedidos de las empresas constructoras en abril y mayo en comparación con la media del primer trimestre. En conjunto, estos desarrollos apuntan al fortalecimiento de la demanda de nuevas edificaciones residenciales, una señal favorable para el futuro dinamismo de la inversión en vivienda.

Las exportaciones de bienes de la zona del euro aumentaron significativamente en el primer trimestre de 2025, impulsadas por el adelanto de los intercambios comerciales en previsión de los aranceles estadounidenses, aunque persisten los retos. El adelanto en respuesta a la inminente imposición de aranceles por parte de Estados Unidos impulsó las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro, que experimentaron un aumento sustancial en el primer trimestre de 2025 (4,9 % en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores). Este incremento estuvo determinado, sobre todo, por las exportaciones de productos farmacéuticos, principalmente procedentes de Irlanda y a través de Suiza, pero también desde Alemania, Francia e Italia. Aunque puede que en los próximos meses se continúen adelantando las exportaciones, se espera que las subidas arancelarias, la incertidumbre sobre las políticas económicas y la apreciación del euro constituyan factores adversos para las exportaciones reales a más largo plazo. En cuanto a las importaciones, es probable que la apreciación del euro y la desviación del comercio debido a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China lastren los precios de importación, dado que más de la mitad del moderado crecimiento de las importaciones de bienes observado en el primer trimestre —el 1,3 % en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores— obedeció al aumento de las procedentes de China.

En comparación con las proyecciones de marzo de 2025, el crecimiento del PIB real no se ha modificado para 2025 y 2027, pero se ha corregido ligeramente a la baja para 2026. De acuerdo con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosystema de junio de 2025, la economía crecerá el 0,9 % en 2025, el 1,1 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. El mantenimiento de la proyección para 2025 refleja un primer trimestre más vigoroso de lo esperado junto con unas perspectivas más débiles para el resto del año. Aunque se espera que la incertidumbre sobre las políticas comerciales afecte a la inversión empresarial y a las exportaciones a corto plazo, el aumento de la inversión pública en defensa e infraestructuras respaldará progresivamente el crecimiento a medio plazo. El aumento de las rentas reales y un mercado de trabajo sólido permitirán a los hogares gastar más, lo que, unido a unas condiciones de financiación más

favorables, debería reforzar la capacidad de resistencia de la economía frente a las perturbaciones globales.

3

Precios y costes

La inflación general de la zona del euro se sitúa actualmente en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación general descendió hasta el 1,9 % en mayo de 2025, desde el 2,2 % registrado en abril. Este descenso obedece únicamente a la disminución de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), derivada de una acusada reducción de la tasa de variación de los precios de los servicios. La inflación de los alimentos se incrementó, mientras que las tasas correspondientes a la energía y a los bienes industriales no energéticos no experimentaron variaciones. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará de forma sostenida en el objetivo del 2 % a medio plazo del BCE. El crecimiento de los salarios es aún elevado, aunque sigue moderándose notablemente, y los beneficios están amortiguando en parte su impacto sobre la inflación. La mayor parte de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen situados en torno al 2 %. En líneas generales, la inflación ha seguido evolucionando en consonancia con lo previsto por los expertos del Eurosystema.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de junio de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2 % en 2025, el 1,6 % en 2026 y el 2 % en 2027. Las revisiones a la baja para 2025 y 2026 con respecto a las proyecciones anteriores reflejan principalmente unos supuestos de precios energéticos más bajos y la mayor fortaleza del euro, así como una disminución de la inflación subyacente en 2026⁹. En un contexto de mayor incertidumbre, en las proyecciones de junio se han explorado, a través de escenarios alternativos que se incluyen con fines ilustrativos, algunos mecanismos por los que distintas políticas comerciales podrían afectar a la inflación. La resolución de las tensiones comerciales con un resultado favorable daría lugar a un ligero incremento de la inflación en comparación con el escenario de referencia de las proyecciones, mientras que una escalada de estas tensiones la reduciría y la situaría por debajo de los niveles de referencia¹⁰.

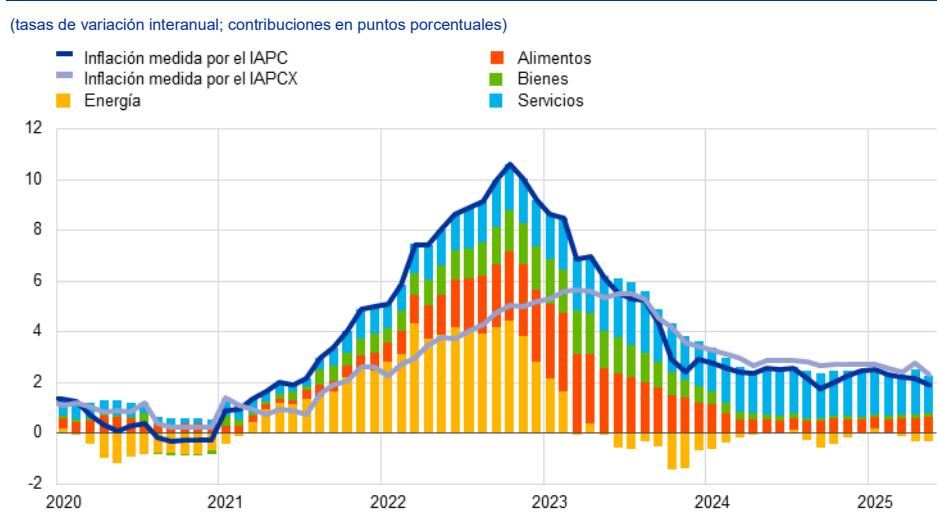
Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación general medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) de la zona del euro descendió hasta el 1,9 % en mayo, desde el 2,2 % registrado en abril (gráfico 8). Este descenso se debió exclusivamente a la disminución de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), que estuvo asociada a la menor tasa de variación de los precios de los servicios. La inflación de la energía permaneció invariable en mayo, en el -3,6 %, lo que reflejó un fuerte efecto de base al alza, es decir, una caída intermensual significativa quedó oculta por la reducción de una magnitud similar registrada un año antes. En cambio, la tasa

⁹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro, junio 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 5 de junio de 2025.

¹⁰ Para más información sobre los escenarios alternativos de políticas comerciales de las proyecciones, véase el recuadro 2, titulado «Aranceles estadounidenses e incertidumbre en torno a la política comercial», *Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro, junio 2025*.

de variación de los precios de los alimentos aumentó hasta situarse en el 3,3 % en mayo, desde el 3 % de abril. Este aumento se vio impulsado por la mayor tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados, que compensó con creces la disminución de la correspondiente a los alimentos no elaborados. La inflación medida por el IAPCX se redujo hasta el 2,3 % en mayo, desde el 2,7 % registrado en abril. Esta reducción fue atribuible a la caída de la tasa de variación de los precios de los servicios, que se situó en el 3,2 % en mayo, frente al 4 % de abril, mientras que la de los bienes industriales no energéticos se mantuvo sin cambios en una tasa moderada del 0,6 % por cuarto mes consecutivo. La menor inflación de los servicios en mayo podría ser una corrección del acusado incremento de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes en abril debido al período de Semana Santa.

Gráfico 8
Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

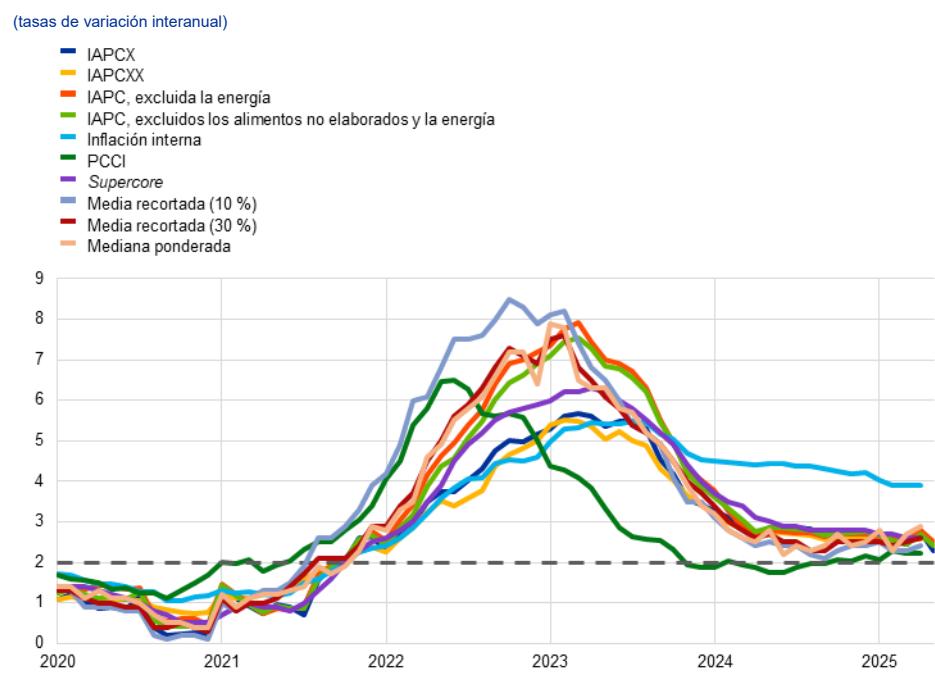
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025 (estimación de avance de Eurostat).

Los datos disponibles relativos a mayo señalan que los indicadores de la inflación subyacente asociados a los servicios de turismo y viajes disminuyeron tras aumentar en abril, mientras que otros indicadores disponibles solo hasta abril mostraron señales dispares. Los valores de los indicadores de la inflación subyacente fluctuaron entre el 2,2 % y el 2,9 % en abril de 2025¹¹. Los datos disponibles referidos a mayo ponen de manifiesto que el IAPC sin energía y el IAPC sin energía y alimentos no elaborados, que incluyen componentes de los servicios de turismo y viajes, cayeron hasta situarse en el 2,5 % y el 2,4 %, respectivamente, desde el 2,8 % y el 2,7 % de abril. En cambio, la inflación medida por el IAPC, excluidos los servicios de turismo y viajes, los artículos de vestir y calzado (IAPCX), se mantuvo sin variación en el 2,6 % en abril. El PCCI (componente persistente y común de la inflación), que suele ser el indicador de la inflación subyacente con mayor capacidad predictiva de la inflación general futura, permaneció invariable (en el 2,2 %) en la parte inferior del rango, mientras que la

¹¹ El último mes para el que se dispone de todos los indicadores es abril de 2025.

mediana ponderada aumentó hasta el 2,9 %. El indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, continuó en el 2,6 %. La inflación interna, que excluye algunos componentes relacionados con turismo y viajes, pero incluye los servicios de alojamiento, se mantuvo en el 3,9 % por tercer mes consecutivo.

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente



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 mayo de 2025 (estimación de avance de Eurostat) para el IAPCX, el IAPC excluida la energía y el IAPC excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y a abril de 2025 para los demás indicadores.

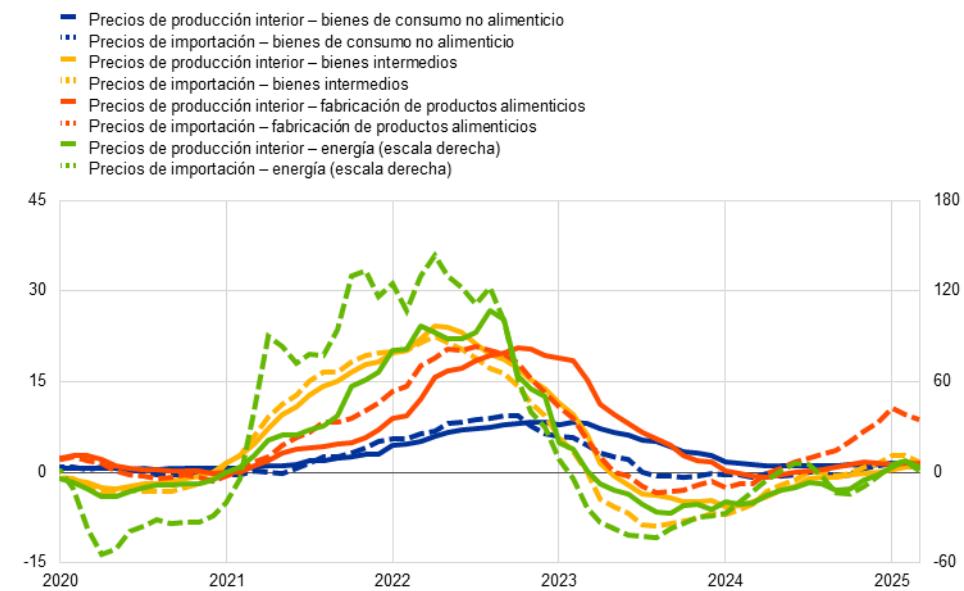
La mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre los precios de los bienes disminuyeron en marzo y se mantienen en niveles moderados (gráfico 10).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía se redujo hasta el 3,8 % en marzo, desde el 7,6 % observado en febrero. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores descendió hasta el 0,8 % en marzo, frente al 0,9 % de febrero. En las fases posteriores del citado proceso, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio cayó hasta el 1,4 % en marzo, desde el 1,5 % de febrero, mientras que la correspondiente a la fabricación de productos alimenticios aumentó hasta situarse en el 1,6 %, desde el 1,4 %. El ritmo de variación de los precios de importación de los alimentos elaborados disminuyó hasta el 8,8 % en marzo, desde el 9,6 % de febrero, permaneciendo en un nivel elevado. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes intermedios retrocedió hasta el 1,7 %, desde el 2,7 %. El menor ritmo de variación de los precios de importación refleja, en parte, la reciente apreciación del euro.

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

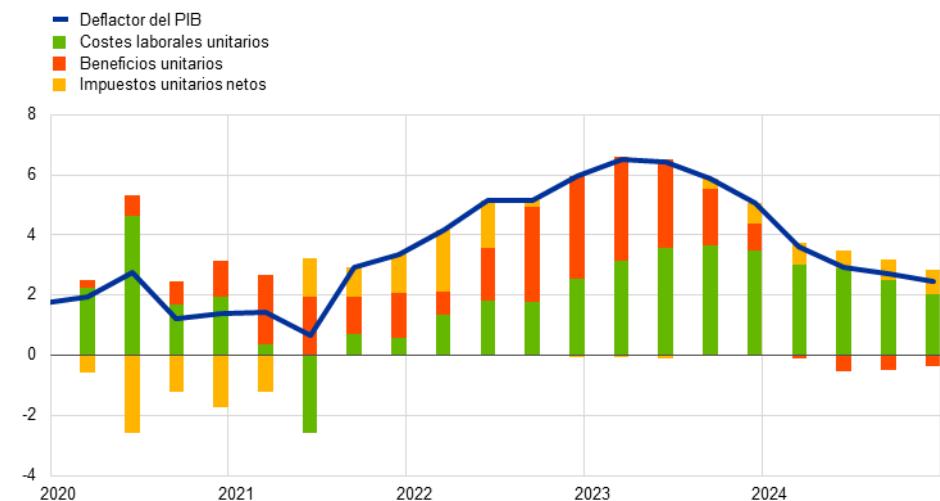
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, disminuyeron en el cuarto trimestre de 2024 por séptimo trimestre consecutivo (gráfico 11). Los últimos datos disponibles de las cuentas nacionales relativos a las presiones de costes de origen interno en la zona del euro se refieren al cuarto trimestre de 2024. La tasa de avance interanual del deflactor del PIB se desaceleró hasta situarse en el 2,5 % en el citado trimestre, desde el 2,7 % del tercer trimestre. Esta evolución se debió a la menor contribución de los costes laborales unitarios y a la aportación negativa de los beneficios unitarios, que tuvieron más peso que el ligero incremento de los impuestos unitarios netos. Los indicadores disponibles sobre el crecimiento de los salarios en el primer trimestre de 2025 confirman que la expansión de los costes laborales ha continuado ralentizándose. La estimación de avance del índice de costes laborales mostró una caída, desde el 4,1 % del cuarto trimestre de 2024 hasta el 3,3 % en el primer trimestre de 2025. La tasa de crecimiento de los salarios negociados también descendió y se situó en el 2,4 % en el primer trimestre de 2025, frente al 4,1 % del trimestre anterior. De cara al futuro, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios de carácter prospectivo —que incluye datos sobre convenios colectivos negociados hasta mayo de 2025— continúa sugiriendo que las presiones sobre el crecimiento de los salarios seguirán disminuyendo durante 2025.

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 cuarto trimestre de 2024.

En el período transcurrido desde la reunión del Consejo de Gobierno de abril, los indicadores de mercado y los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo apenas han variado, mientras que los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo han descendido hasta situarse por debajo del 2 % (gráfico 12). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2025 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de junio de 2025, la media y la mediana de las expectativas de inflación a 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 que reflejaron datos y variaciones recientes de los precios de las materias primas energéticas. El tipo swap de inflación (ILS) a un año dentro de un año —un indicador de mercado de la compensación por inflación a corto plazo— se redujo 0,2 puntos porcentuales y se situó aproximadamente en el 1,7 % durante el período analizado, lo que sugiere que la mayoría de los participantes en los mercados consideran que la incertidumbre sobre el comercio tiene un efecto desinflacionista para la zona del euro. A medio y largo plazo, tras los anuncios de la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos, gran parte del fuerte reajuste al alza de la compensación por inflación registrado a raíz del anuncio fiscal del Gobierno alemán revirtió. Como resultado de esta evolución, los tipos swap de inflación a cinco años dentro de cinco años se situaron próximos al 2 %. Las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores aumentaron ligeramente, mientras que sus expectativas a medio plazo se mantuvieron estables. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de abril de 2025, la tasa de inflación general mediana esperada en los doce meses siguientes se incrementó hasta el 3,1 % ese mes, frente al 2,9 % de marzo. No obstante, las expectativas de inflación a tres años vista permanecieron inalteradas en el 2,5 %.

Mientras tanto, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores también se mantuvo en el 3,1 %. El repunte observado en las expectativas de inflación a corto plazo puede reflejar un aumento de la incertidumbre acerca de la inflación y un deterioro de la confianza de los participantes en la encuesta.

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)

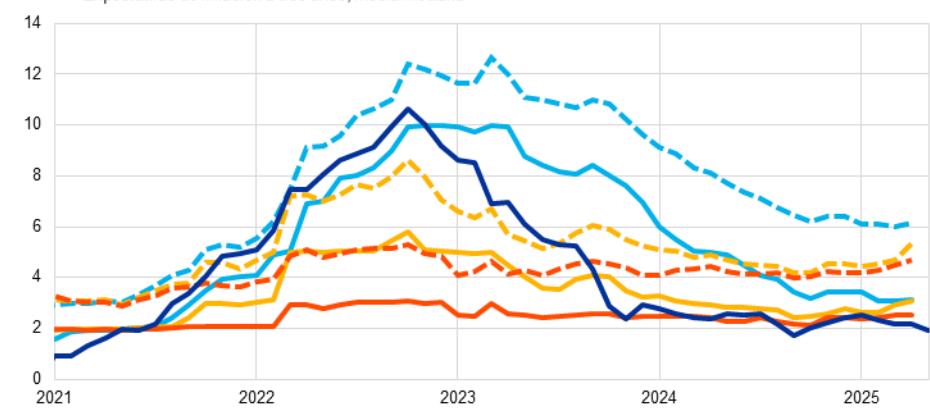
- ILS a un año dentro de un año
- ILS a cinco años dentro de cinco años



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

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Inflación pasada percibida, media/mediana
- Expectativas de inflación a un año, media/mediana
- Expectativas de inflación a tres años, media/mediana



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

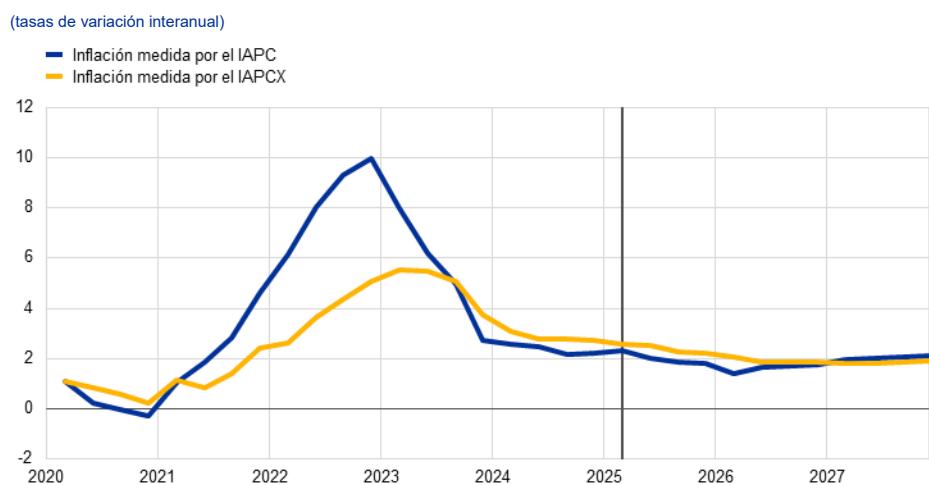
Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (6 de marzo de 2025). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 4 de junio de 2025 para el panel a, a mayo de 2025 (estimación de avance de Eurostat) para el IAPC y a abril de 2025 para los demás indicadores del panel b.

De acuerdo con las proyecciones de junio de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2 % en 2025 y en el 1,6 % en 2026, antes de retornar al 2 % en 2027 (gráfico 13). Se espera que la inflación general descienda hasta

situarse por debajo del 2 % en el segundo trimestre de 2025 y que registre un mínimo de alrededor del 1,4 % a principios de 2026, debido al retroceso de todos los componentes principales: energía, alimentos e inflación subyacente (en el caso de esta última, atribuible fundamentalmente a los servicios). Posteriormente, la inflación general se incrementaría en 2027, sobre todo como consecuencia de un efecto transitorio al alza procedente de la inflación de la energía en ese año, originado por las medidas fiscales relacionadas con la transición climática, en particular la introducción de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión. En comparación con las proyecciones de marzo de 2025, las perspectivas relativas a la inflación general se han revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2025 y 2026, pero prácticamente no se han modificado para 2027. La corrección a la baja para 2025 se debe íntegramente al componente energético, lo que es atribuible a unos datos más débiles de lo previsto y a unos supuestos de precios más bajos del petróleo, el gas y la electricidad. Se espera que la inflación medida por el IAPCX se sitúe, en promedio, en el 2,4 % en 2025 y en el 1,9 % en 2026 y 2027, a medida que continúen disipándose los efectos de las graves perturbaciones anteriores sobre la inflación de los servicios. En comparación con las proyecciones de marzo de 2025, la inflación medida por el IAPCX se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2025 y a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2026.

Gráfico 13

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



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro, junio de 2025](#).

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025 (datos) y al cuarto trimestre de 2027 (proyecciones). Las proyecciones de junio de 2025 se finalizaron el 21 de mayo de 2025 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 14 de mayo de 2025. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

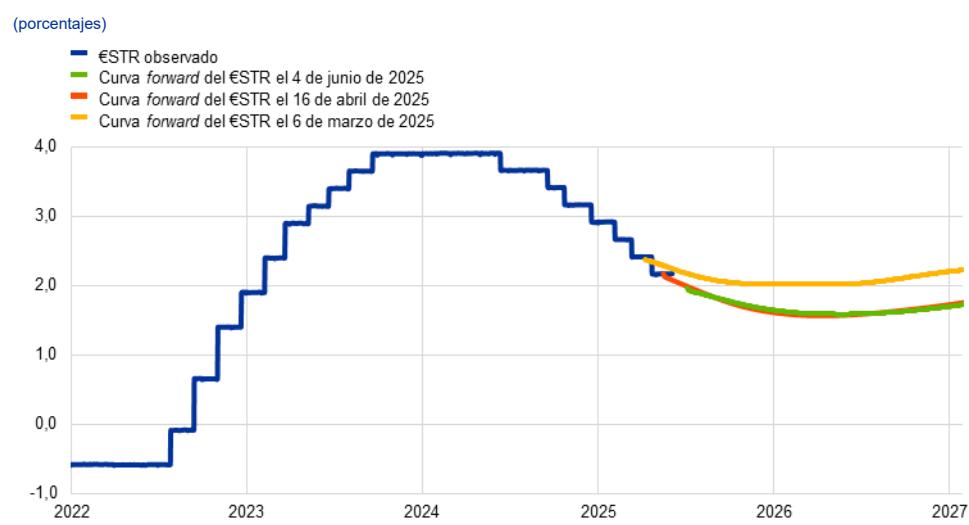
Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de marzo y el 4 de junio de 2025, la evolución de los mercados financieros de la zona del euro estuvo determinada principalmente por el aumento de la incertidumbre sobre las políticas comerciales. El anuncio realizado el 2 de abril sobre la imposición de aranceles generalizados en Estados Unidos provocó una corrección abrupta de los precios de los activos financieros, mientras que el alivio que aportó la posterior tregua para esos aranceles impulsó la recuperación de los mercados de activos de riesgo. Sin embargo, la elevada incertidumbre en torno a los aranceles y el ensombrecimiento de las perspectivas económicas continuaron lastrando los mercados financieros. En conjunto, la curva forward del tipo libre de riesgo a corto plazo del euro (€STR) se desplazó a la baja y, al final del período analizado, los mercados descontaban reducciones acumuladas de los tipos de interés de casi 60 puntos básicos en la zona del euro para el final de 2025. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también cayeron en un contexto de tensiones comerciales, lo que vino acompañado de una reducción de los diferenciales con respecto a los tipos OIS (overnight index swap) correspondientes. Los mercados internacionales de renta variable registraron un marcado patrón en forma de V, y el índice bursátil de la zona del euro finalizó el período de referencia prácticamente sin variación a pesar de experimentar fluctuaciones significativas. Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro aumentaron para los emisores del segmento de grado de inversión y, en particular, del segmento de alto rendimiento. En los mercados de divisas, el euro se apreció notablemente frente al dólar estadounidense (5,4 %) y en términos efectivos nominales (2,5 %).

Durante el período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro disminuyeron de forma significativa debido a que los participantes en los mercados aumentaron sus expectativas de recortes a corto plazo del tipo aplicado a la facilidad de depósito (gráfico 14). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó en el 2,17 % al final del período analizado, 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 marzo y de abril. El exceso de liquidez descendió unos 117 mm de euros, hasta la cifra de 2.710 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la disminución 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 en el marco de sus programas de compras de activos. La curva de tipos *forward* se desplazó al alza tras los anuncios, justo antes del comienzo del período de referencia, de la expansión fiscal prevista en Alemania y de las iniciativas para impulsar el gasto militar en la UE (el Plan ReArmar Europa), y una proporción considerable de este movimiento se revirtió gradualmente después a la luz de las crecientes tensiones comerciales internacionales. El anuncio de aranceles en Estados Unidos el 2 de abril de 2025 y la posterior escalada de las tensiones comerciales globales desencadenaron una pronunciada corrección a la baja de la curva *forward* del €STR, que reflejó las

expectativas de un ritmo más rápido de relajación de la política monetaria en la zona del euro. La serie de noticias positivas relacionadas con los aranceles, sobre todo la tregua de 90 días para los aranceles estadounidenses adicionales anunciados a principios de abril y los acuerdos arancelarios entre Estados Unidos y el Reino Unido y entre el país norteamericano y China, supusieron un alivio para los mercados financieros. No obstante, posteriormente, las nuevas noticias negativas relacionadas con el comercio volvieron a lastrar las perspectivas sobre los tipos de interés. Al final del período de referencia, los participantes en los mercados descontaban recortes acumulados de los tipos de interés de casi 60 puntos básicos para el final de 2025, alrededor de 35 puntos básicos más que lo descontado al comienzo del período considerado. Los tipos de interés libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro también disminuyeron durante el período analizado, aunque en menor medida que los tipos libres de riesgo a más corto plazo, ya que el OIS nominal a diez años cayó 18 puntos básicos y se situó en el 2,4 % durante este período.

Gráfico 14
Tipos *forward* del ESTR



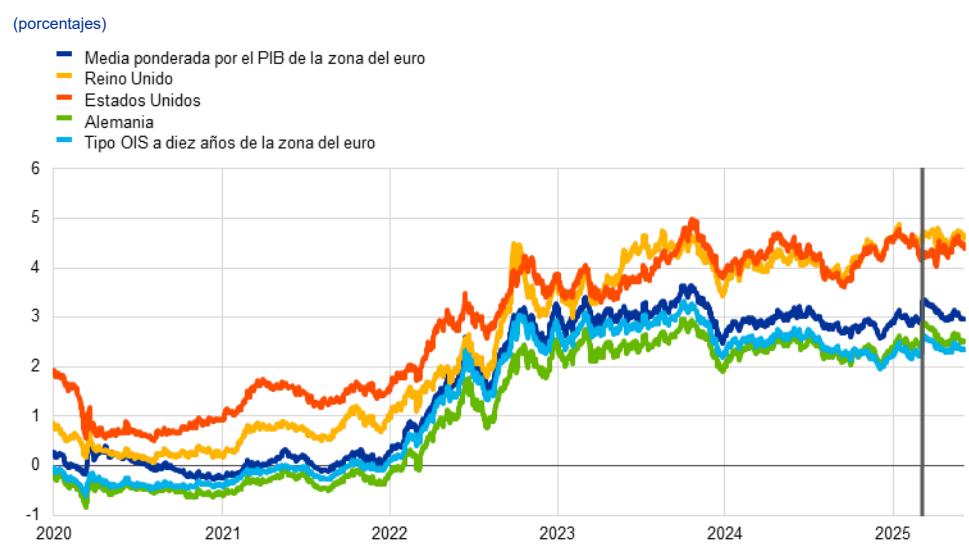
Fuentes: Bloomberg y cálculos del BCE.
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (ESTR).

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también cayeron en un contexto de tensiones comerciales, lo que vino acompañado de una reducción de los diferenciales (gráfico 15). Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en torno al 3 %, 36 puntos básicos por debajo de su nivel inicial, y los diferenciales con respecto al tipo OIS se redujeron 19 puntos básicos. Se observaron fluctuaciones intermitentes durante el período de referencia, así como diferencias entre países vinculadas a los cambios en las relaciones comerciales. Inmediatamente después del anuncio inicial de aranceles en Estados Unidos realizado el 2 de abril de 2025 y del aumento resultante de la incertidumbre, los precios de la deuda soberana de la zona del euro subieron, y de forma notable en el caso del bono alemán. Entretanto, la deuda pública estadounidense (al igual que el dólar) se vio afectada por las presiones de los mercados en el contexto de las dudas que surgieron sobre su

condición de activo refugio y el impacto de los aranceles sobre la inflación del país. Algunos de estos efectos se han revertido desde entonces tras el anuncio de una tregua de 90 días para los aranceles adicionales y la relajación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, lo que impulsó al alza los rendimientos del bono alemán y redujo los diferenciales de la deuda de los países de la zona del euro con rendimientos más elevados. El rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años fluctuó considerablemente durante el período de referencia y al final se situó en el 4,4 % aproximadamente, unos 13 puntos básicos por encima del nivel registrado al comienzo del período. Este incremento obedeció a una combinación de factores, entre ellos, más recientemente, el mayor escrutinio de los crecientes niveles de deuda del país y la decisión reciente de Moody's de rebajar su calificación crediticia.

Gráfico 15

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

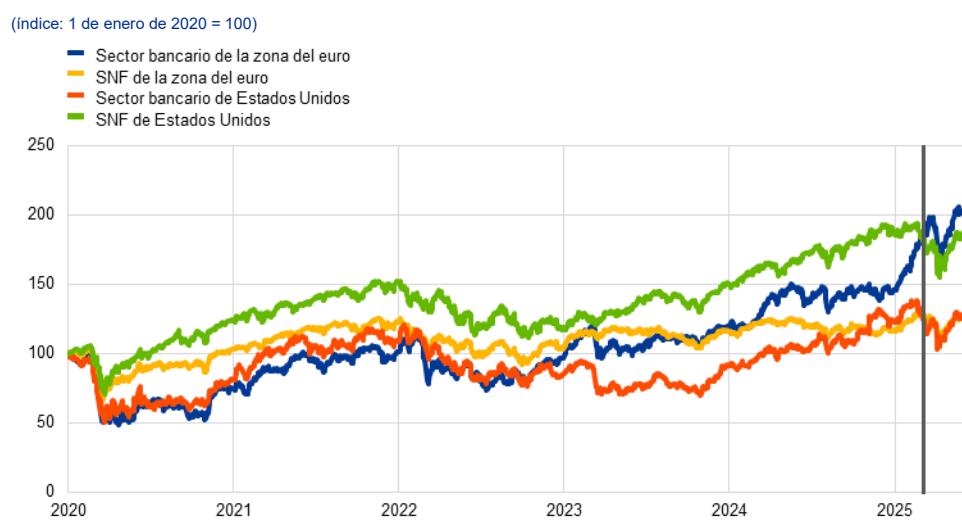
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de marzo de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 4 de junio de 2025.

Los mercados internacionales de renta variable registraron un marcado patrón en forma de V, y el índice bursátil de la zona del euro finalizó el período de referencia prácticamente sin variación (gráfico 16). El anuncio sobre el gasto fiscal efectuado por Alemania a principios de marzo dio lugar a un repunte en los mercados de renta variable europeos. Sin embargo, el anuncio de aranceles realizado por Estados Unidos el 2 de abril desencadenó ventas masivas en los mercados bursátiles internacionales, lo que generó en ellos picos de volatilidad. Los precios de las acciones de todo el mundo se recuperaron rápidamente de estas pérdidas relacionadas con los aranceles estadounidenses tras el anuncio de la tregua de 90 días, a pesar de la persistencia de la incertidumbre en torno a las relaciones comerciales. Hacia finales de mayo, las cotizaciones bursátiles europeas se redujeron levemente después de que la Administración de Estados Unidos anunciara planes para imponer aranceles del 50 % a las importaciones europeas, pero se recuperaron con rapidez cuando esos aranceles se suspendieron hasta el

9 de julio. Durante el período de referencia en conjunto, los índices bursátiles de la zona del euro apenas registraron cambios, ya que los valores de las sociedades no financieras (SNF) perdieron un 1,4 % y los de las entidades de crédito ganaron un 3,3 %. En cambio, los índices de las bolsas de Estados Unidos se revalorizaron un 4,4 % aproximadamente, en general, con ganancias del 4,9 % para las entidades de crédito y del 4,8 % para las SNF. Con todo, la incertidumbre sobre las políticas comerciales sigue siendo una fuente significativa de riesgos a la baja para los mercados de los activos de riesgo.

Gráfico 16

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

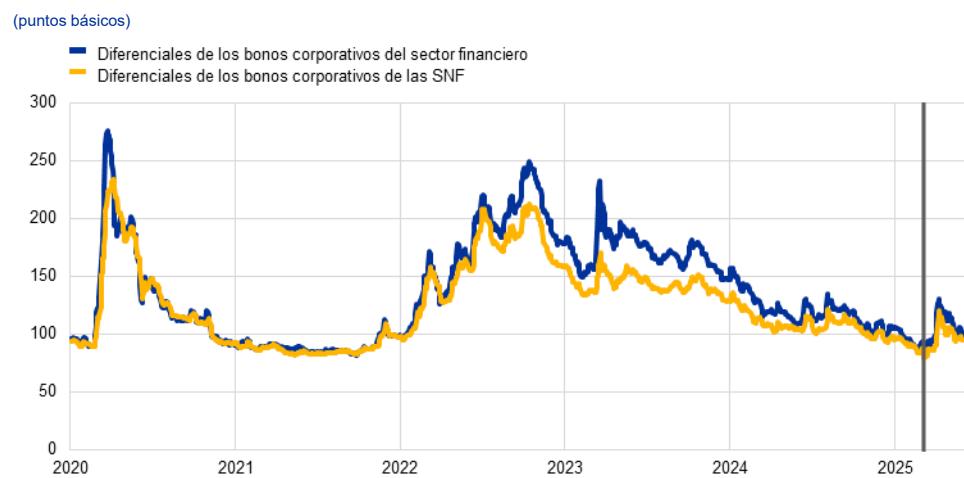


Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de marzo de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 4 de junio de 2025.

Los diferenciales de los bonos corporativos se ampliaron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento (gráfico 17).

Los riesgos a la baja para las perspectivas económicas lastraron los mercados de renta fija privada, en particular tras los anuncios realizados a principios de abril de 2025 sobre la aplicación de aranceles en Estados Unidos. A pesar de la reciente disminución, los diferenciales en los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento se ampliaron unos 13 y 34 puntos básicos, respectivamente, en el período de referencia. En el segmento de alto rendimiento, los diferenciales de los bonos de las SNF se incrementaron 25 puntos básicos, mientras que los de los bonos emitidos por las entidades financieras se ampliaron en torno a 66 puntos básicos.

Gráfico 17**Diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro**

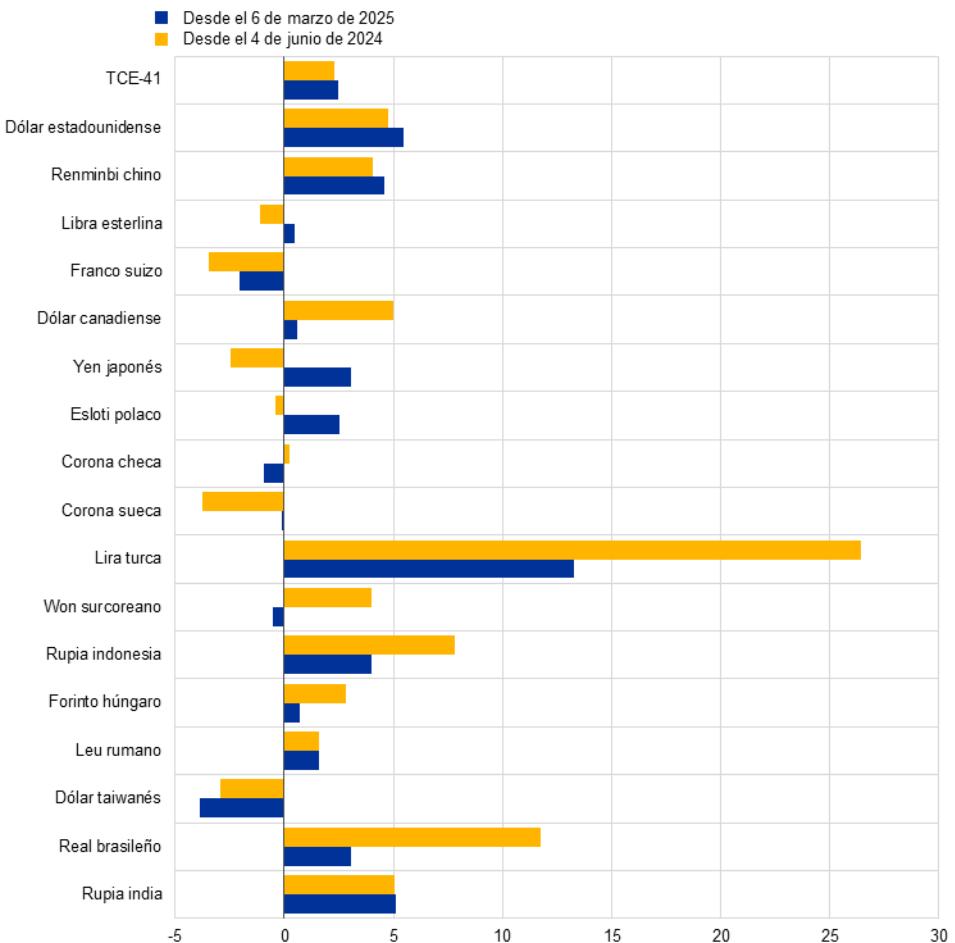
Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de marzo de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 4 de junio de 2025.

En los mercados de divisas, el euro se apreció notablemente frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 18). 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 incrementó un 2,5 % durante el período analizado. Esta apreciación fue generalizada. La fuerte revalorización del 5,4 % frente al dólar estadounidense se debió en gran medida al cambio en las expectativas de los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento y de inflación para Estados Unidos y del impacto potencial de las políticas de la Administración estadounidense sobre la demanda de activos de ese país, sobre todo a raíz de los anuncios realizados a principios de abril sobre la aplicación de aranceles. También puede atribuirse al sentimiento más positivo de los inversores con respecto al euro después del anuncio sobre el gasto fiscal efectuado por Alemania y la reunión extraordinaria que celebró el Consejo Europeo a principios de marzo sobre el reforzamiento de las capacidades de defensa de la UE. La moneda única también se fortaleció un 4,6 % frente al renminbi chino, que se debilitó inicialmente a causa del impacto adverso esperado de los aranceles estadounidenses, pero se recuperó algo tras la relajación parcial de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. El euro se apreció considerablemente frente a las monedas de las economías emergentes, que también se vieron lastradas por la preocupación acerca de los aranceles estadounidenses y el crecimiento mundial. En cambio, se depreció un 2 % frente al franco suizo, una moneda refugio tradicional, en un entorno de sentimiento de cautela general en los mercados.

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 4 de junio de 2025.

5

Condiciones de financiación y evolución del crédito

En abril, los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron cayendo como consecuencia de los recortes de los tipos oficiales. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas disminuyeron en abril hasta situarse en el 3,8 %, mientras que los aplicados a las nuevas hipotecas concedidas a los hogares permanecieron en el 3,3 %. La disparidad entre los tipos de interés del crédito a hogares y los aplicados al crédito a empresas refleja las diferencias en los períodos de fijación. El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares siguió recuperándose de forma gradual en abril, aunque permaneció muy por debajo de las medias históricas, reflejo de las débiles perspectivas macroeconómicas y de la elevada incertidumbre. En el período de referencia comprendido entre el 6 de marzo y el 4 de junio de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante acciones se elevó ligeramente debido al leve aumento de la prima de riesgo bursátil, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija disminuyó marginalmente. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se incrementó hasta situarse en el 3,9 % en abril.

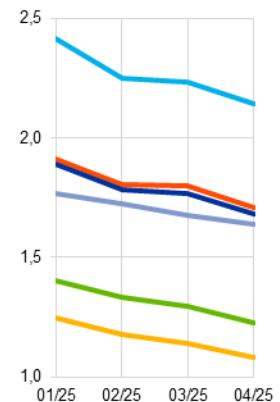
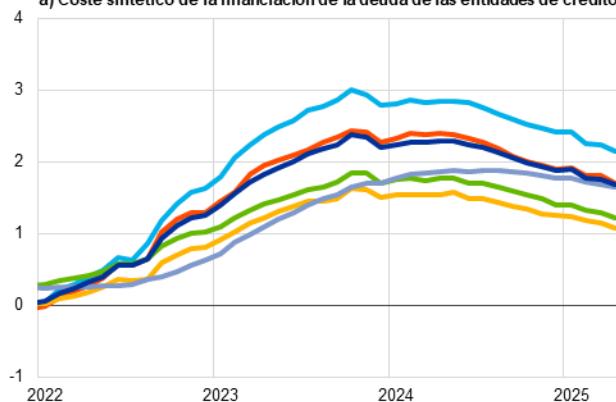
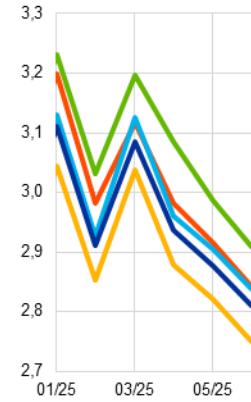
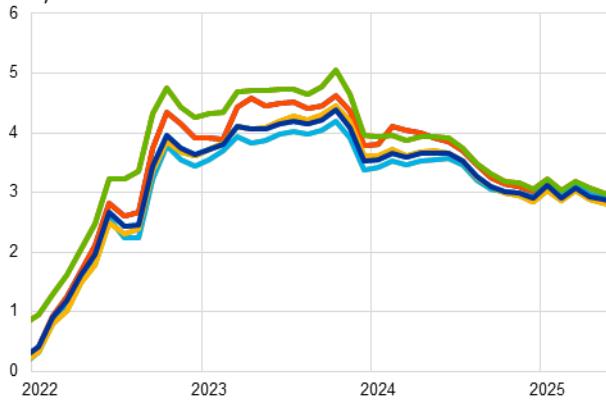
Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron cayendo en abril de 2025. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro —es decir, el índice que mide sus costes marginales de financiación— siguió moderándose en abril (panel a del gráfico 19) como consecuencia de los recortes de los tipos de interés oficiales del BCE, mientras que la disminución total de sus costes medios de financiación durante dicho mes fue más modesta. Los tipos de interés de los depósitos y los tipos del mercado monetario interbancario continuaron cayendo, de forma que el tipo sintético de los depósitos se situó en el 1 % en abril, en comparación con su máximo del 1,4 % registrado en mayo de 2024. La rentabilidad de los bonos bancarios se mantuvo prácticamente estable en marzo y en abril de 2025 y descendió en mayo, pese a la elevada volatilidad registrada en los mercados financieros a principios del mes, que estuvo relacionada en parte con los recientes anuncios de aranceles en Estados Unidos (panel b del gráfico 19). Como en meses anteriores, los tipos de interés de los depósitos a plazo de las empresas y los hogares disminuyeron en mayor medida que los aplicados a los depósitos a la vista, lo que redujo el considerable diferencial de tipos entre ambas categorías de depósitos en los dos sectores.

Gráfico 19

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

(porcentajes anuales)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Costes medios de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro

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.

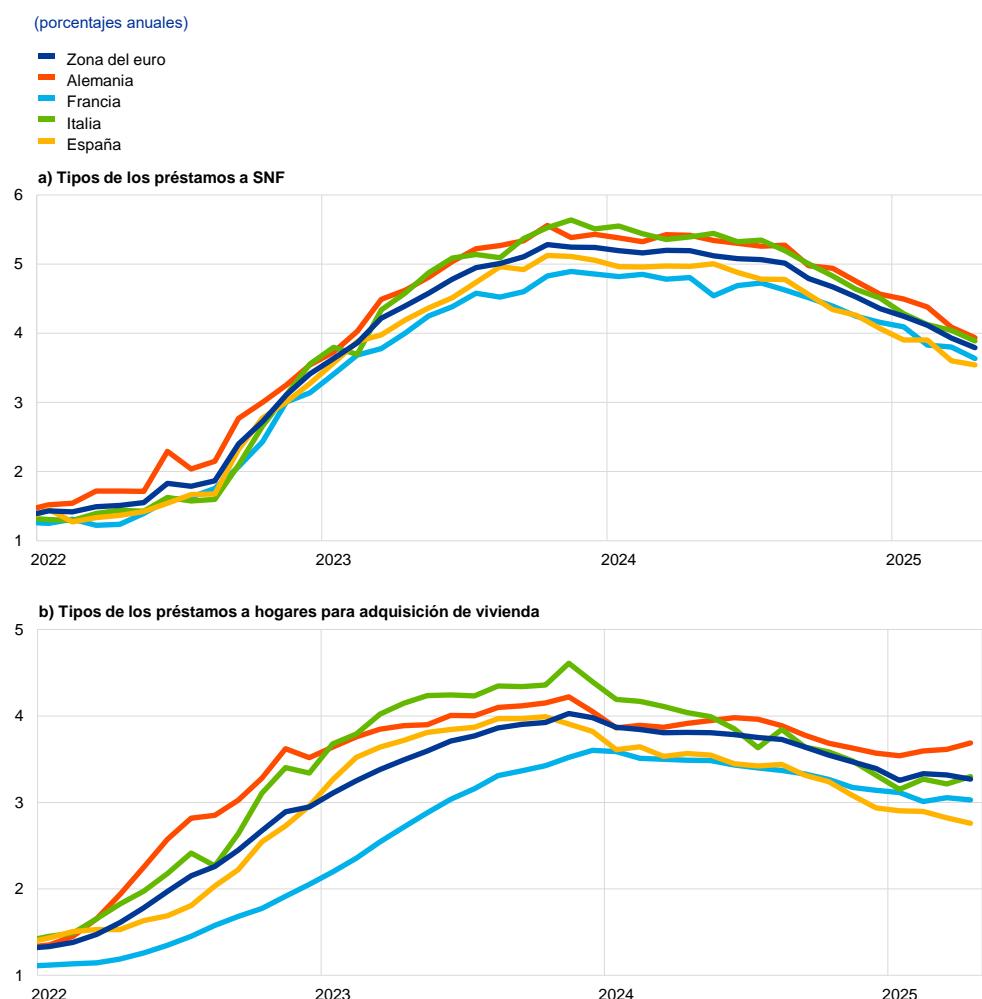
Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito utilizan las mismas ponderaciones, pero se basan en los tipos de interés de los saldos vivos en el caso de los depósitos y la financiación interbancaria, y en la rentabilidad hasta el vencimiento en el momento de la emisión en el caso de los bonos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 4 de junio de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas continuaron disminuyendo, mientras que los aplicados a los préstamos hipotecarios otorgados a los hogares se mantuvieron prácticamente estables, reflejo de las diferencias en los períodos de fijación. En abril de 2025, los tipos de interés de los nuevos préstamos a sociedades no financieras (SNF) descendieron 14 puntos básicos y se situaron en el 3,79 %, alrededor de 1,5 puntos porcentuales 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 estuvo determinado por los préstamos a corto plazo con vencimiento hasta un año. En cambio, los tipos de los préstamos a plazos más largos permanecieron

básicamente sin variación como consecuencia del incremento de los tipos de interés libres de riesgo a más largo plazo. El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas se mantuvo estable en abril en 46 puntos básicos —ligeramente por encima de su mínimo histórico—, con cierta heterogeneidad entre países. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda se redujeron 5 puntos básicos y se situaron en el 3,27 % en abril —unos 80 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023—, aunque con algunas disparidades entre países (panel b del gráfico 20). No obstante, los tipos de los préstamos hipotecarios nuevos puros (es decir, excluyendo renegociaciones) permanecieron prácticamente inalterados. La disparidad entre los tipos de interés del crédito a hogares y del concedido a las empresas refleja las diferencias en los períodos de fijación. Los préstamos a hogares suelen tener períodos de fijación de tipos más largos, lo que hace que sean menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés de mercado a corto plazo.

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 abril de 2025.

En el período de referencia comprendido entre el 6 de marzo y el 4 de junio de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante acciones se elevó ligeramente, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija disminuyó marginalmente. Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta abril 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— aumentó en dicho mes en comparación con el anterior y se situó en el 5,9 % (gráfico 21)¹². Esta evolución fue consecuencia del incremento del coste de las acciones debido al leve aumento de la prima de riesgo bursátil. Los demás componentes del coste se redujeron o no variaron. Los datos diarios relativos al período de referencia hasta el 4 de junio de 2025 muestran que el coste de los valores de renta fija registró un ligero descenso adicional. Ello obedeció al

¹² 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 abril de 2025.

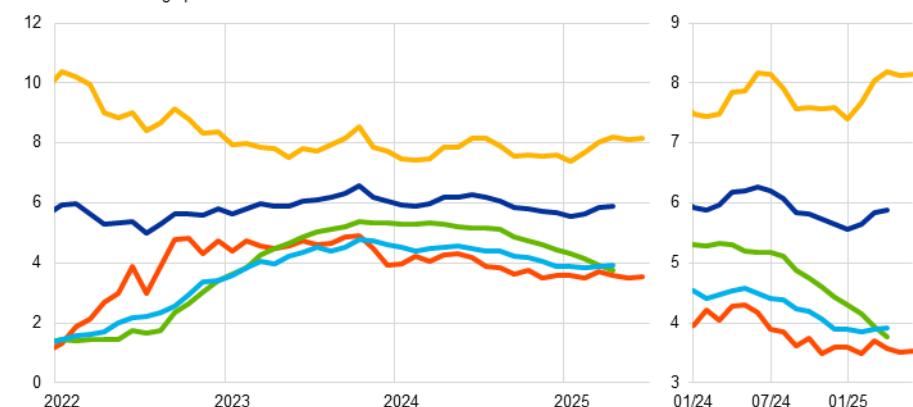
desplazamiento a la baja de la curva del OIS (*overnight index swap*) en todos los plazos, que solo quedó contrarrestado en parte por el aumento de los diferenciales de los bonos corporativos, sobre todo en el segmento de alto rendimiento. En el mismo período, el coste de las acciones se elevó ligeramente en respuesta a un leve incremento de la prima de riesgo bursátil y a pesar de la caída 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 anuales)

- Coste total de la financiación
- Coste de las acciones
- Coste de los valores de renta fija
- Coste a corto plazo de la financiación bancaria
- Coste a largo plazo de la financiación bancaria



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

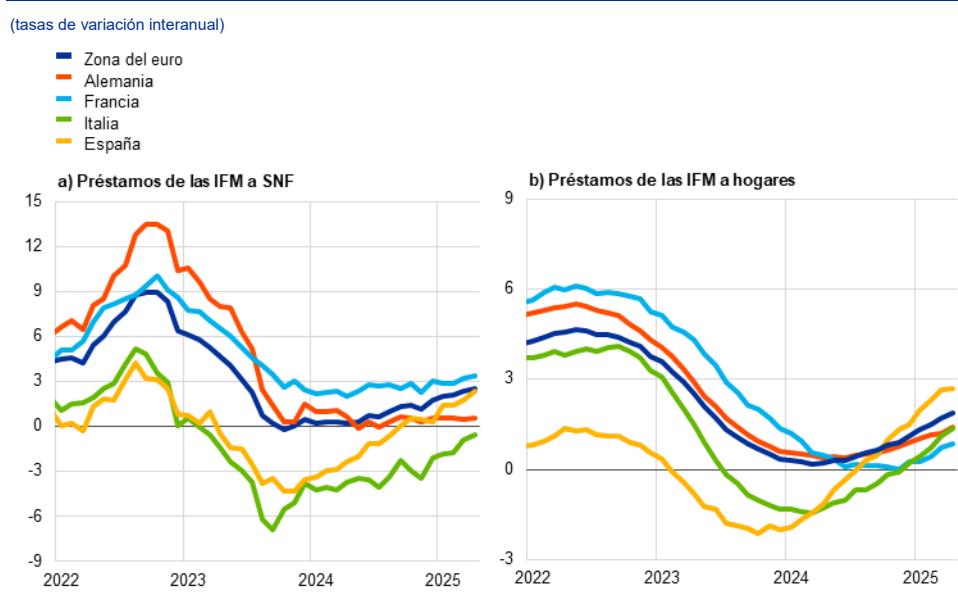
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 4 de junio de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a abril 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 continuó aumentando gradualmente en abril, reflejo de la dinámica más débil a corto plazo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se elevó hasta el 2,6 % en abril de 2025, desde el 2,4 % de marzo, pero permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,3 % desde enero de 1999 (panel a del gráfico 22). En cambio, la tasa de avance interanual de los valores de renta fija privada disminuyó hasta el 2,1 % en abril, desde el 3 % de marzo, lo que contribuyó al ligero debilitamiento del crecimiento de la financiación total mediante deuda de las empresas. Entretanto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares siguió incrementándose gradualmente hasta situarse en el 1,9 % en abril, frente al 1,7 % registrado en marzo. Sin embargo, esta tasa ha perdido su impulso y se mantiene muy por debajo de su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 22). Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal determinante de esta tendencia al alza, al tiempo que el crédito para consumo también experimentó un ascenso moderado, con una tasa de avance interanual del

4,3 % en abril, pese a los indicios de debilitamiento de la dinámica a corto plazo¹³. En cambio, el crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, mantuvo su atonía. La percepción de los hogares relativa al acceso al crédito se deterioró significativamente en abril. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de ese mes mostró que el porcentaje de hogares que percibían que el acceso al crédito se había endurecido aumentó, superando al de aquellos que consideraban que dicho acceso se había relajado, marcando el incremento intermensual más elevado hasta la fecha. Asimismo, los hogares esperan que el acceso al crédito sea más restrictivo en los próximos doce meses.

Gráfico 22

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

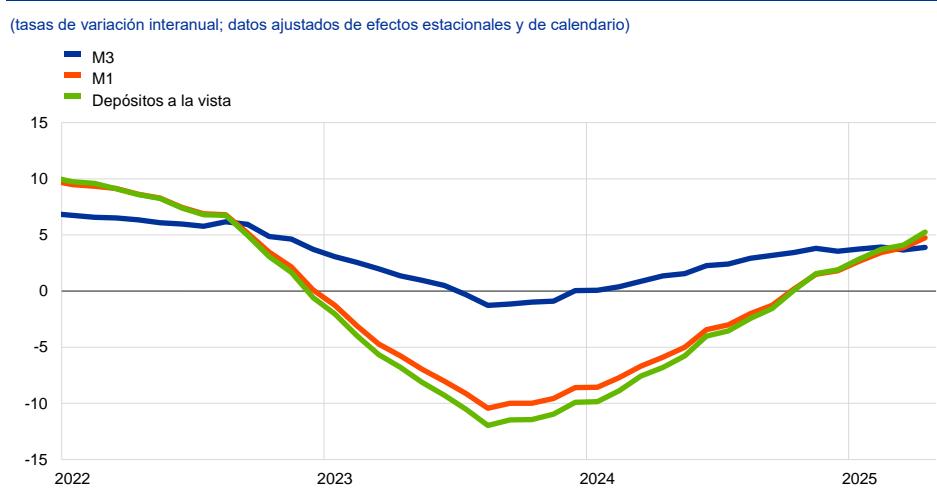
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones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

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) repuntó en abril de 2025, impulsado por los depósitos a la vista y las entradas del exterior, en un contexto de alta incertidumbre (gráfico 23). El crecimiento interanual de M3 aumentó hasta el 3,9 % en abril, frente al 3,7 % en marzo, respaldado por unas entradas mensuales moderadamente elevadas durante el mes. La tasa de avance interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, registró un incremento significativo y se situó en el 4,7 % en abril, frente al 3,9 % observado en marzo. En cuanto a los componentes individuales, el crecimiento de M3 en abril se explica por las entradas de depósitos a la vista y, en menor medida, por las cesiones temporales de las empresas e inversores

¹³ Las simulaciones realizadas utilizando la distribución actual de los préstamos entre hogares indican que, a pesar de los recientes recortes de tipos de interés, una parte significativa del anterior endurecimiento de la política monetaria sigue pendiente de transmisión. Las estimaciones sugieren que hasta el 35 % del impacto total sobre el consumo a través del componente hipotecario del canal de los flujos de caja todavía tiene que materializarse. Para más información, véase el artículo titulado «[The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption](#)» en este Boletín Económico.

institucionales. La tasa de avance interanual de los depósitos a la vista mantenidos por las empresas y los hogares aumentó hasta el 5,3 % en abril, desde el 4,1 % registrado en marzo, debido a la marcada preferencia de los inversores por la liquidez en un entorno de volatilidad e incertidumbre y de bajada de los tipos de interés de los depósitos de ahorro. Este repunte compensó en parte el debilitamiento de los depósitos a plazo, lo que explica la dinámica divergente de M1 y de M3. En lo que respecta a las distintas contrapartidas, la recuperación del crecimiento de M3 estuvo determinada por las entradas netas del exterior. Sin embargo, la cifra de abril estaba sobrevalorada por factores especiales (no relacionados con los anuncios de aranceles en Estados Unidos) que habían impulsado los depósitos de las Administraciones Públicas, si bien es probable que las entradas subyacentes hayan sido más moderadas. Los préstamos bancarios a empresas y a hogares siguieron contribuyendo positivamente a la creación de dinero en abril. Aunque la contracción continuada del balance del Eurosystemo volvió a contribuir negativamente al crecimiento de M3, las significativas compras netas de deuda pública por parte de las entidades de crédito ayudaron a compensar este impacto.

Gráfico 23
M3, M1 y depósitos a la vista



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

6

Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2025, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas, que se situó en el 3,1 % del PIB en 2024, permanecerá sin variación en 2025 y después aumentará sustancialmente hasta el 3,5 % del PIB en 2027. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea solo ligeramente más restrictiva en 2025, se relaje de forma notable en 2026 y posteriormente vuelva a endurecerse, con algo más de intensidad, en 2027. La relajación prevista para 2026 obedece sobre todo al aumento de la inversión y el consumo públicos, en parte relacionado con el incremento del gasto en defensa e infraestructuras, así como a la reducción de la imposición directa. El endurecimiento en 2027 refleja fundamentalmente el supuesto de un descenso del gasto público relacionado con la finalización de las subvenciones concedidas en el marco del programa Next Generation EU (NGEU). Se considera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá una senda ascendente, hasta situarse por encima del 90 % del PIB, en un contexto en el que los persistentes déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda compensan con creces los diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables. Actualmente, once países de la zona del euro han decidido solicitar la activación de la cláusula nacional de salvaguardia del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) para facilitar un mayor gasto en defensa.

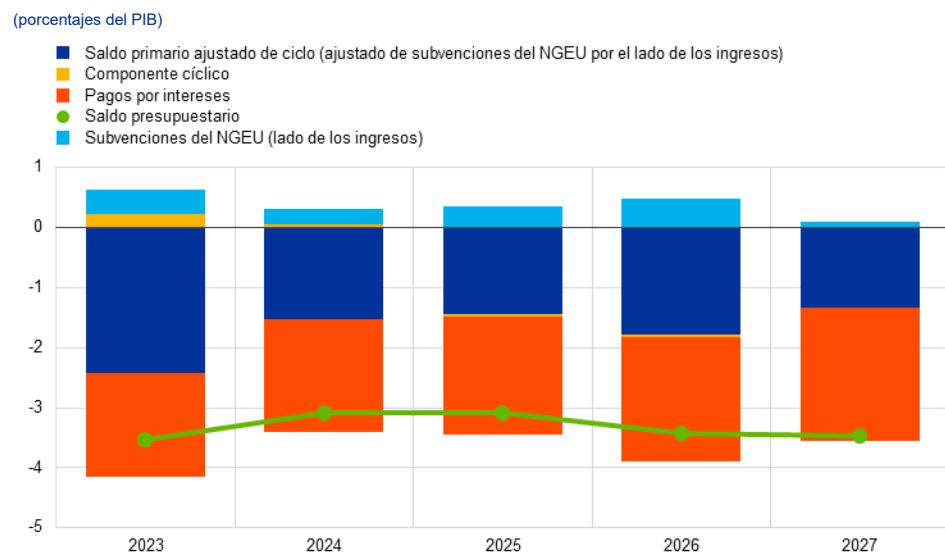
De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2025, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá durante el horizonte de proyección (gráfico 24)¹⁴. Por lo que respecta a la evolución pasada, el déficit presupuestario de la zona del euro descendió desde el 3,5 % del PIB en 2023 hasta el 3,1 % en 2024. Este descenso se debió a la retirada de la mayor parte de las medidas de apoyo fiscal aún vigentes que se adoptaron en respuesta a los precios de la energía y a la inflación. De cara al futuro, se espera que el déficit no experimente cambios en 2025 y que después aumente hasta el 3,4 % del PIB en 2026 y adicionalmente hasta el 3,5 % del PIB en 2027. Esta senda refleja principalmente la evolución prevista de la orientación de la política fiscal —medida por el saldo primario ajustado de ciclo (ajustado por las subvenciones del NGEU)— y, en 2027, la finalización de las subvenciones concedidas en el marco del citado programa, que concluye en 2026¹⁵. Se prevé que el componente cíclico del saldo

¹⁴ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 5 de junio de 2025.

¹⁵ 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.

presupuestario, que refleja la evolución de la brecha de producción, sea básicamente neutral durante el horizonte de proyección.

Gráfico 24
Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2025.

En las proyecciones de junio de 2025, el déficit presupuestario de 2024 resultó ser 0,1 puntos porcentuales inferior al estimado en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, pero se ha revisado al alza durante el horizonte de proyección. Esta sorpresa obedeció principalmente a un aumento de la recaudación por impuestos directos y de las cotizaciones sociales a escala de la zona del euro mayor de lo previsto inicialmente. Pese a esta posición de partida algo más favorable, el saldo presupuestario se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales del PIB en 2026 y en 0,2 puntos porcentuales del PIB en 2027. Esta corrección se debe sobre todo a las medidas de política fiscal adoptadas en Alemania, refrendadas por el acuerdo de coalición y relacionadas con el incremento del gasto en defensa e infraestructuras, en particular en el período 2026-2027. Otros factores que contribuyen al deterioro del saldo presupuestario son la prestación continuada de apoyo de Alemania a Ucrania y las rebajas de los impuestos directos e indirectos, así como, hasta cierto punto, la previsión de aumento del gasto en defensa y del respaldo a Ucrania en otros países de la zona del euro.

Tras experimentar un endurecimiento significativo en 2024, se prevé que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro sea solo ligeramente más restrictiva en 2025, se relaje de forma notable en 2026 y después vuelva a endurecerse, con algo más de intensidad, en 2027. El sustancial endurecimiento —0,9 puntos porcentuales— de la política fiscal en 2024 tuvo su origen principalmente en la retirada de la mayor parte de las medidas de apoyo en respuesta a los precios energéticos y la inflación y en otras medidas de estímulo fiscal implementadas en crisis anteriores. En 2025, las medidas fiscales

discretionales se están traduciendo en un endurecimiento sostenido de la política fiscal, aunque a un ritmo más lento. Esta evolución refleja incrementos de las cotizaciones sociales y los impuestos indirectos que, no obstante, se están viendo compensados en gran parte por el crecimiento continuado del gasto público. A tenor de los recientes anuncios de los Gobiernos, se prevé que la orientación de la política fiscal se relaje en 2026, fundamentalmente debido al aumento de la inversión y el consumo públicos, relacionado en parte con el mayor gasto en defensa e infraestructuras, así como a la reducción de la imposición directa. En 2027, el endurecimiento de dicha orientación refleja sobre todo un descenso del gasto público tras la finalización de la financiación mediante subvenciones del programa NGEU.

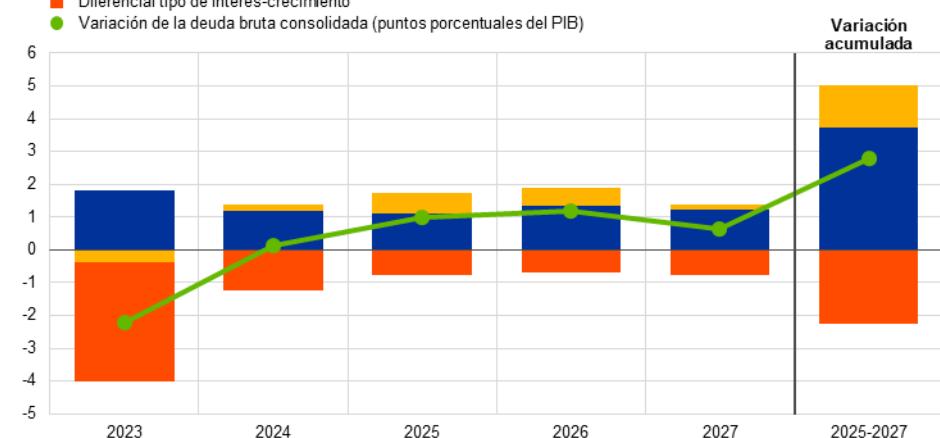
Se considera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá una senda ascendente durante el horizonte de proyección hasta situarse por encima del 90 % del PIB en 2027 (gráfico 25). Durante la pandemia de COVID-19, esta ratio experimentó un aumento significativo y se situó en torno al 97 % del PIB en 2020, pero descendió gradualmente a partir de entonces. Sin embargo, desde 2023 ha seguido una tendencia al alza hasta alcanzar el 87,5 % en 2024. La ratio de deuda en relación con el PIB más baja corresponde a Estonia (23,6 %) y la más alta a Grecia (153,6 %). Se prevé que esta ratio siga aumentando hasta el 90,3 % en 2027, impulsada por los déficits primarios y, en algunos países, por los importantes ajustes entre déficit y deuda.

Gráfico 25

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)

- Saldo primario (-)
- Ajuste déficit-deuda
- Diferencial tipo de interés-crecimiento
- Variación de la deuda bruta consolidada (puntos porcentuales del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2025.

Actualmente, once países de la zona del euro han decidido solicitar la activación de la cláusula nacional de salvaguardia del PEC para financiar el gasto en defensa. La activación de esta cláusula forma parte del plan ReArmar Europa / Preparación 2030, que permite que los Estados miembros de la UE aumenten rápida y significativamente su gasto en defensa hasta un máximo del

1,5 % del PIB durante un período de cuatro años. La activación no debería tener ninguna otra repercusión en los planes fiscales y estructurales de medio plazo de los países para 2025-2028 y se basa en la premisa de que la sostenibilidad fiscal a medio plazo quede salvaguardada¹⁶. Como parte del paquete de primavera del Semestre Europeo de 2025 publicado el 4 de junio, la Comisión Europea recomienda que el Consejo apruebe las solicitudes de activación de la cláusula de salvaguardia presentadas por diez países de la zona del euro (Bélgica, Estonia, Grecia, Croacia, Letonia, Lituania, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia)¹⁷. Los Gobiernos deben garantizar la sostenibilidad de las finanzas públicas en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y priorizar reformas estructurales esenciales e inversiones estratégicas que impulsen el crecimiento.

¹⁶ Véase el artículo titulado «[Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2025.

¹⁷ Las [recomendaciones sobre la activación de la cláusula nacional de salvaguardia](#) pueden consultarse en el sitio web de la Comisión Europea. Aunque el Consejo de la UE y la Comisión Europea han recibido una solicitud de Alemania para activar esta cláusula, este país aún no ha presentado su plan fiscal y estructural de medio plazo. En consecuencia, la Comisión evaluará la solicitud junto con dicho plan cuando lo reciba.