

Liderar  
Defender  
Impulsar  
Promover

■  
**Informe  
Economía**

# **Panorama Económico y Empresarial**

**Recuadro: Valoración de CEOE del Plan de Respuesta y  
Relanzamiento Comercial de 14.100 millones para mitigar  
el impacto de los aranceles de EE. UU.**

Abril 2025  
(fecha de cierre: 21 de abril)

# Sumario

## Economía mundial

- La guerra arancelaria entre Estados Unidos y China se está recrudeciendo notablemente, en un entorno global marcado por una elevada incertidumbre, y donde puede producirse una sensible revisión del sistema de comercio mundial, las cadenas de suministro y la producción.
- Las medidas arancelarias están generando una gran volatilidad en los mercados financieros.
- Los precios de la energía acentúan su senda descendente, ante el riesgo de desaceleración en la economía mundial.

## Economía española

- La economía española no es ajena al escenario de incertidumbre a nivel global, lo que puede afectar a las exportaciones, a los flujos de inversión y a la producción.
- CEOE mantiene un escenario prudente de crecimiento de la economía española en el entorno del 2,5% en 2025.
- La afiliación a la Seguridad Social perdió algo de impulso en marzo, pero el comportamiento del empleo en el primer trimestre ha sido favorable.
- La inflación disminuye hasta el 2,3% en marzo, debido a la desaceleración de la subyacente y al menor incremento de los precios energéticos.
- El sector público español redujo su desequilibrio en 2024 hasta el -2,8% del PIB desde el -3,5% del PIB de 2023, en un contexto donde las reglas fiscales permiten excluir los gastos derivados de catástrofes naturales. Si se tienen en cuenta los gastos asociados a la DANA, el déficit se sitúa en el -3,2% del PIB.

## Actividad empresarial

- En enero se registró una aceleración en la cifra de negocios respecto al mes anterior, mientras que en febrero las grandes empresas aumentaron sus ventas, gracias al impulso de las exportaciones y las ventas nacionales.
- Durante el primer trimestre de 2025, los criterios para conceder préstamos a empresas no cambiaron, aunque se relajaron las condiciones generales de los nuevos créditos y la demanda de préstamos a las empresas creció moderadamente.
- El PMI compuesto sigue mostrando dinamismo, aunque con cierta desaceleración respecto a febrero.
- El empleo en las empresas inscritas en la Seguridad Social creció en marzo respecto a hace un año (2,7%), pero con menor impulso que en febrero.

## Escenario Internacional

### Las medidas arancelarias aumentan la incertidumbre y la volatilidad en los mercados

Las medidas arancelarias de Estados Unidos y las reacciones a las mismas han acaparado la atención económica de las últimas semanas y, sin duda, cabe esperar que continúen haciéndolo en los meses venideros. La guerra arancelaria entre Estados Unidos y China se está recrudeciendo notablemente, en un entorno global marcado por una elevada incertidumbre, donde puede producirse una sensible revisión del sistema de comercio mundial, las cadenas de suministro y la producción.

#### Las medidas arancelarias

El pasado día 2 de abril, la Administración estadounidense anunció aranceles del 10% para prácticamente todos los países, incluso con los que presenta superávit comercial, y también a todos los productos, salvo unas pocas excepciones. Estos aranceles entraron en vigor el 5 de abril. A ellos hay que añadir otros aranceles agravados, a los que denominó “recíprocos”, para una multitud de países, que entraron en vigor el 9 de abril. Estos aranceles “recíprocos” se han calculado como el cociente entre el déficit comercial y las importaciones bilaterales (o el 10% en ausencia de déficit) y se ha aplicado un descuento de aproximadamente la mitad a lo obtenido en el cálculo anterior. Al margen de estas medidas, también permanecen los aranceles del 25% destinados a la importación en Estados Unidos de acero, aluminio y vehículos de motor.

Para los productos de la Unión Europea, se han impuesto aranceles “recíprocos” del 20% de forma conjunta, sin distinción por países. En el caso de Canadá y México, no se les han asignado aranceles adicionales, pero se continúan aplicando los que ya estaban vigentes, del 25%, que se reducen al 10% para los bienes cubiertos por el tratado de comercio entre Estados Unidos-México-Canadá (T-MEC), y del 10%, para productos energéticos de Canadá.

Los aranceles han sido particularmente elevados en el caso de buena parte de las economías asiáticas con las que Estados Unidos tiene fuertes déficits comerciales. Entre ellos, cabe señalar el 46% aplicado a los productos de Vietnam o el 32% para los de Taiwán. Por su parte, los productos de India soportarán un arancel del 27%; los de Corea del Sur, del 25%; y los de Japón, del 24%. En el caso de China, el arancel calculado es del 34%, que se suma al 20% que ya se aplicaba desde el 4 de marzo, por lo que quedó inicialmente en el 54%.

La reacción de la mayoría de los países ha sido buscar una negociación sobre los aranceles impuestos, ofreciendo incluso acuerdos para eliminar por completo todos los aranceles o al menos los de determinados productos. En contraste, China optó por aplicar aranceles del 34% a los productos de Estados Unidos, endurecer las restricciones a las exportaciones de tierras raras e imponer sanciones a una serie de empresas estadounidenses.

Ante la demanda de negociación de la mayoría de las economías afectadas, Estados Unidos estableció una pausa de 90 días en la aplicación de los aranceles "recíprocos", salvo para el caso de China, donde se elevaron hasta el 104%. Las posteriores réplicas y contrarréplicas por parte de ambos países han llevado los aranceles estadounidenses sobre los productos chinos hasta el 145% y los de China a los productos de Estados Unidos, hasta el 125%, lo que reduce sensiblemente las posibilidades de comercio de bienes entre ambos países. Por su parte, otras economías, como la UE, también pausaron los aranceles que habían planteado como respuesta.

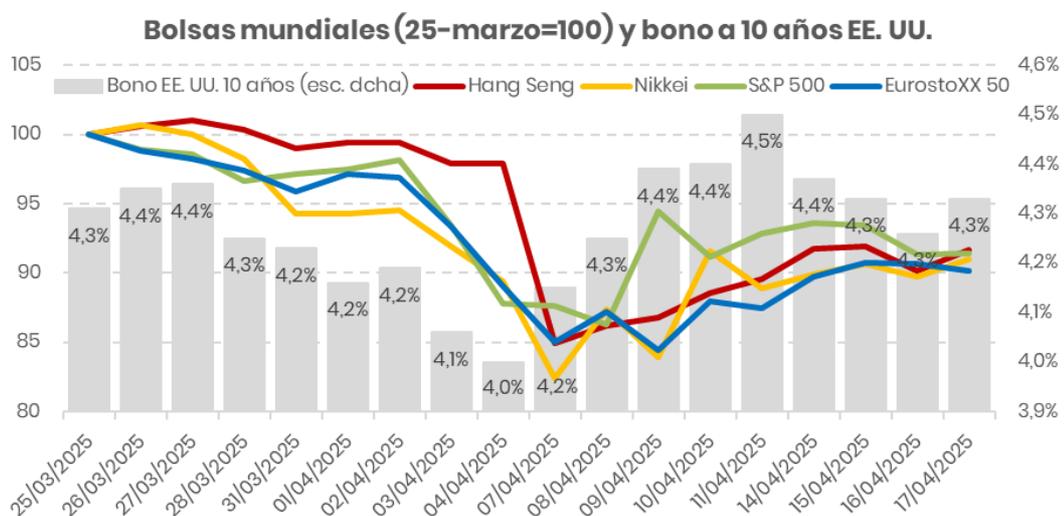
Principales fechas sobre las medidas arancelarias	
20 de enero	Trump es investido presidente. EE. UU.: Anuncia aranceles del 25% a México y Canadá (para el 1 de febrero)
1 de febrero	EE. UU.: Orden ejecutiva con aranceles del 25% a México y Canadá y del 10% a China
3 de febrero	EE. UU.: Se pausan 30 días los aranceles sobre México y Canadá
4 de febrero	EE. UU.: Entran en vigor el 10% de aranceles a los productos chinos
10 de febrero	EE. UU.: Se anuncian aranceles del 25% para el acero y el aluminio (para 12 de marzo)
4 de marzo	EE. UU.: Entran en vigor aranceles del 25% a productos de México y Canadá EE. UU.: Los aranceles a los productos chinos pasan del 10 al 20%
10 de marzo	China: Entran en vigor aranceles de entre el 10% y el 15% a algunos productos de EE. UU.
12 de marzo	EE. UU.: Se activan aranceles del 25% al acero y al aluminio
2 de abril	EE. UU.: Se anuncian aranceles del 10% genéricos y aranceles "recíprocos" En el caso de China los aranceles son del 34% (se añade al 20% existente)= 54%
3 de abril	EE. UU.: Entran en vigor aranceles del 25% para los automóviles
4 de abril	China: se anuncian aranceles del 34% para los productos de EE. UU. (para 10 de abril)
5 de abril	EE. UU.: Entra en vigor el arancel mínimo del 10% para casi todos los países y productos
9 de abril	EE. UU.: Se activan los aranceles "recíprocos" y se pausan durante 90 días Salvo para China que se elevan hasta el 125% UE: Aprueba contramedidas frente a EE. UU. por aranceles al acero (para 15 de abril)
10 de abril	China: Entran en vigor aranceles del 84% a productos de Estados Unidos EE. UU.: Indica que los aranceles a China son del 145%
12 de abril	China: Eleva los aranceles a Estados Unidos hasta el 125% (no habrá más subidas) EE. UU.: Exenciones a productos electrónicos, semiconductores, .... No se aplican ni aranceles genéricos ni "recíprocos" (sí el 20% a los productos chinos)
13 de abril	EE. UU.: Los aranceles a los semiconductores se impondrán en uno o dos meses
14 de abril	UE: Aprueba pausar durante 90 días las contramedidas a Estados Unidos.

Posteriormente, el 11 de abril, Estados Unidos anunció una serie de excepciones arancelarias para teléfonos móviles, microprocesadores, ordenadores y otra serie de productos tecnológicos. Estos bienes están exentos de los aranceles “recíprocos” y también de los aranceles base del 10% y afectan a casi 390.000 millones de dólares en importaciones a Estados Unidos, de las cuales más de 100.000 millones proceden de China. No obstante, el día 13 de abril se ha matizado que estas importaciones procedentes de China soportan un arancel del 20% y que las exenciones serán temporales, ya que en uno o dos meses se generará un nuevo arancel para semiconductores, en el que se incluirán estos productos, sin conocer de momento el tipo que será aplicado.

Situación a 21 de abril de 2025, tras las exenciones:	
EE. UU.	Aranceles del 25% al acero, al aluminio y a los automóviles Arancel del 10% para casi todos los países (no incluye a México, Canadá ni a China) Aranceles del 145% a los productos procedentes de China Aranceles del 25% a productos de México y Canadá no incluidos en el acuerdo T-MEC Exenciones para productos tecnológicos (salvo procedentes de China que van al 20%)
China	Aranceles del 125% para los productos de Estados Unidos

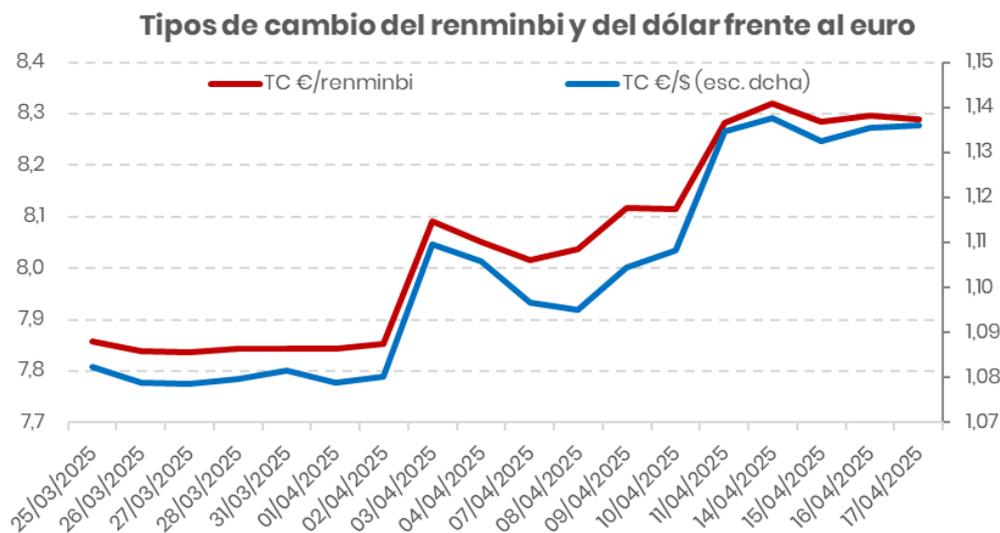
**Reacciones en los mercados**

Tras el anuncio y la posterior entrada en vigor de los aranceles, las bolsas mundiales han respondido con sensibles caídas, superiores al 10% en los principales mercados bursátiles. También ha aumentado la rentabilidad de la deuda en Estados Unidos, donde el bono a 10 años se ha acercado al 4,5%, frente a niveles próximos al 4% de los días previos.



Fuente: Elaboración propia a partir de información de Expansión

En paralelo y como complemento a la tormenta arancelaria, parece estar iniciándose una guerra de divisas entre Estados Unidos y China, con notables caídas del dólar y del renminbi para impulsar sus exportaciones. Estas variaciones de los tipos de cambio tendrán efectos sobre el comercio mundial, a lo que hay que añadir el riesgo de que generen movimientos bruscos de capitales que puedan derivar en tensiones financieras.



Fuente: Elaboración propia a partir de información del Banco Central Europeo

Esta situación de restricciones al comercio, principalmente entre las dos mayores economías del mundo, y sus efectos derivados incidirán negativamente sobre el crecimiento mundial. En este sentido, el FMI ha apuntado que sólo con los aranceles actualmente activos, sin que se reactiven los aranceles “recíprocos”, el PIB mundial podría resentirse en al menos medio punto porcentual, tanto en 2025 como en 2026, llegando al punto porcentual en Estados Unidos. No obstante, la incertidumbre sobre la intensidad de los efectos es muy elevada y estará sujeta a múltiples factores, como las medidas que adopten los países y las decisiones de las empresas y de los consumidores.

**Situación de la coyuntura económica**

Mientras, los índices PMI de marzo, anteriores a las medidas arancelarias de los primeros días de abril, apuntaban a cierta mejoría de la actividad. El índice PMI global compuesto se situó en 52,1 puntos, por encima de los dos meses precedentes, aunque el primer trimestre, en su conjunto, continúa mostrando desaceleración en el crecimiento global. Por sectores, los mejores comportamientos se concentran en los sectores de seguros, también en los financieros y en los de software, mientras que la actividad se resiente especialmente en los sectores del automóvil y en los de metales y minería.

En Estados Unidos, los datos de marzo siguen mostrando un cierto dinamismo. El empleo aumentó en 228.000 personas, un comportamiento sensiblemente mejor que en enero y febrero, aunque la tasa de paro subió una décima, hasta el 4,2%. Por su parte, la inflación se redujo en cuatro décimas, hasta el 2,4%, y la subyacente en tres décimas, hasta el 2,8%, las tasas más bajas desde febrero y marzo de 2021, respectivamente. Esta situación de menor inflación podría haber favorecido la bajada de tipos de interés por parte de la Reserva Federal. Sin embargo, las tensiones arancelarias han elevado las expectativas de inflación para el presente año. A pesar de ello, desde la Fed consideran que el posible aumento de la inflación será transitorio. Mientras, los mercados, ante el miedo a la desaceleración, sitúan entre tres y cuatro los recortes de tipos que pueden darse este año.

En la Eurozona, la inflación también ha bajado en marzo, hasta el 2,2% la general y al 2,4% la subyacente, siendo esta última la menor desde enero de 2022. Mientras, el desempleo sigue a la baja, situándose la tasa de paro en febrero en el 6,1%, la más baja de la serie histórica. En febrero, también mejoraron las ventas al por menor, la producción de servicios y la producción industrial. Por su parte, el BCE continuó reduciendo sus tipos de interés en abril, en 25 puntos básicos, llevando la facilidad de depósito hasta el 2,25%, lo que supone el séptimo recorte desde que inició la senda de bajadas en junio de 2024. Además, desde el BCE han señalado su preocupación por el deterioro de las perspectivas de crecimiento debido al aumento de las tensiones comerciales.

China será, junto con Estados Unidos, la economía más afectada por la guerra arancelaria. En marzo, a pesar de los aranceles del 20% en Estados Unidos, las exportaciones chinas aumentaron muy notablemente, anticipando posibles nuevas tasas. No obstante, a partir de abril, los efectos negativos deberían comenzarse a notar, tanto en el comercio exterior, como en el mercado laboral, si, como es previsible, se reduce la demanda externa. Para paliar estos efectos, China está intentando impulsar lazos comerciales con otros países que le permitan derivar parte de las ventas que dejará de hacer en Estados Unidos.

El precio del petróleo también ha acusado las tensiones en el comercio mundial, incrementando su tendencia a la baja. En marzo, el crudo Brent se situó en 72,7 \$/barril de media, el más bajo desde agosto de 2021. Además, las perspectivas de enfriamiento de la economía mundial, junto a la mayor producción dentro de la OPEP+, han llevado el precio del crudo Brent cerca de los 65 \$/barril a mediados de abril. También el precio del gas TTF presenta una clara tendencia a la baja, dado que Europa puede beneficiarse de la reducción del comercio energético entre Estados Unidos y China. Además, la relajación sobre las reservas de gas por parte de la UE ha llevado el precio por debajo de los 35 €/MWh a mediados de abril, frente a los más de 50 €/MWh del mes de febrero.

## Economía española

Los aranceles y la incertidumbre previsiblemente restarán décimas al crecimiento del PIB, de ahí que CEOE mantenga un escenario prudente

La inestabilidad se ha instalado en la economía mundial por el impacto negativo que pueden tener unos aranceles más altos a nivel global y la elevada incertidumbre en diversas variables económicas, como son la actividad, la inflación, las cadenas de valor y el comercio y la inversión internacional.

España no es ajena a este contexto y, si bien es cierto que la cuota de exportaciones a EE. UU. no es elevada (4,7% del total según la información de Comercio Exterior en 2024), hay algunos sectores más afectados, como pueden ser algunos productos de la industria alimenticia, química o farmacia y también algunos fabricantes de bienes de equipo. Además, hay que tener en cuenta que la economía americana es uno de los principales países inversores en España. De hecho, EE. UU. fue el segundo país emisor de flujos de inversión en nuestra economía, después de Reino Unido, con 6 mil millones de euros en 2024.

CEOE mantiene su escenario de prudencia, con un crecimiento en el entorno del 2,5% en 2025 y del 2% en 2026, hasta que se reduzca, de algún modo, la incertidumbre sobre la situación arancelaria internacional y su impacto en nuestro principal socio comercial, que es Europa, y que está más expuesta al mercado americano. Además, hay que tener en cuenta que la política fiscal expansiva de Alemania y el impulso del sector de defensa en Europa podrían contrarrestar, en cierto grado, el efecto de la guerra arancelaria impulsada por EE. UU. Con todo, el panorama presente va a frenar previsiblemente la inversión y la exportación en general.

En términos de inflación, el impacto a corto plazo puede ser negativo, habida cuenta de la tendencia bajista del precio del petróleo, y su repercusión en el IPC de energía en España, al que hay que sumar el efecto a la baja del IVA de la electricidad los próximos meses. Es previsible que la inflación repunte a final de año, pero en el conjunto del año, la media anual del IPC se situará en el entorno del 2,3%, por debajo de 2024.

En este entorno de inestabilidad, España se encuentra en una situación de ventaja por su alto crecimiento económico, pero también con retos pendientes, como el escaso margen presupuestario (-3,2% sobre PIB de déficit público en 2024 y una deuda pública del 101,8% del PIB), con leves ganancias de productividad, una alta tasa de paro y una fragilidad parlamentaria para aprobar medidas de política económica de calado que hagan frente a esta situación.

## Demanda y actividad

La economía mantuvo un elevado dinamismo en el primer trimestre a pesar del aumento de la incertidumbre

La nueva estimación publicada por el INE para el cuarto trimestre de 2024 viene a confirmar el 0,8% adelantado hace un mes, sin que apenas se observen correcciones con respecto a la estimación avance. A la espera del avance correspondiente al primer trimestre, que se publicará el día 29 de abril, los indicadores disponibles muestran que la economía española habría continuado mostrando un notable dinamismo en estos primeros meses del año.

También se han publicado las Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales (CTNFSI) correspondientes al cuarto trimestre de 2024. En el conjunto del año 2024, la economía española registró una capacidad de financiación de 66.620 millones de euros, un 4,2% del PIB de dicho periodo. Esta cifra fue superior a la del año 2023 (56.169 millones, un 3,7% del PIB). De esta capacidad de financiación, 74.413 millones de euros corresponden a los hogares, 14.240 millones a las sociedades no financieras y 28.154 millones de euros a las instituciones financieras, mientras que las Administraciones Públicas presentaron una necesidad de financiación de 50.187 millones de euros.

La renta disponible bruta de los hogares en 2024 fue un 8,7% superior a la del año anterior, gracias al aumento del 7,7% de la remuneración de los asalariados, del 20,5% de las rentas de la propiedad a cobrar y del 5,9% de las prestaciones sociales. El gasto en consumo final aumentó en menor medida que la renta disponible, un 7,1% con respecto al año anterior, por lo que la tasa de ahorro se elevó hasta el 13,6% de la renta disponible. Estas cifras vienen a confirmar el notable aumento de la renta disponible de los hogares en un contexto de incremento de salarios y favorable evolución del empleo, lo que ha permitido compatibilizar un mayor consumo de las familias con un mantenimiento de la tasa de ahorro en niveles muy elevados. Este es un punto de partida propicio para la evolución del consumo privado a lo largo de 2025, a lo que se unirán unos menores tipos de interés y de inflación.

En lo que respecta a las sociedades no financieras, el excedente bruto de explotación se vio minorado en un -2,4% con respecto a 2023, debido al incremento de la remuneración de los asalariados a pagar (9,1% más que en 2023) y de los impuestos sobre la producción y la importación (71,4%). El ahorro bruto después del impuesto sobre la renta y el patrimonio se redujo en un -6,1% frente al año anterior, aunque todavía fue suficiente para permitir un incremento de la formación bruta de capital del 3,6%, pero a costa de reducir la capacidad de financiación de este

sector en un -52,1%. Estas cifras vienen a confirmar un estrechamiento de los márgenes de las empresas y un limitado avance de la inversión, a pesar de presentar capacidad de financiación.

Los datos relativos al primer trimestre de 2025, en lo que se refiere a expectativas, muestran una agudización de la divergencia entre industria y servicios. El PMI de manufacturas cae por segundo mes consecutivo por debajo del nivel 50, debido al descenso de los pedidos y de los inventarios, ante el aumento de la incertidumbre tras el anuncio de los aranceles. Mientras, el índice PMI de servicios mantiene ritmos elevados, aunque también algo inferiores en el mes de marzo.

Según la Encuesta de Préstamos Bancarios del primer trimestre de 2025, los criterios de concesión de préstamos se mantuvieron sin variaciones, si bien, las condiciones generales aplicadas a los nuevos créditos se habrían relajado en el segmento de financiación a empresas y en el de créditos a hogares para adquisición de vivienda, mientras que en el de préstamos a familias para consumo y otros fines se habrían mantenido sin cambios. No obstante, el crédito nuevo para familias y empresas, lejos de repuntar, muestra una desaceleración en los últimos meses.

Los datos de Balanza de Pagos publicados por el Banco de España para enero de 2025 indican que el superávit de la balanza por cuenta corriente se situó en 1,2 miles de millones, frente a los 4,0 miles de millones de superávit del mismo periodo del año anterior. Este peor resultado se debió al significativo aumento del déficit del saldo de bienes y servicios no turísticos, que no pudo ser compensado por el aumento del superávit de servicios turísticos.

Así, respecto al comercio exterior de bienes, la información de aduanas disponible para enero de 2025 muestra una ligera contracción de las exportaciones, mientras las importaciones se aceleran, en línea con el diferencial de crecimiento entre la economía española y nuestros principales socios comerciales, los países de la Unión Europea. Esta divergencia entre exportaciones e importaciones ha dado lugar a que el déficit comercial casi duplique el registrado en enero de 2024, fundamentalmente debido a un mayor déficit comercial en los bienes no energéticos.

Por otro lado, los últimos datos disponibles respecto al sector turístico muestran cómo la entrada de turistas internacionales continúa aumentando a ritmos muy notables. En los dos primeros meses de 2025 llegaron casi 10,5 millones de turistas internacionales, un 6,9% más que en el mismo periodo de 2024. En 2025, continuando con el proceso de desestacionalización de los últimos años, podrían registrarse incrementos notables en los meses de temporada baja y superarse de nuevo las cifras récord de entrada de turistas.

## Mercado laboral

La afiliación a la Seguridad Social se desacelera en marzo, pero el conjunto del primer trimestre resulta favorable para el mercado laboral

En marzo, la afiliación a la Seguridad Social ralentizó, en cierta medida, su ritmo de crecimiento interanual, a lo que puede haber contribuido la climatología adversa que ha tenido lugar este mes y la celebración más tardía de la Semana Santa este año en comparación con los dos años anteriores. Estos dos elementos se reflejaron en un incremento más moderado de los nuevos cotizantes en las ramas vinculadas al sector turístico. Sin embargo, esto no evita que el conjunto del primer trimestre haya sido favorable para el mercado laboral, con una leve ganancia de dinamismo de la afiliación efectiva corregida de variaciones estacionales frente al cierre del año pasado.

La afiliación a la Seguridad Social aumentó en 161.491 personas en marzo, lo que supone una variación intermensual del 0,8%, tasa inferior al incremento promedio en este mes en los dos últimos años, aunque similar a la registrada en el periodo prepandemia (2014-2019). En términos desestacionalizados, la evolución ha sido significativamente menos favorable que en meses anteriores. Así, según el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, se produjo un aumento de 23.079 personas en la afiliación corregida de variaciones estacionales, el dato más bajo desde julio de 2024. De todas formas, el total de afiliados a la Seguridad Social continúa afianzándose por encima de los 21 millones de personas y se situó en 21.357.646 personas, el máximo histórico en un mes de marzo.

Volviendo a los datos brutos, el incremento de los registros de la Seguridad Social en marzo se ha debido, en gran medida, al impulso del sector privado, que generó 143.265 puestos de trabajo. En cambio, el sector público incorporó 18.226 nuevos trabajadores, por lo que cerca del 90% de los nuevos afiliados encontraron empleo en el sector privado. Por ramas de actividad, destaca el crecimiento en hostelería, con casi 63.500 nuevos afiliados, si bien esta cifra es inferior a la registrada en marzo en los últimos años, debido a las circunstancias anteriormente descritas: la Semana Santa se ha celebrado en 2025 más tarde que otros años y las condiciones meteorológicas han sido desfavorables. Dentro de la rama de hostelería, que incluye las actividades de alojamiento y de restauración, ha sido la actividad de servicios de comidas y bebidas la que ha registrado, en mayor medida, un comportamiento menos favorable en comparación con lo acontecido los años anteriores.

En términos interanuales, el ritmo de crecimiento de la afiliación bajó dos décimas en marzo, hasta el 2,2%, después de que hubiera permanecido en el 2,4% durante cuatro meses consecutivos. En consecuencia, en el conjunto del primer trimestre, la tasa interanual se situó en el 2,3%, una décima menos que en el último trimestre de 2024. En el sector privado, la tasa interanual también se moderó dos décimas en marzo, hasta el 2,1%, mientras que el sector público mostró un leve repunte, hasta el 2,9%.

Por sectores económicos, la evolución de la afiliación está siendo heterogénea en términos interanuales. La construcción mantuvo su tasa de crecimiento en el 2,3% en marzo, aunque ha mostrado una aceleración desde mediados del año pasado. La industria también estabilizó su ritmo de crecimiento, en el 1,6%, si bien en el conjunto del primer trimestre se observa una leve mejora con respecto a la segunda mitad de 2024. En cambio, los servicios son el sector con el crecimiento más elevado, pero continúan ralentizando gradualmente su tasa interanual, hasta el 2,5% en marzo. Por último, la agricultura continúa perdiendo empleo e intensificó en marzo su ritmo de caída, hasta el -1,7%, el peor dato desde septiembre de 2024.

La evolución del paro registrado ha sido menos favorable que la del empleo. En concreto, el paro registrado disminuyó en marzo en 13.311 personas, una caída muy inferior a lo que suele ser habitual en este mes, tanto en los últimos años, como en el periodo prepandemia. Además, en términos desestacionalizados, el desempleo aumentó en 983 personas, lo que supone el primer incremento desde marzo de 2024. Por su parte, los demandantes de empleo ocupados o con relación laboral, donde se incluyen los trabajadores fijos discontinuos en situación de inactividad, disminuyeron en 47.527 personas en marzo, de forma menos notable que en 2023 y 2024, aunque de nuevo aquí hay que tener en cuenta el diferente calendario de la Semana Santa entre este año y los dos ejercicios anteriores.

El número de trabajadores en ERTE continúa descendiendo, hasta situarse en 14.664 personas en promedio en marzo, tras haber alcanzado casi 30.000 personas en noviembre, como consecuencia de la DANA que afectó a varias provincias y, con especial intensidad, a Valencia.

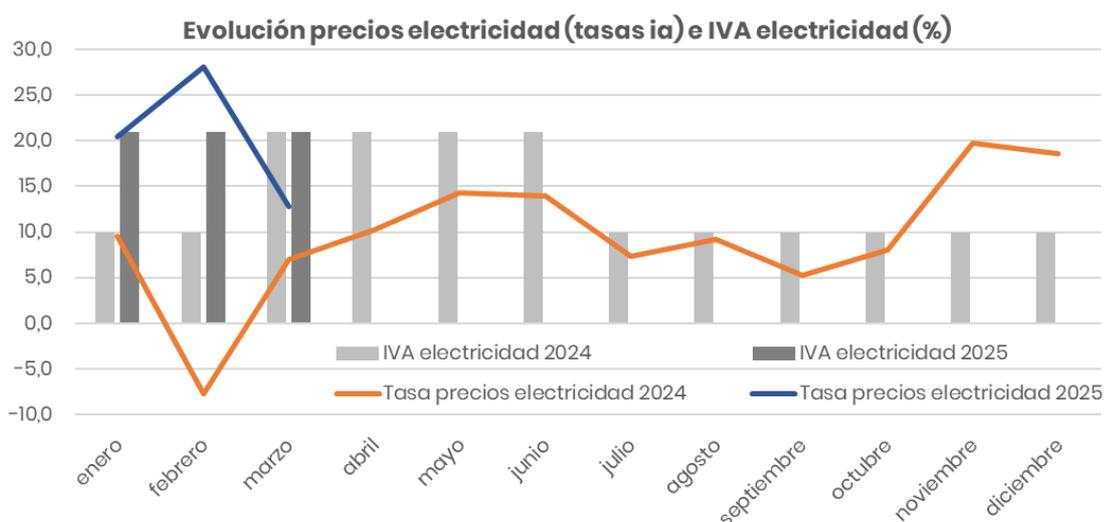
A falta de conocer los resultados de la Encuesta de Población Activa (EPA), que serán publicados el próximo 28 de abril, todo apunta a que el empleo ha tenido un comportamiento favorable en el primer trimestre. Según estimaciones de CEOE, la afiliación efectiva (descontando ERTE) corregida de efectos estacionales aumentó un 0,6% intertrimestral en el primer trimestre, frente al 0,5% registrado en el cuarto trimestre de 2024.

## Inflación

La inflación disminuye hasta el 2,3% en marzo debido a la desaceleración de la subyacente y al menor incremento de los precios energéticos

La inflación se desaceleró significativamente en marzo, hasta el 2,3%, siete décimas menos que el mes anterior. Por su parte, la inflación subyacente moderó dos décimas, hasta el 2,0%. De este modo, se reduce el diferencial entre la inflación general y la subyacente, que venían mostrando una dinámica muy diferente en los últimos meses.

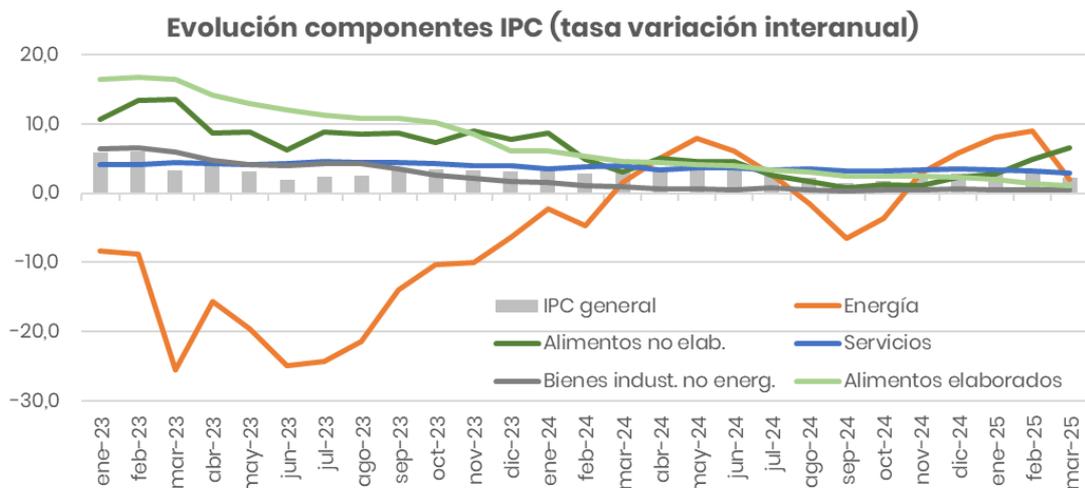
La mayor parte de este descenso de la inflación se debe a la contención en la tasa de variación de los productos energéticos (2,0%, frente al 9,0% del mes anterior). A su vez, este menor incremento obedece, en parte, a que se anula el efecto escalón de la recuperación del IVA habitual en la electricidad, ya que desde el 1 de marzo de 2024 y hasta el 1 de julio de 2024, la electricidad mantuvo un IVA del 21%, frente al 10% de los meses anteriores, al no cumplirse los requisitos de precios para aplicar la reducción del impuesto. Así, la electricidad presenta un incremento de sus precios del 12,8%, frente al 28,1% del mes anterior, mientras que carburantes y combustibles presentan caídas de precios (-6,5%), en línea con la evolución del precio del petróleo.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

La desaceleración de la inflación subyacente en marzo se ha debido, fundamentalmente, a la menor tasa de incremento de los precios de los servicios,

que moderan su tasa de variación hasta el 3,0%. No obstante, continúan siendo el componente con un mayor aumento de precios dentro de la subyacente, ya que el resto mantienen tasas moderadas de crecimiento. Así, los Alimentos con elaboración, bebidas y tabaco, reducen en 1,3 puntos su variación, hasta el 1,0%. Por su parte, los precios de los Bienes industriales sin productos energéticos mantienen su tasa de variación en el 0,5%.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística.

Sin embargo, los precios de los alimentos sin elaboración registran una aceleración y elevan su tasa interanual en 1,5 puntos porcentuales, hasta situarse en el 6,5% (a impuestos constantes su variación habría sido del 4,8%).

En la Unión Monetaria, la inflación ha mostrado una desaceleración de una décima, hasta el 2,2%, mientras que en España el IPCA de marzo descendió siete décimas, hasta el 2,2%, por lo que se anuló el diferencial positivo que venía registrando el IPC español en los últimos cuatro meses.

Las previsiones en 2025 apuntan a que la inflación mantendrá tasas moderadas estos próximos meses, y sufrirá un aumento desde el mes de julio, debido al efecto base que suponen los cambios en el IVA de la electricidad que se dieron el año pasado. En cualquier caso, puede verse condicionada adicionalmente, entre otros factores, por la evolución de los precios de las materias primas en los mercados internacionales, que están sometidos a una elevada incertidumbre.

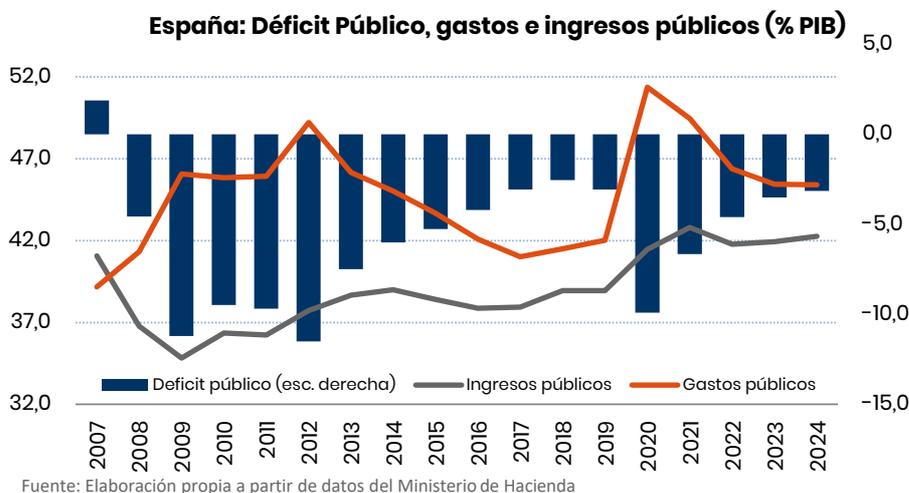
## Sector Público

El déficit público en 2024 cerró en el -3,2% del PIB, que se reduce al -2,8% del PIB si se deduce el gasto por la DANA

El sector público español redujo su desequilibrio presupuestario hasta el -2,8% del PIB en 2024 desde el -3,5% del PIB de 2023, en un contexto donde las reglas fiscales permiten excluir los gastos derivados de catástrofes naturales. Si se tiene en cuenta los gastos asociados para paliar los daños provocados por la DANA (5.590 millones de euros de gasto que asumió el Estado), el déficit del conjunto de las AAPP se situó en el -3,2% del PIB. También hay que señalar que el saldo primario continuó anotando un resultado negativo en 2024 (-0,7% del PIB, frente al -1,1% del PIB de 2023).

Teniendo en cuenta el resultado del -3,2% del PIB, el ajuste viene explicado por el buen comportamiento de los ingresos, que se han incrementado por encima del PIB nominal, ganando peso en 2024 hasta el 42,3% del PIB, siendo el segundo registro más alto de la serie histórica después de los máximos de 2021 y superando en 3,3 puntos el de 2019. Dentro de los recursos, cabe destacar el aumento en más de 2 puntos de la recaudación de los impuestos sobre la renta y luego las cotizaciones sociales que pagan los empresarios (0,6 puntos más que en 2019).

Por otro lado, los gastos permanecen anclados en el 45,4% del PIB por segundo año consecutivo, superando en 3,5 puntos los niveles prepandemia. En el desglose por empleos, sobresale la partida de las prestaciones sociales distintas de las transferencias sociales en especie, que ha ganado un peso en el PIB de 1,2 puntos, y también los empleos de capital, que han aumentado 1,3 puntos del PIB. Dentro de estos últimos, la inversión pública se encuentra en el 2,7% del PIB, superando los niveles de 2019, pero lejos de los máximos históricos (5,2% del PIB).



**Valoración de CEOE del Plan de Respuesta y Relanzamiento Comercial de 14.100 millones para mitigar el impacto de los aranceles de EE. UU.**

**Medidas**

- El Gobierno anunció un paquete de medidas para contrarrestar los efectos negativos que supondrán los aranceles que el Gobierno estadounidense impuso el pasado 2 de abril de 2025. **Este Plan de Respuesta y Relanzamiento Comercial asciende a 14.100 millones de euros.** El desglose por tipos de medidas anunciado por el Gobierno es el siguiente:

Millones de euros	Medida
5.000	Plan de Recuperación
2.000	Seguros de crédito y coberturas de riesgo a la exportación
500	Internacionalización de las pequeñas y medianas empresas
6.000	Líneas de avales y de financiación intermedia del ICO
200	Fondo de apoyo a la inversión industrial productiva
400	Plan MOVES
<b>14.100</b>	<b>TOTAL</b>

- **En el Consejo de Ministros del 8 de abril se aprobó el real decreto-ley para la activación de los primeros 7.720 millones de euros de este plan:**
  - Se activan 5.000 millones de la línea de avales ICO para atender las necesidades de liquidez y apoyar los posibles procesos de reconversión industrial a empresas con una exposición significativa a EE. UU.
  - Se refuerza el Fondo para la Internacionalización de la empresa con 720 millones de euros (220 millones más del plan inicial anunciado).
  - Se activan 2.000 millones para apoyar a las exportaciones a través del CESCE y del sistema "CARI" (seguro de tipo de interés).
  - También incluye la extensión de la moratoria contable hasta finales de 2025 para aquellas empresas que tuvieran pérdidas en 2020 y 2021 y tienen todavía una recuperación más retardada.
- **En el Consejo de Ministros del 15 de abril se aprobó la activación del primer tramo de la línea de avales del ICO por 1.000 millones de euros.** Está dirigido a aquellas empresas cuyo volumen de exportaciones e importaciones a EE. UU. sea superior al 5% del total. Esta línea se articula en dos modalidades:
  - 750 millones destinados a cubrir las necesidades de liquidez. El aval podrá cubrir hasta el 80% del préstamo que haya concedido una entidad financiera. Los préstamos se podrán solicitar hasta el 30 de junio de 2026, tendrán un plazo de amortización de cinco años y uno de carencia.
  - 250 millones para incentivar la reconversión o la transformación de las empresas exportadoras, que podrán financiar el 80% del valor de la inversión y hasta el 100% del capital circulante asociado al proyecto. Dentro de este grupo, las entidades financieras colaboradoras asumirán las operaciones de menos

de un millón de euros y las que superen este umbral serán cofinanciadas por el ICO. En este caso, el aval podrá cubrir hasta el 80% y el plazo de amortización podría alcanzar los 10 años, con tres ejercicios de carencia.

#### Valoración

- **Desde CEOE, se valora positivamente que se ponga en marcha este plan para ayudar a las empresas españolas de los sectores más afectados por los aranceles americanos.** No obstante:
  - Sería deseable que estas medidas fueran más directas y, por lo tanto, más efectivas, como pudieran ser las ayudas directas o reducciones de impuestos y cotizaciones.
  - También sería oportuno avanzar en la reducción de cargas administrativas y, en general, del marco regulatorio para facilitar la actividad empresarial. Puede ser un buen momento para acelerar la implementación del “Régimen 20”.
- **Otro aspecto positivo es que el Gobierno facilitará que las empresas afectadas se acojan al mecanismo RED** (similar a los ERTE), una medida de flexibilidad en materia laboral que podría favorecer la no destrucción de empleo de los sectores más afectados.
- **La mayor parte de los importes comunicados se corresponde con instrumentos ya existentes y, en su gran mayoría, son préstamos que las empresas deberán devolver o avales o seguros que no tienen necesariamente que ejecutarse. De este modo,** el desembolso real podría ser reducido y habrá que ver las condiciones en las que se realizarán y la burocracia que conllevan. Hay que recordar que, si bien estos créditos pueden tener unas mejores condiciones, se canalizan a través del sector financiero y hay que devolverlos. Asimismo, el grado de incertidumbre es tan elevado que va a condicionar la demanda y oferta de estos créditos.
- **La asignación de 200 millones para inversión industrial no tiene efecto a corto plazo, sino a largo plazo, al igual que las medidas de recanalización de los fondos europeos** (5.000 millones) **para, según el Gobierno, transformar y modernizar el tejido productivo.** En primer lugar, hay que ver si esta reasignación tiene que contar con el visto bueno de la Comisión Europea. Además, en un momento de incertidumbre como el actual, es muy complicado pensar que una empresa o una industria de un sector afectado puede reorientar su capacidad productiva.
- En cambio, **puede ser más factible a corto y medio plazo reorientar la exportación, buscando nuevos mercados de destino.** Así que todas las medidas para apoyar la exportación pueden ser positivas, sobre todo, si van dirigidas a empresas de menor tamaño. También puede ser favorable incrementar las relaciones bilaterales con otros países de América Latina o Asia, así como mejorar el funcionamiento del mercado interior en Europa, eliminando todas las trabas que todavía existen.

## Actividad empresarial

- Las ventas han tenido un comportamiento positivo al inicio de 2025: la cifra de negocios en enero se aceleró respecto al mes precedente y las ventas de las grandes empresas se incrementaron en febrero en términos interanuales, impulsadas tanto por el crecimiento de las exportaciones como de las ventas nacionales.
- Los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España revelan que, en el primer trimestre de 2025, los criterios de concesión de préstamos a las empresas se mantuvieron sin variaciones, las condiciones generales aplicadas a los nuevos créditos a empresas se relajaron y la demanda de préstamos a empresas aumentó de manera moderada.
- Los indicadores de confianza empresarial continúan mostrando dinamismo: el PMI compuesto de España permaneció en terreno expansivo por decimosexto mes consecutivo. No obstante, se observa una desaceleración en comparación con febrero.
- En marzo, el dinamismo empresarial mantiene la tónica de los últimos meses: el número de empresas inscritas en la Seguridad Social se ha vuelto a situar por debajo de los niveles previos a la pandemia y las empresas más pequeñas siguen sin recuperar los niveles registrados en marzo de 2019.

### Facturación y ventas

Según el INE, el **Índice General de Cifra de Negocios Empresarial (corregido de efectos estacionales y de calendario)** presentó en enero una **variación del 5,3% respecto al mismo mes de 2024**. Esto supone una aceleración notable frente al 3,7% registrado en diciembre. Los índices corregidos de efectos estacionales y de calendario presentaron tasas de variación anual positivas en todos los sectores analizados. Cabe destacar el aumento de Suministro de energía eléctrica y agua, saneamiento y gestión de residuos (19%).

**Las Ventas Totales de las Grandes Empresas, deflactadas y corregidas de variaciones estacionales y de calendario** crecieron un **5,1% en febrero en comparación con el mismo mes de 2024**. Este aumento obedece tanto a la mayor intensidad que muestran las ventas interiores, como al mayor dinamismo de las exportaciones. Las ventas interiores aumentaron un 5,5% en febrero, lo que representa un punto y medio más que en enero y las exportaciones anotaron un 4%, más de un punto por encima del dato de enero (2,8%).

## Costes laborales

**La Estadística de Convenios Colectivos del Ministerio de Trabajo y Economía Social, a 31 de marzo, ha registrado 2.312 convenios con efectos económicos conocidos y registrados para 2025, que dan cobertura a 741.750 empresas y 7.062.468 personas.** La variación salarial pactada en las negociaciones que despliegan efectos económicos en 2025, registradas hasta 31 de marzo, se sitúa en el 3,29% (2,91% en el mismo mes de 2024). Por sectores de actividad, y teniendo en cuenta la provisionalidad de los datos y los posibles efectos estadísticos, Servicios registran la mayor variación salarial (3,51%), seguidos por la Construcción (3,13%), la Industria (2,86%) y el Sector Agrario (2,10%).

## Condiciones y costes de financiación

**En febrero, los tipos de interés aplicados a los nuevos préstamos a empresas han estado oscilando entre el 3,6% y el 4,1%.** Las nuevas operaciones de crédito empresarial han aumentado en los tramos de nuevas operaciones de entre 250.000 y 1 millón de euros (1,5%) y en las nuevas operaciones de más de 1 millón de euros (8,8%). Las operaciones de hasta 250.000 euros han vuelto a experimentar un leve descenso (-0,2%).

**Los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios del Banco de España revelan que, en el primer trimestre de 2025, los criterios de concesión de préstamos a las empresas se mantuvieron sin variaciones.** Esta estabilidad coincidió con las previsiones que las entidades financieras habían anticipado tres meses antes. Por otro lado, **las condiciones generales aplicadas a los nuevos créditos a empresas se relajaron.** De cara al segundo trimestre de 2025, las entidades financieras encuestadas prevén que los criterios de concesión de préstamos para las empresas se mantendrán sin cambios. **La demanda de préstamos a empresas aumentó de manera moderada, impulsada por el nivel más reducido de los tipos de interés, las mayores necesidades para financiar inversiones en activos fijos y el menor uso de financiación interna.**

## Confianza empresarial

**El PMI compuesto español volvió a situarse en terreno expansivo en marzo por decimosexto mes consecutivo, anotando 54 puntos y moderando ligeramente el ritmo de crecimiento con respecto a febrero (55,1).** Esta evolución es resultado de un menor ritmo de la actividad del sector servicios, que mitigó la señal expansiva (54,7 frente a 56,2 en febrero). Por su parte, el PMI de manufacturas volvió a situarse en terreno contractivo por segundo mes consecutivo (49,5 frente a 49,7 el mes anterior). No obstante, España sigue siendo la mayor economía de la zona euro con el resultado más favorable.

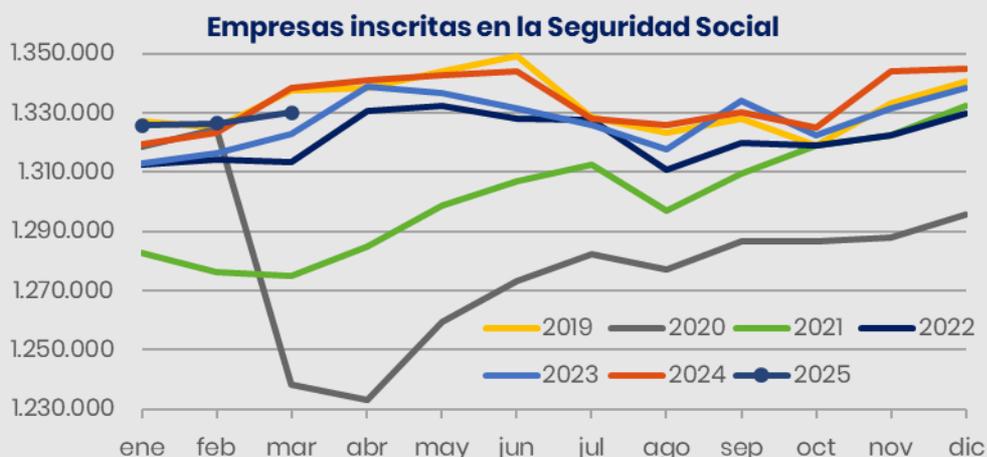
**En el segundo trimestre de 2025, la Confianza Empresarial experimenta un leve incremento del 0,1% en comparación con el primer trimestre.** Cuatro de los cinco sectores analizados muestran una mejora en sus niveles de confianza. El sector de Transporte y Hostelería destaca con el mayor repunte, alcanzando un 1,6%. En contraste, el único descenso se da en el sector de Otros Servicios, con una caída del 1,1%. Además, el 22,8% de las empresas anticipa un periodo favorable, mientras que un 11,6% mantiene expectativas negativas sobre la evolución de su negocio.

**El Indicador de Sentimiento Económico de la Comisión Europea muestra un avance moderado y sigue posicionándose en niveles favorables en comparación con la media histórica.** En marzo, alcanzó los 103,4 puntos, frente a los 102,3 puntos de febrero.

### Dinamismo empresarial

**En marzo, la Seguridad Social registró 7.540 empresas menos que en el mismo mes de 2019, lo que supone un descenso del -0,6%.** Por tamaño, las empresas más pequeñas, de 1 a 2 trabajadores (que representan el 52% del total de empresas inscritas), aún no alcanzan los niveles previos a la pandemia. Por sectores, el número de empresas inscritas vuelven a situarse en niveles inferiores a los de prepandemia en agricultura, industria y servicios. De esta manera, la construcción es el único sector que ha logrado recuperar su posición anterior.

**El empleo en las empresas inscritas en la Seguridad Social aumentó un 2,7% en marzo respecto a hace un año, lo que supone un menor impulso frente a febrero (3,6%).** Además, la creación de empleo se concentra principalmente en las empresas con más de 250 empleados, que en marzo experimentaron un incremento interanual del 4,5%. En cambio, en las empresas más pequeñas (de 1 a 9 trabajadores), el empleo anotó una disminución de -0,5% en tasa interanual.



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Trabajo y Economía Social

**Principales indicadores empresariales**

(actualización: abril 2025)

Indicador	2021	2022	2023	2024	Penúltimo dato	Último dato	Período último dato
<b>Facturación y ventas</b>							
	Tasa de variación anual				Tasa de variación interanual		
Índice de cifra de negocios empresarial corregido de efectos estacionales y de calendario	17,7	23,4	-2,2	0,3	2,9	5,3	ene-25
Ventas en grandes empresas	6,1	5,8	1,5	2,0	3,5	5,1	feb-25
<b>Costes laborales</b>							
	Tasa de variación anual				T. de variación interanual		
Coste laboral total por trabajador	5,9	4,2	5,5	4,0	4,4	3,6	IV T 24
<b>Dinamismo empresarial</b>							
	Nivel medio anual				Nivel mensual		
Empresas inscritas en la Seguridad Social	1.301.461	1.321.657	1.327.404	1.333.914	1.326.486	1.330.155	mar-25
<b>Condiciones y costes de financiación</b>							
	Nivel medio anual				Nivel mensual		
Tipo de interés medio ponderado créditos hasta 250 mil euros	1,9	2,3	4,8	4,9	4,0	4,1	feb-25
Tipo de interés medio ponderado créditos entre 250 mil y 1 millón de euros	1,5	2,0	4,6	4,6	3,7	3,6	feb-25
Tipo de interés medio ponderado créditos de más de 1 millón de euros	1,3	1,7	4,5	4,6	3,7	3,8	feb-25
	Tasa de variación anual				T. de variación interanual		
Nuevas operaciones de crédito empresarial hasta 250 mil euros	-5,9	15,7	12,8	16,6	-0,2	-0,2	feb-25
Nuevas operaciones de crédito empresarial entre 250 mil y 1 millón de euros	-28,9	8,9	9,0	13,7	9,9	1,5	feb-25
Nuevas operaciones de crédito empresarial de más de 1 millón de euros	-19,6	25,7	-17,6	16,0	24,3	8,8	feb-25
<b>Confianza empresarial</b>							
	Nivel medio anual				Nivel mensual o trimestral		
Indicador de sentimiento económico	105,2	101,2	100,5	103,0	102,3	103,4	mar-25
Índice de confianza empresarial armonizado Total Nacional	120,8	126,8	132,7	136,1	137,0	137,1	II T 25
PMI compuesto	55,3	51,8	52,5	54,8	55,1	54,0	mar-25
PMI manufacturas	57,0	51,0	48,0	52,2	49,7	49,5	mar-25
PMI servicios	55,0	52,5	53,6	55,3	56,2	54,7	mar-25
<b>Mercados bursátiles</b>							
	Nivel medio anual				Nivel mensual		
Índice IBEX 35	8.645,2	8.252,5	9.441,5	11.127,2	13.347,3	13.135,4	mar-25

Fuente: INE, Banco de España, Eurostat, Ministerio de Trabajo y Economía Social, Agencia Tributaria, Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, Bolsa de Madrid.

# Previsiones

Previsiones económicas para España								
(actualización abril 2025)								
Tasa de variación anual, salvo indicación en contrario								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>PIB</b>	2,0	-10,9	6,7	6,2	2,7	3,2	2,5	2,0
<i>Gasto en consumo privado</i>	1,0	-12,2	7,2	4,9	1,7	2,8	2,7	1,8
<i>Gasto en consumo público</i>	2,2	3,5	3,6	0,6	5,2	4,9	1,5	1,1
<b>Formación Bruta de Capital Fijo</b>	4,9	-8,9	2,6	3,3	2,1	2,3	3,7	2,2
<i>-Activos fijos materiales</i>	5,8	-10,2	1,4	2,2	2,4	2,5	4,2	2,2
<i>Construcción</i>	8,4	-8,4	0,5	2,2	3,0	2,6	4,0	2,1
<i>Bienes de equipo y act. Cultivados</i>	2,0	-13,0	2,9	2,4	1,3	2,4	4,6	2,4
<i>-Activos fijos inmateriales</i>	0,4	-2,7	8,4	7,7	1,0	1,2	1,3	2,4
<i>Demanda interna (*)</i>	1,6	-8,8	7,0	3,9	1,7	2,9	2,6	1,8
<i>Exportaciones</i>	2,3	-20,1	13,4	14,3	2,8	2,9	3,0	3,5
<i>Importaciones</i>	1,3	-15,1	15,0	7,7	0,3	2,0	3,2	3,0
<i>Demanda externa (*)</i>	0,4	-2,2	-0,4	2,3	1,0	0,3	-0,1	0,2
<b>PIB corriente</b>	3,4	-9,9	9,4	11,2	9,1	6,3	4,9	4,0
<b>Deflactor del PIB</b>	1,5	1,0	2,7	5,0	6,4	3,0	2,4	2,0
<b>IPC (media anual)</b>	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,5	2,8	2,4	1,9
<b>IPC (dic/dic)</b>	0,8	-0,5	6,5	5,7	3,1	2,8	2,2	2,1
<b>IPC subyacente (media anual)</b>	0,9	0,7	0,8	5,2	6,0	2,9	2,2	2,1
<b>Empleo (CNTR) (**)</b>	3,1	-7,1	7,3	4,1	3,2	2,4	2,2	1,7
<b>Empleo (EPA)</b>	2,3	-2,9	3,3	3,6	3,1	2,2	2,1	1,7
<b>Tasa de Paro (EPA) (% población Activa)</b>	14,1	15,5	14,9	13,0	12,2	11,3	10,5	10,0
<b>Productividad</b>	-1,1	-4,2	-0,5	2,0	-0,5	0,8	0,4	0,3
<b>Remuneración por asalariado</b>	3,0	3,2	0,7	3,9	5,6	4,8	3,2	2,7
<b>Coste laboral unitario (CLU)</b>	4,1	7,7	1,2	1,9	6,1	3,9	2,8	2,4
<b>Balanza por Cuenta corriente (% PIB)</b>	2,1	0,8	0,8	0,4	2,7	3,0	2,6	2,2
<b>Déficit público (% PIB) (1)</b>	-3,1	-9,9	-6,7	-4,6	-3,5	-3,2	-2,8	-2,7
<b>Tipos de interés EE.UU. (dic)</b>	1,75	0,25	0,25	4,50	5,50	4,50	4,25	3,50
<b>Tipos de interés Eurozona (dic)(***)</b>	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	1,50
<b>Petróleo Brent (\$)</b>	72,9	97,2	61,7	79,8	112,2	112,4	109,6	99,4

Fuente: CEOE, INE, Banco de España, Eurostat

(\*) Aportación al crecimiento

(\*\*) Puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo.

(\*\*\*) Este tipo de interés se refiere al tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito, que es la nueva referencia que ha adoptado el BCE como guía para la orientación de la política monetaria.

(1) Déficit público en 2024 teniendo en cuenta los gastos asociados a la DANA