

Boletín Económico

Número 2/2025

Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	9
2 Actividad económica	16
3 Precios y costes	23
4 Evolución de los mercados financieros	30
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	36
6 Evolución de las finanzas públicas	42
Recuadros	46
1 ¿Por qué la inversión empresarial en la zona del euro va a la zaga de la de Estados Unidos?	46
2 ¿Han perdido las exportaciones de la zona del euro el tren de la tecnología?	52
3 La demanda creciente de energía de la inteligencia artificial y su impacto en los precios de las materias primas	59
4 El uso de los <i>earnings calls</i> de las empresas para prever la demanda de trabajo de la zona del euro	63
5 Evolución del alquiler en la zona del euro: información procedente de la encuesta CES	67
6 Análisis de la evolución relativa de la inflación de los bienes y de los servicios	75
7 Visión de las entidades de crédito y de las empresas sobre las condiciones de crédito en la zona del euro: un análisis comparativo basado en las encuestas del BCE	80
8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 23 de octubre de 2024 y el 4 de febrero de 2025	85
Artículo	91
1 Evolución del ciclo reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro	91
Estadísticas	94

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

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

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

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

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

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

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

Actividad económica

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

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

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

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

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

Inflación

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

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

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

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

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

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

Evaluación de riesgos

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

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

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

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

Decisiones de política monetaria

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

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

Conclusión

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

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

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

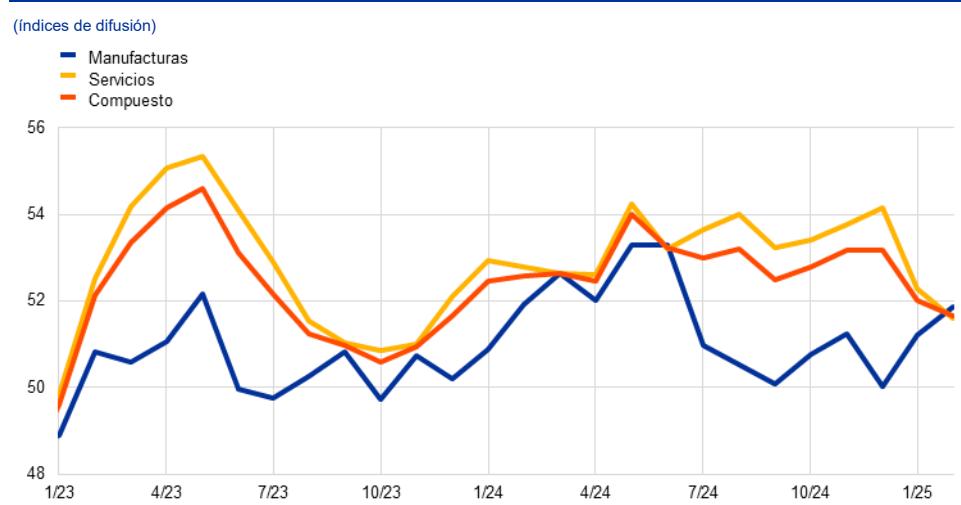
Entorno exterior

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

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

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

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

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

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

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

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

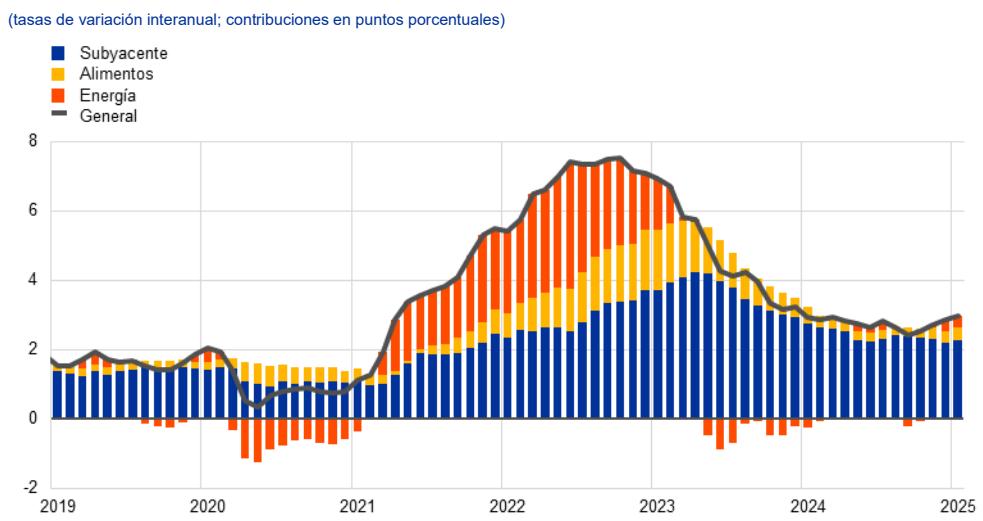
La actual escalada de las tensiones comerciales plantea riesgos para el buen funcionamiento de las redes comerciales existentes. Las perspectivas de comercio se ven ensombrecidas por la incertidumbre, dado que el proteccionismo podría obstaculizar notablemente los flujos transfronterizos. Los aranceles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

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

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

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

Gráfico 2
Inflación medida por el IPC en la OCDE



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2

Actividad económica

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

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

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

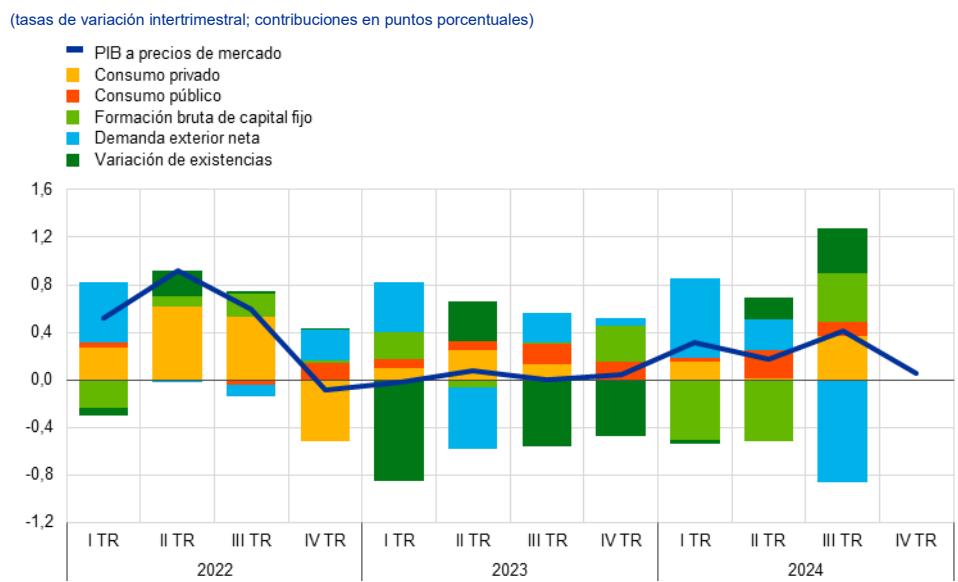
⁶ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 6 de marzo de 2025.

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

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

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

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

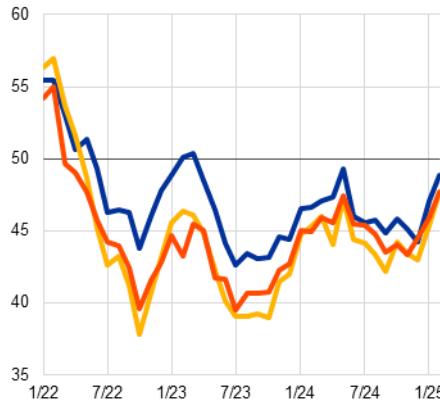
Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía

a) Manufacturas

(Índices de difusión)

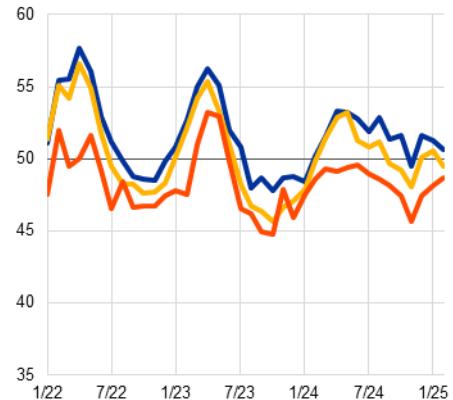
- Producción
- Nuevos pedidos
- Nuevos pedidos exteriores



b) Servicios

(Índices de difusión)

- Actividad
- Nuevos pedidos
- Nuevos pedidos exteriores



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

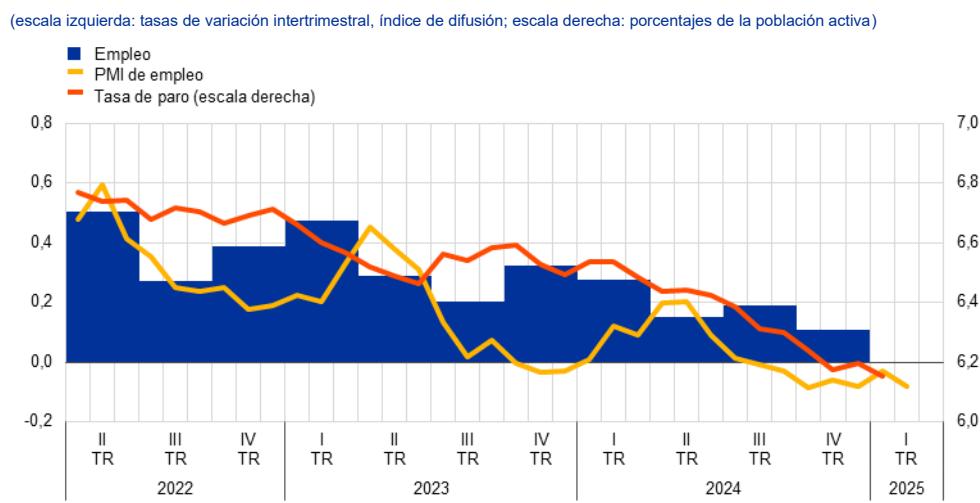
Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

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

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

Gráfico 5

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



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

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

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a que el empleo se ha mantenido estable en el primer trimestre de 2025. El PMI mensual compuesto de empleo disminuyó desde 49,7 en enero hasta un valor de 49,3 en febrero, lo que sugiere que, en el primer trimestre, probablemente el empleo apenas haya variado con respecto al cuarto trimestre de 2024. El PMI de empleo de los servicios descendió desde 50,9 en enero hasta 50,8 en febrero, mientras que los PMI correspondientes a las manufacturas y la construcción permanecieron en terreno contractivo.

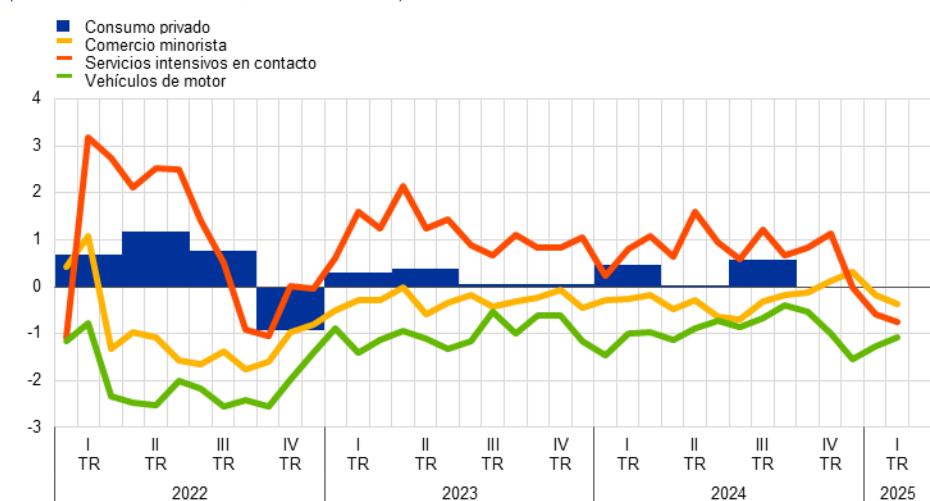
Es probable que el crecimiento del consumo privado se moderara en el cuarto trimestre de 2024. Tras aumentar un 0,7 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre (gráfico 6), parece que el avance del consumo privado se moderó en el cuarto trimestre de 2024, debido también a la desaparición de algunos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

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

Gráfico 6

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

(tasas de variación intertrimestral; saldos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

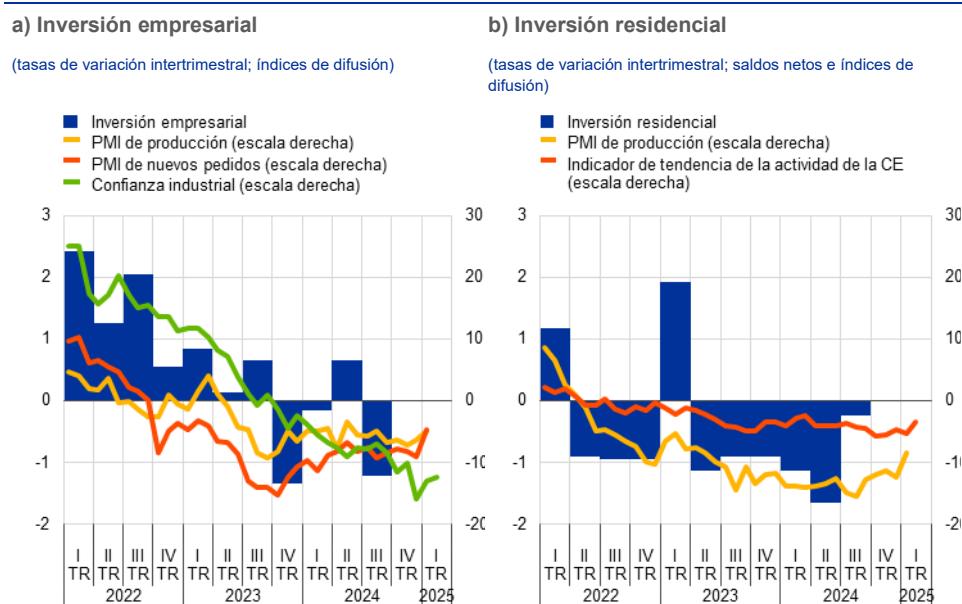
Notas: Las expectativas empresariales sobre el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor), la demanda esperada de servicios intensivos en contacto y las ventas previstas de vehículos de motor se refieren a los tres meses siguientes; «servicios intensivos en contacto» alude a servicios de alojamiento,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

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

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

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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

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

La inversión en vivienda se mantuvo mayormente estable en el cuarto trimestre de 2024.

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

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

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

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

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

3

Precios y costes

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

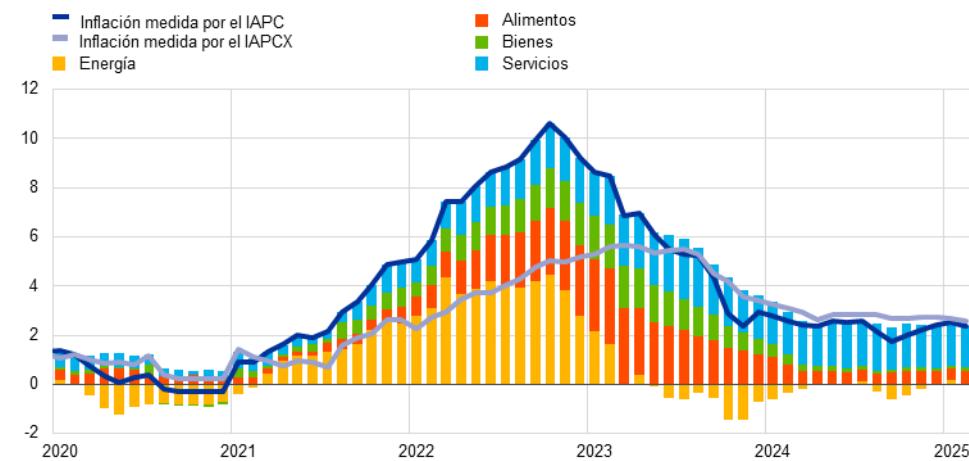
La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), descendió hasta el 2,4 % en febrero, desde el 2,5 % registrado en enero (gráfico 8). Este descenso fue atribuible principalmente a la disminución esperada de la inflación de la energía, que cayó hasta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

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

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

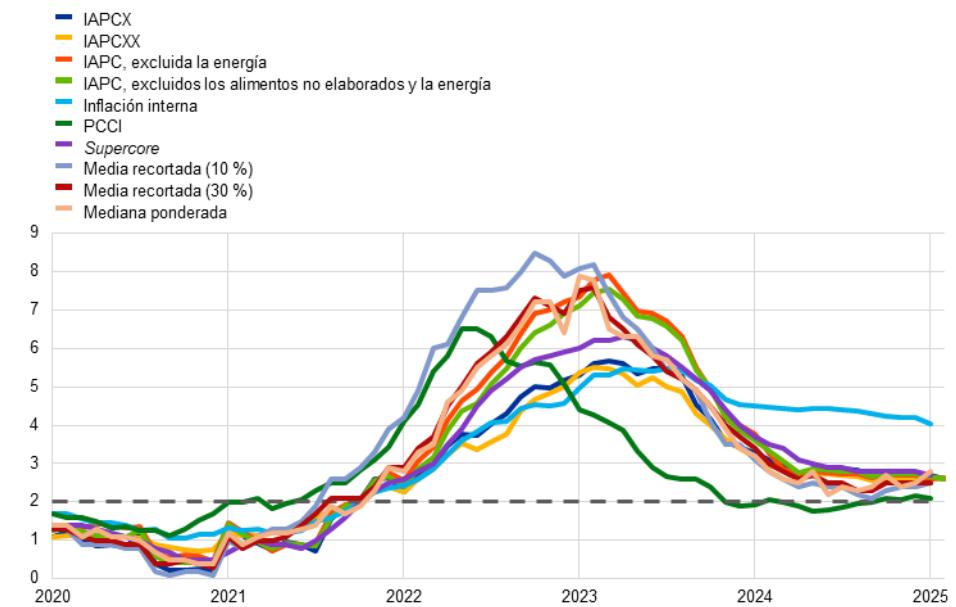
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025 (estimación de avance de Eurostat).

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente están en consonancia con las expectativas de que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del 2 % a medio plazo de forma sostenida (gráfico 9). En enero de 2025 —el último mes para el que se dispone de datos—, la mayor parte de los valores de los indicadores osciló entre el 2,1 % y el 2,8 %. El PCCI (componente persistente y común de la inflación), que suele ser el indicador con mayor capacidad predictiva de la inflación general futura, siguió situándose en la parte inferior del rango, mientras que la mediana ponderada aumentó hasta el 2,8 %. La inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), permaneció sin cambios en el 2,6 %, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, disminuyó hasta situarse en el 2,7 %. Si bien el indicador de la inflación interna se mantuvo en un nivel persistentemente alto, se redujo hasta el 4 % en enero (desde el 4,2 % de diciembre de 2024), su primer retroceso desde octubre de 2024. La variación se debió principalmente a la menor contribución de los precios de los restaurantes y cafeterías, así como de los costes de los seguros en los sectores de sanidad y de transporte.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



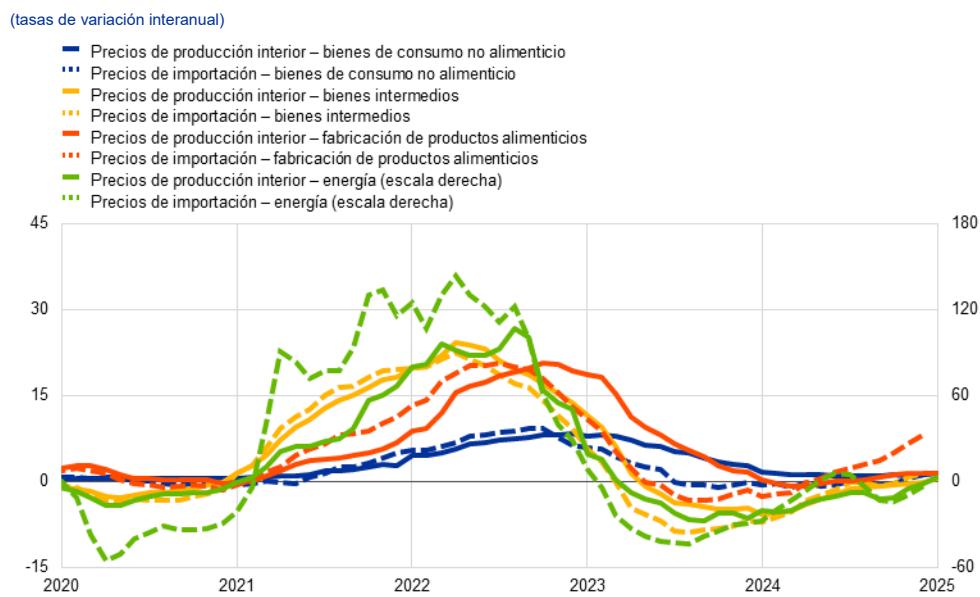
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

Gráfico 10
Indicadores de presiones latentes



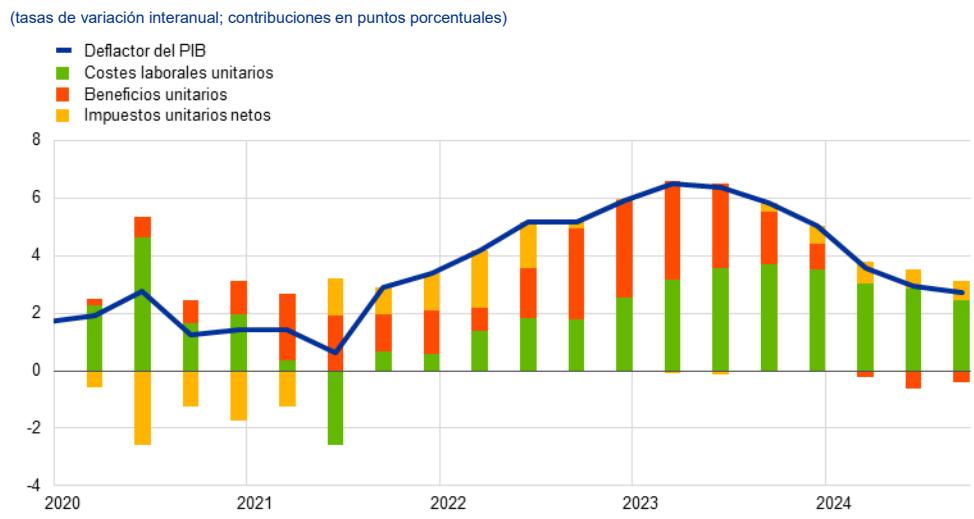
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

Gráfico 11
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

Gráfico 12

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

a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)

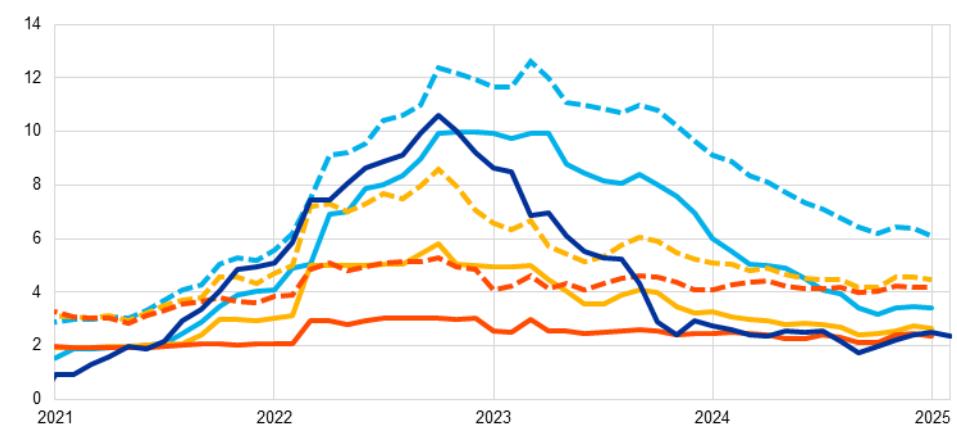
- ILS a un año dentro de un año
- ILS a cinco años dentro de cinco años



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



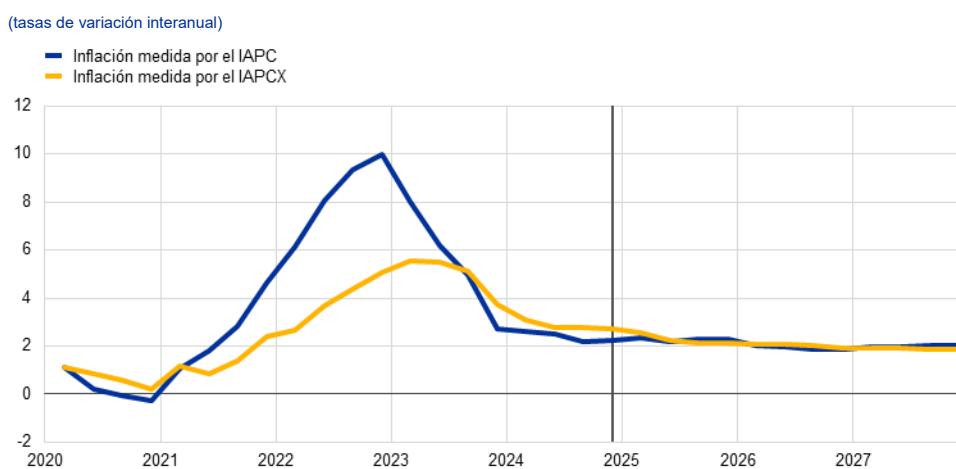
Fuentes: LSEG, Eurostat, encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

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 (12 de diciembre de 2024). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 6 de marzo de 2025 para los tipos *forward*, a febrero de 2025 (estimación de avance de Eurostat) para el IAPC y a enero de 2025 para los demás indicadores.

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

Gráfico 13

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



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

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

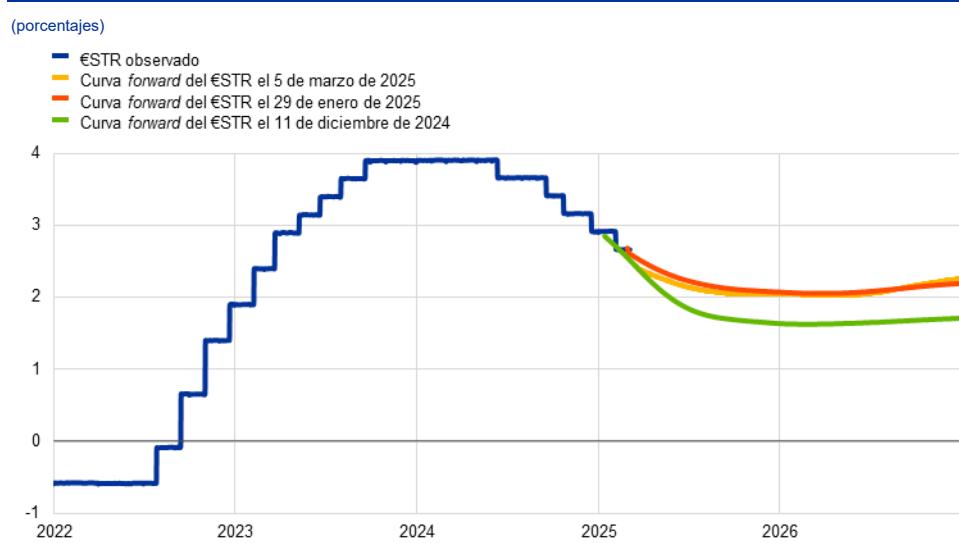
Evolución de los mercados financieros

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

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

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

Gráfico 14
Tipos *forward* del €STR



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

Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo de la zona del euro fluctuaron durante el período de referencia y, en general, se incrementaron (gráfico 15). Al final del período, el tipo OIS a diez años de la zona del euro había aumentado unos 45 puntos básicos hasta situarse en torno al 2,5 %, pese a las considerables fluctuaciones que experimentó durante todo el período analizado. Este tipo se incrementó alrededor de 40 puntos básicos entre el inicio del período de referencia y mediados de enero, como consecuencia de las intensas presiones al alza con origen en Estados Unidos. Sin embargo, posteriormente retrocedió, ya que los participantes en el mercado desplazaron su atención a las perspectivas de inflación de la zona del euro y a la economía real. Por último, al final del período considerado, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se incrementaron aproximadamente 25 puntos básicos, debido a los planes de aumento del gasto fiscal en Europa. En Estados Unidos, inicialmente estos tipos registraron una subida de unos 45 puntos básicos hasta alcanzar un máximo a mediados de enero, y desde mediados de febrero cayeron. Este retroceso, que recientemente se ha visto afianzado por las señales de que es posible que el crecimiento de la economía estadounidense esté desacelerándose, hizo que los tipos de interés del país disminuyeran y se situaran en torno al 4,3 %, ligeramente por debajo de los niveles observados al principio del período analizado. Como resultado, el diferencial entre los tipos libres de riesgo a diez años en la zona del euro y en Estados Unidos se

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

Gráfico 15

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

(porcentajes)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Estados Unidos
- Reino Unido
- Alemania
- Tipo OIS a diez años de la zona del euro



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

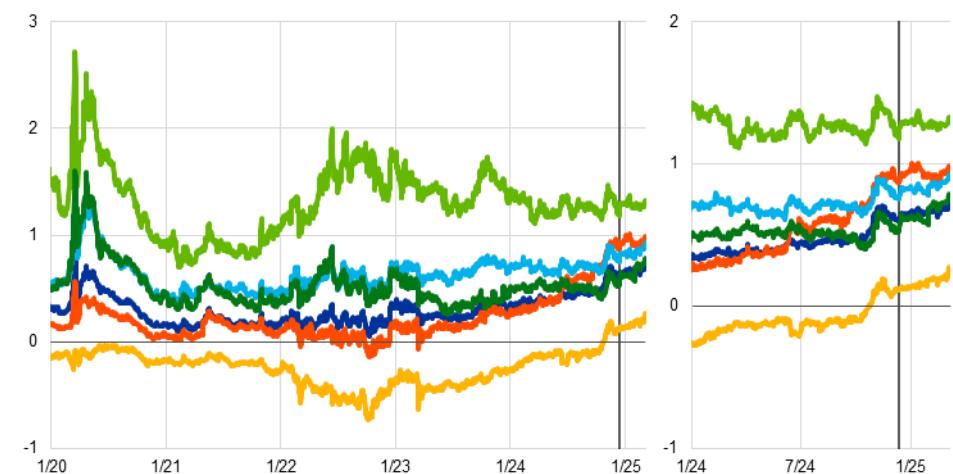
En general, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro siguieron los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo y algunos diferenciales de rendimiento se ampliaron (gráfico 16). Al final del período de referencia, el rendimiento de la deuda soberana a diez años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

Gráfico 16

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

(puntos porcentuales)

- Media ponderada por el PIB de la zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Portugal



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

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

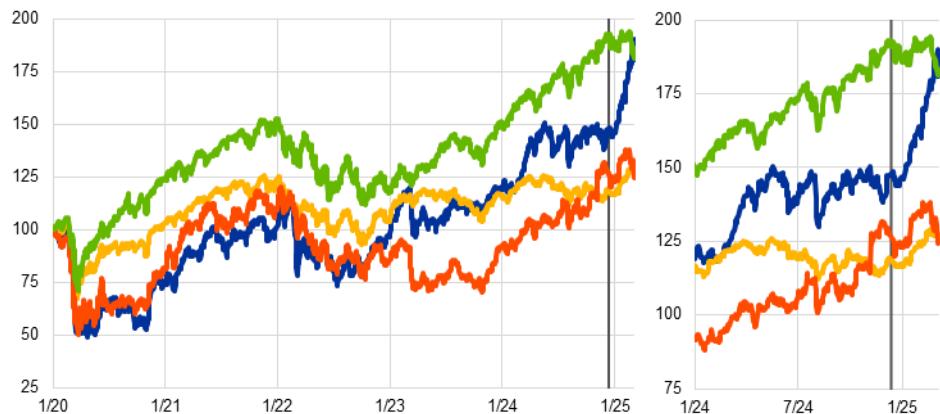
En conjunto, durante el período de referencia, los precios de las acciones en la zona del euro se incrementaron un 10,1 %. Las cotizaciones del sector bancario superaron a las de las sociedades no financieras (SNF) con subidas del 28,8 % y el 7,5 %, respectivamente. Los precios de las acciones de la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

Gráfico 17

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2020 = 100)

- Sector bancario de la zona del euro
- SNF de la zona del euro
- Sector bancario de Estados Unidos
- SNF de Estados Unidos



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

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

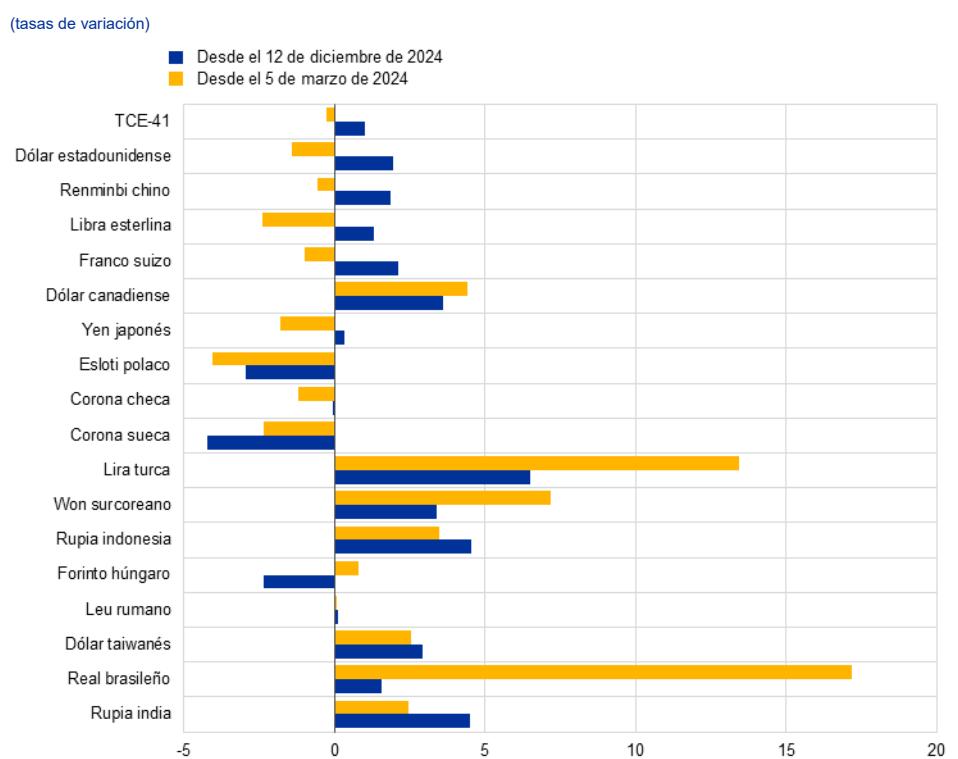
En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo del euro se apreció, y se fortaleció de forma más acusada frente al dólar estadounidense

(gráfico 18). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 1 %. La moneda única registró una apreciación significativa, del 1,9 %, frente al dólar estadounidense tras la publicación de información actualizada sobre la orientación de la política fiscal de Europa hacia el final del período de referencia. El euro también se vio respaldado —aunque de forma más moderada— por el aumento general del apetito de riesgo global, pese a los anuncios de aranceles y a cierta preocupación por las perspectivas macroeconómicas de Estados Unidos, que se vieron reflejados en una disminución del diferencial de tipos de interés entre el país norteamericano y la zona del euro. La apreciación del euro frente a las distintas monedas fue bastante generalizada, pese a las considerables fluctuaciones observadas. Entre los principales socios

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

Gráfico 18

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



Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

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

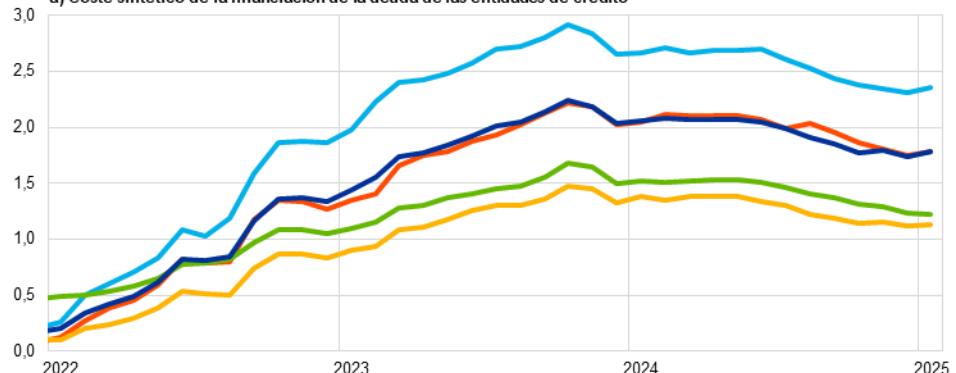
Gráfico 19

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

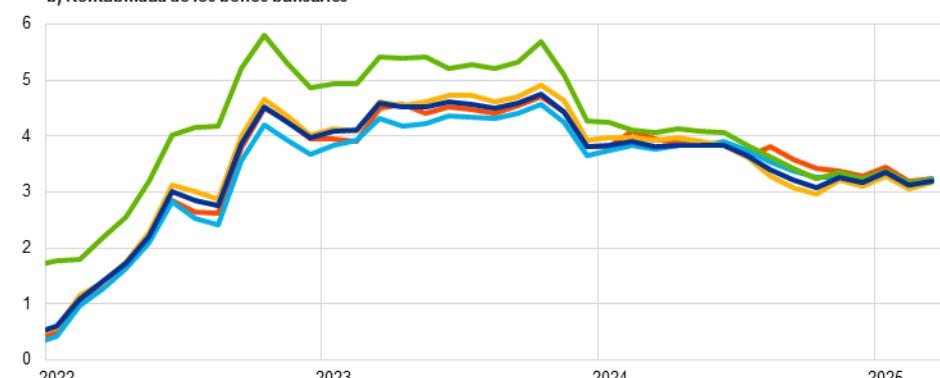
(porcentajes)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

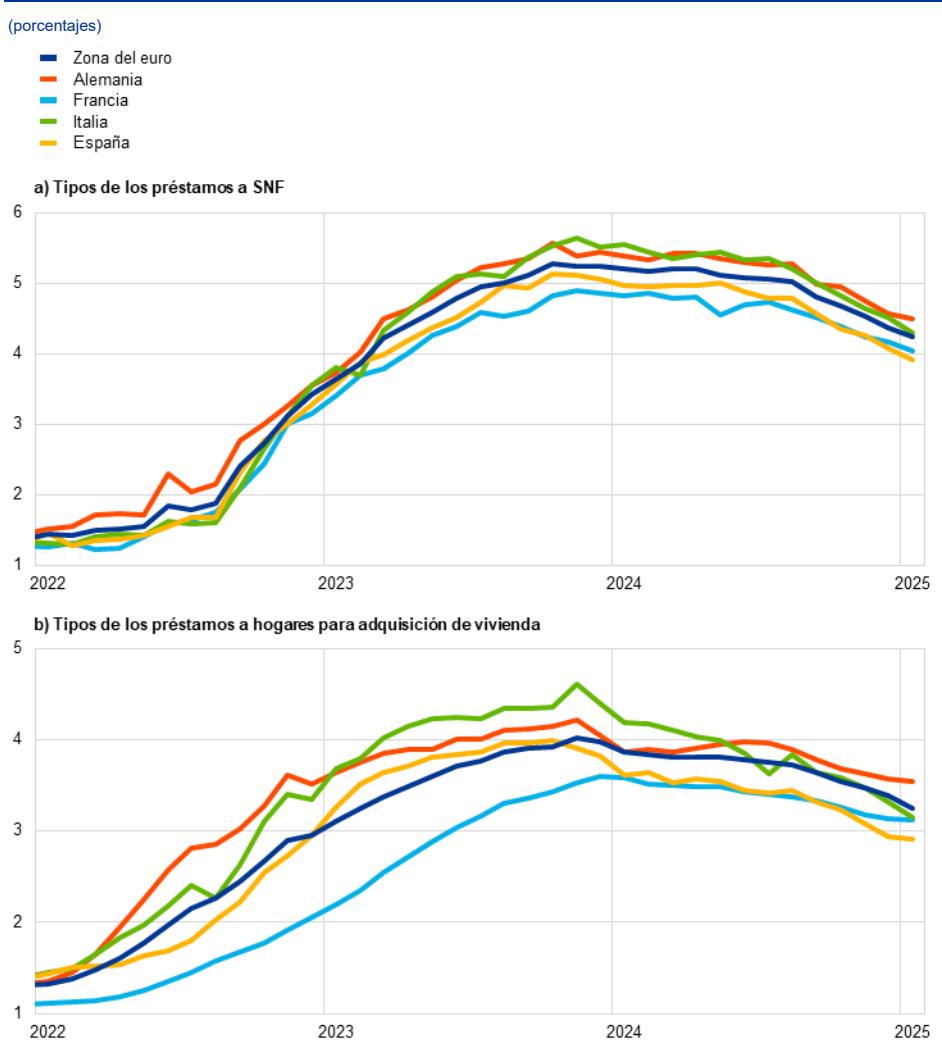
Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media ponderada del coste sintético de la financiación mediante depósitos y mediante deuda no garantizada. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones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

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

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

Gráfico 20

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

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

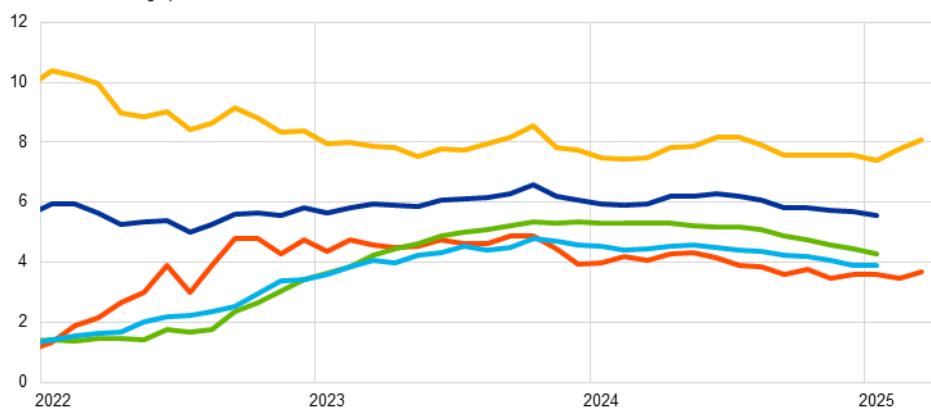
valores de renta fija aumentó. Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta enero de 2025, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— descendió en dicho mes en comparación con el anterior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

Gráfico 21

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

(porcentajes)

- 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 del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 5 de marzo de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a enero de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

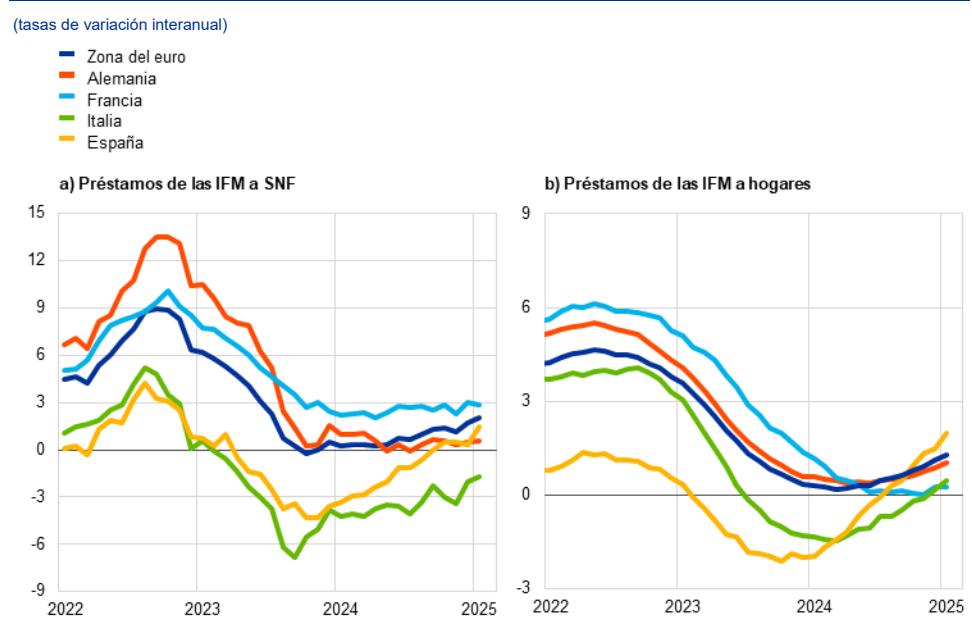
El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares aumentó en enero, pero se mantuvo débil y muy por debajo de su media histórica, como consecuencia de una demanda todavía falta de dinamismo y de unos criterios de aprobación restrictivos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios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

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

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

Gráfico 22

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



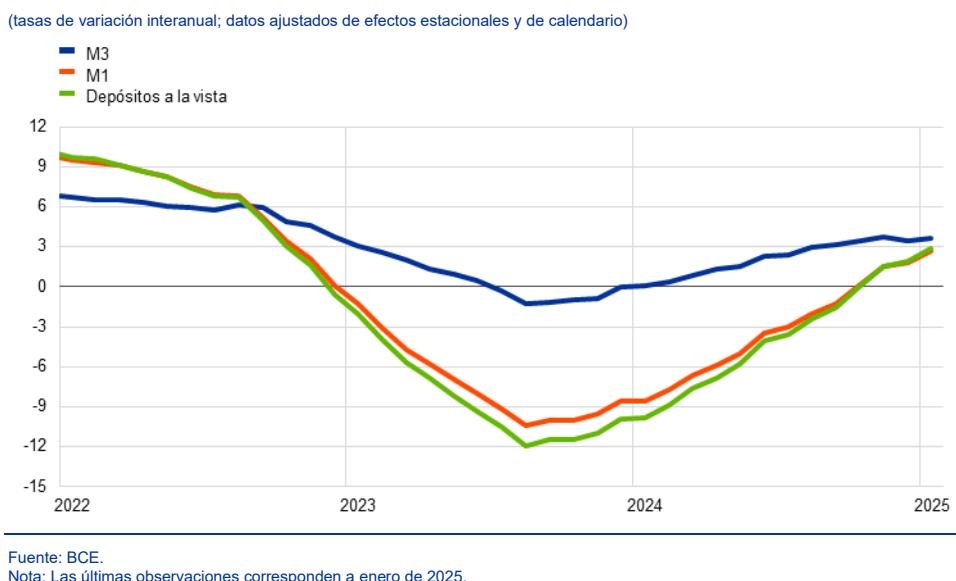
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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 enero de 2025.

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

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

Gráfico 23
M3, M1 y depósitos a la vista



Evolución de las finanzas públicas

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

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

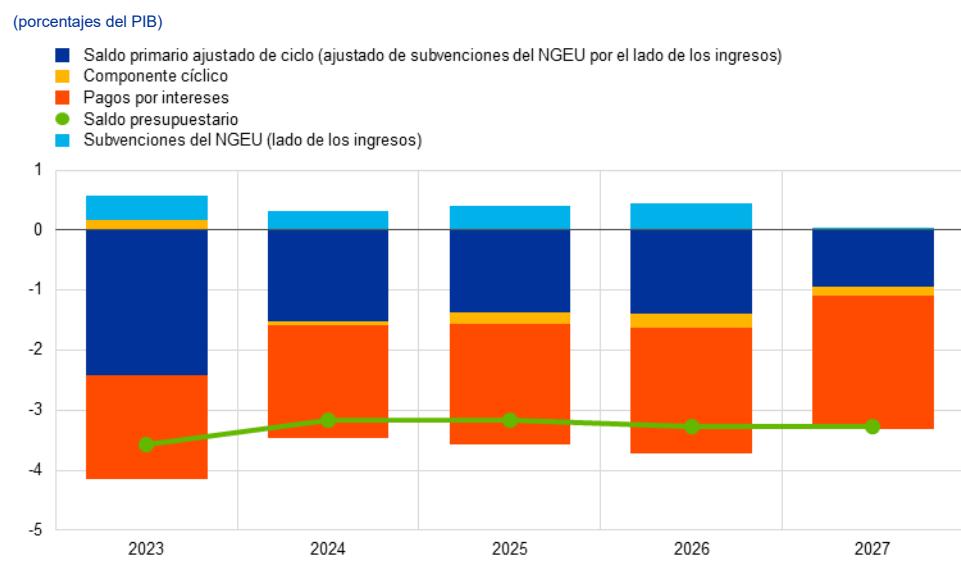
¹⁴ Véase «[Declaración a la prensa de la presidenta Von der Leyen sobre el paquete de defensa](#)», Comisión Europea, Bruselas, 4 de marzo de 2025.

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

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

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

Gráfico 24
Saldo presupuestario y sus componentes



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

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

La orientación de la política fiscal de la zona del euro se endureció sustancialmente en 2024 y se espera que se endurezca algo en 2025 y de nuevo de forma muy significativa en 2027¹⁷. La estimación de la variación anual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, muestra un endurecimiento sustancial (de 0,9 puntos porcentuales del PIB) de las políticas fiscales en la zona del euro en 2024. Ello se debe sobre todo a la retirada de gran parte de las medidas de apoyo adoptadas por los Gobiernos en respuesta a los precios de la energía y a la inflación, así como a importantes factores no discretionales que reflejan la evolución favorable de los ingresos en algunos países. En 2025 se espera un endurecimiento de 0,2 puntos porcentuales —principalmente como consecuencia de subidas de impuestos—, que se ve compensado en parte por la contribución negativa de factores no discretionales. Aunque se prevé que la orientación de la política fiscal siga siendo prácticamente neutral en 2026, debería endurecerse sustancialmente —en 0,5 % puntos porcentuales del PIB— en 2027, cuando finalice el programa

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

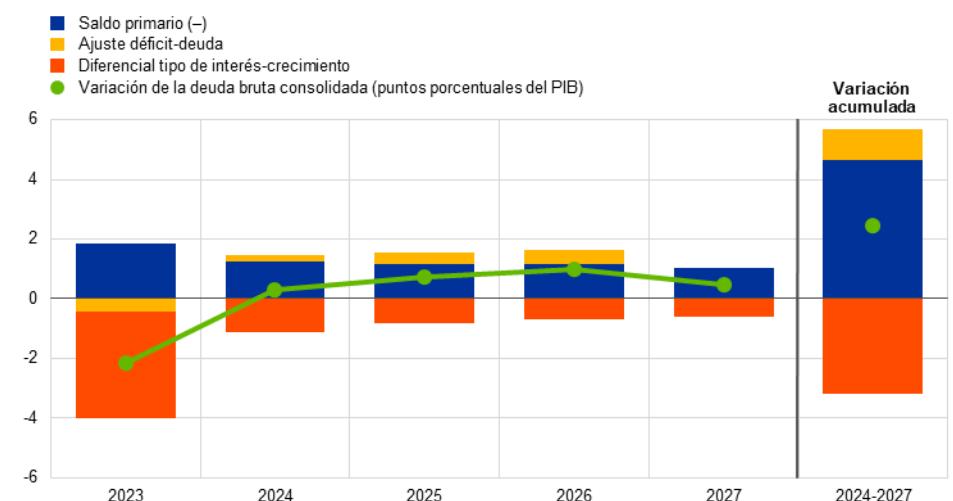
NGEU. Como resultado, el tono fiscal se endurecería, en términos acumulados, 1,6 puntos porcentuales del PIB en el horizonte de proyección 2024-2027.

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

Gráfico 25

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



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

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

El 21 de enero de 2025, el Consejo de Asuntos Económicos y Financieros (Consejo ECOFIN) de la UE aprobó las recomendaciones sobre el primer conjunto de planes estructurales nacionales de política fiscal a medio plazo. Cuatro países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Lituania y Austria) no han presentado aún sus planes. En cuanto a los procedimientos de déficit excesivo, el Consejo ECOFIN ha adoptado recomendaciones con arreglo al artículo 126, apartado 7, del [Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea](#) (TFUE) que especifican las sendas y los plazos para la corrección de los déficits excesivos¹⁸. Se ha solicitado a Italia y Hungría que reduzcan sus déficits públicos por debajo del 3 % del PIB para 2026, a Bélgica, Malta y Eslovaquia para 2027, a Polonia para 2028, a Francia para 2029 y a Rumanía para 2030. En las recomendaciones se fija el 30 de

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

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

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

Recuadros

1

¿Por qué la inversión empresarial en la zona del euro va a la zaga de la de Estados Unidos?

Malin Andersson, Valerie Jarvis y Michel Soudan

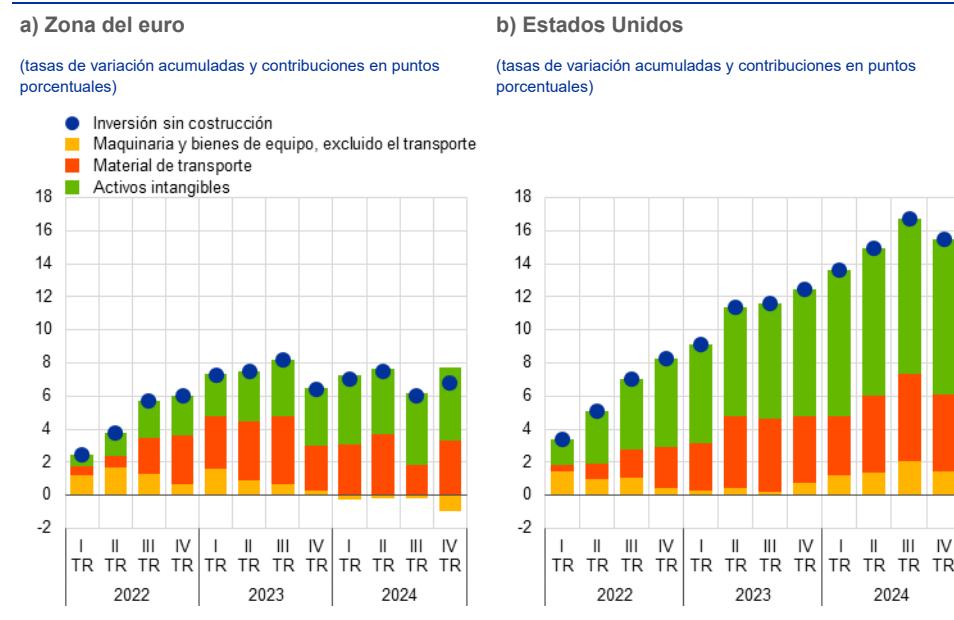
El crecimiento de la inversión empresarial en la zona del euro ha sido menos dinámico que en Estados Unidos, y sus perspectivas siguen siendo menos favorables¹. En el período posterior a la pandemia comprendido entre el cuarto trimestre de 2021 y el cuarto trimestre de 2024, la inversión empresarial aumentó un 15,4 % en Estados Unidos, más que duplicando el incremento acumulado del 6,8 % en la zona del euro durante ese período (gráfico A)². Por componentes, la inversión en activos intangibles —como los productos de propiedad intelectual (PPI)— es la que más ha contribuido al diferencial observado, dado que, en la zona del euro, la inversión en estos activos (excluidos los PPI de Irlanda, que muestran volatilidad) solo ha crecido la mitad que en el país norteamericano. Por lo que se refiere a las otras principales clases de activos, la contribución del material de transporte a la inversión fue solo algo más reducida en la zona del euro que en Estados Unidos. Al mismo tiempo, la inversión en maquinaria y bienes de equipo disminuyó en dicha zona, mientras que continuó siendo ligeramente positiva en Estados Unidos.

¹ Para conocer un análisis anterior, véase el recuadro titulado «[La recuperación tras la pandemia: ¿por qué la zona del euro está creciendo con más lentitud que Estados Unidos?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2024.

² Los datos detallados de las cuentas nacionales no estuvieron disponibles hasta poco después de la fecha límite de recepción de los datos de este Boletín Económico. La inversión empresarial se aproxima por la inversión sin construcción del total de la economía de la zona del euro (excluidos los PPI de Irlanda, que muestran volatilidad) y por la inversión fija privada no residencial excluidas las estructuras en Estados Unidos. Por lo que respecta a la zona del euro, véase «[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 350, BCE, 2024.

Gráfico A

Inversión empresarial y desglose por activos



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos y cálculos del BCE.

Notas: La inversión sin construcción y los activos intangibles de la zona del euro excluyen los productos de propiedad intelectual (PPI) de Irlanda. En Estados Unidos, la inversión sin construcción se refiere a la inversión fija privada no residencial excluidas las estructuras. Los activos intangibles se refieren a los PPI. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

La mayor debilidad de la inversión en activos tangibles en la zona del euro

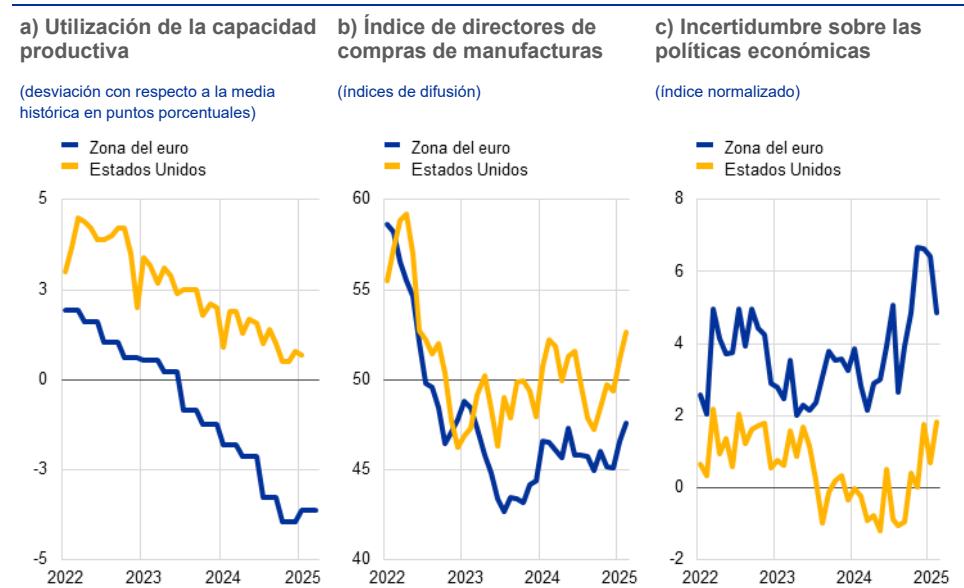
puede explicarse, en parte, por el retroceso de la demanda. Desde principios de 2022, la demanda interna de bienes —un determinante clave de la inversión tangible en maquinaria y bienes de equipo, incluido el transporte— ha sido considerablemente más reducida en la zona del euro. Como resultado, la utilización de la capacidad productiva ha descendido notablemente por debajo de su media histórica desde mediados de 2023 (panel a del gráfico B). La mayor fortaleza de la demanda agregada en Estados Unidos, respaldada por un rápido despliegue de medidas de estímulo de la inversión, mantuvo la utilización de la capacidad productiva del sector manufacturero por encima de la media anterior a la pandemia. Además, es probable que las subidas más pronunciadas de los precios de la energía en la zona del euro, unidas al aumento de la incertidumbre geopolítica tras la invasión rusa de Ucrania, hayan frenado en mayor medida la demanda de inversión en la zona del euro que en Estados Unidos, dada la mayor dependencia de la UE del gas ruso como fuente de energía y la proximidad a la zona del conflicto. El impacto de estos factores habría sido tanto directo, a través de incrementos de los costes de producción y de la disminución de la confianza, como indirecto, materializado en pérdidas de competitividad en los mercados de exportación³. En la zona del euro, la confianza se ha deteriorado de manera especialmente acusada y prolongada desde 2022 (panel b del gráfico B). El hecho de que la incertidumbre sobre las políticas económicas fuera más elevada en la zona del euro que en

³ Véase el artículo titulado «*Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

Estados Unidos durante este período también ha lastrado más la demanda de inversión en la zona que en el país norteamericano (panel c del gráfico B)⁴.

Gráfico B

Utilización de la capacidad productiva, índice de directores de compras de manufacturas e incertidumbre sobre las políticas económicas



Fuentes: Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea; S&P Global Market Intelligence; Baker et al. «[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre de 2016, pp. 1593-1636; y cálculos del BCE.

Notas: La utilización de la capacidad productiva se muestra como la desviación con respecto a la media del período 1999-2019 y la incertidumbre sobre las políticas económicas de la zona del euro es la media ponderada por el PIB de las cuatro mayores economías de la zona (normalizada para el período 1999-2019). Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025 para la utilización de la capacidad productiva en Estados Unidos, a febrero de 2025 para el índice de directores de compras (PMI) y para la incertidumbre sobre las políticas económicas y al primer trimestre de 2025 para la utilización de la capacidad productiva en la zona del euro.

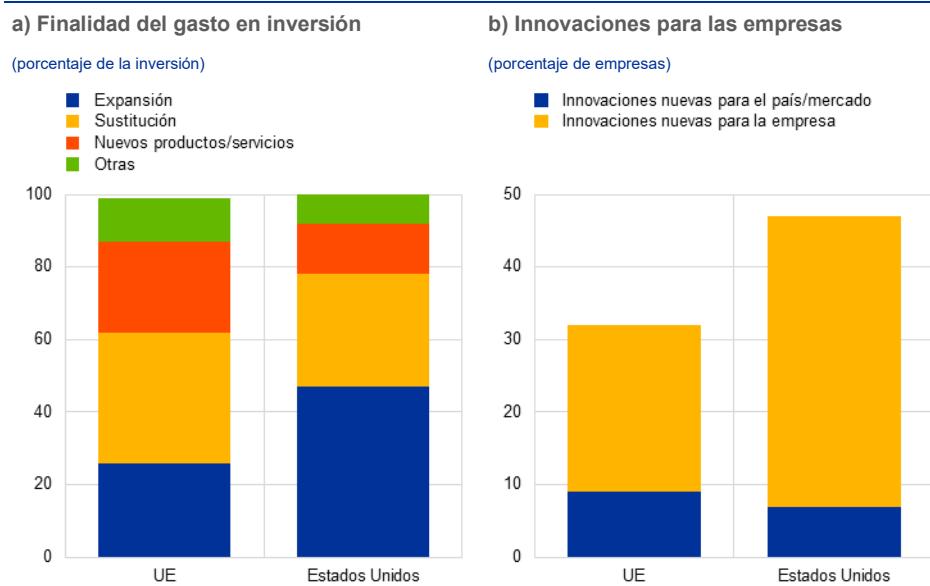
También se observa un diferencial significativo en la inversión en activos intangibles, relacionado con el gasto en innovación e investigación y desarrollo (I+D), lo que contribuye a aumentar la brecha de productividad entre la UE y Estados Unidos. Según la [encuesta sobre inversión de 2024](#) del Banco Europeo de Inversiones (BEI), que proporciona datos comparativos obtenidos de una amplia encuesta a empresas de Estados Unidos y de la UE, la expansión de la capacidad ha impulsado más la inversión en el país norteamericano que en la UE. En cambio, en la UE, la finalidad principal de la inversión ha sido la sustitución (panel a del gráfico C)⁵. Las empresas estadounidenses también tienden a focalizar más su inversión en la innovación que las de la UE (panel b del gráfico C). El informe [2024 EU Industrial R&D Scoreboard](#) muestra que la inversión en I+D en la zona del euro se centra en sectores maduros, como el de automóviles y bienes de equipo, mientras que en Estados Unidos se concentra cada vez más en actividades basadas en las TIC, incluidos centros de datos e instalaciones relacionadas con la inteligencia artificial. La inversión en intangibles es fundamental para el crecimiento

⁴ Para un análisis del impacto adverso de la incertidumbre sobre las políticas en la inversión, véanse, por ejemplo, el recuadro titulado «[¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024, y Chen et al., «[The economic policy uncertainty and firm investment: evidence from the U.S. market](#)», *Applied Economics*, vol. 51, n.º 31, 2019, pp. 3423-3435.

⁵ Aún no se dispone del desglose de la zona del euro.

a largo plazo y es probable que esté contribuyendo a la ampliación de la brecha de productividad entre las dos economías⁶.

Gráfico C
Inversión e innovación



Fuente: Encuesta del BEI sobre inversión 2024.

Notas: En el panel a, la suma de las cifras puede no ser igual a 100 debido al redondeo. En el panel b, los datos se basan en las respuestas a dos preguntas sobre la proporción de la inversión total dedicada al desarrollo o a la introducción de nuevos productos, procesos o servicios, con un desglose por innovaciones nuevas para la empresa, para el país o para el mercado mundial. Las últimas observaciones corresponden a 2024.

Las empresas apuntan a la existencia de mayores obstáculos a la inversión en la UE que en Estados Unidos. En la UE, los principales obstáculos señalados por las empresas están relacionados con la falta de personal cualificado, los altos costes de la energía, la elevada incertidumbre y la carga regulatoria, según la encuesta del BEI sobre inversión de 2024 (gráfico D). Tanto los costes de la energía como la incertidumbre parecen ser algo más importantes en la UE que en Estados Unidos, debido, en parte, a la mayor exposición de las empresas de la UE al impacto de la guerra de Rusia en Ucrania. Aunque la incertidumbre podría considerarse un factor transitorio, es probable que las importantes y prolongadas diferencias en los costes de la energía, en la regulación de los mercados de productos y laborales, así como en aspectos relacionados con los diferenciales de productividad, sean más persistentes⁷. La regulación más onerosa también está contribuyendo a un entorno empresarial menos dinámico en la zona del euro, con menos entradas y salidas de empresas y, por lo general, un crecimiento empresarial

⁶ Véanse McKinsey & Company, «[Getting tangible about intangibles: The future of growth and productivity?](#)», 2021; el recuadro titulado «[Crecimiento de la productividad del trabajo en la zona del euro y en Estados Unidos: evolución a corto y largo plazo](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024, y Herzog, Stein y Horn, «[The Productivity Puzzle: It's the lack of Investment, Stupid!](#)», *Intereconomics*, n.º 2, 2018.

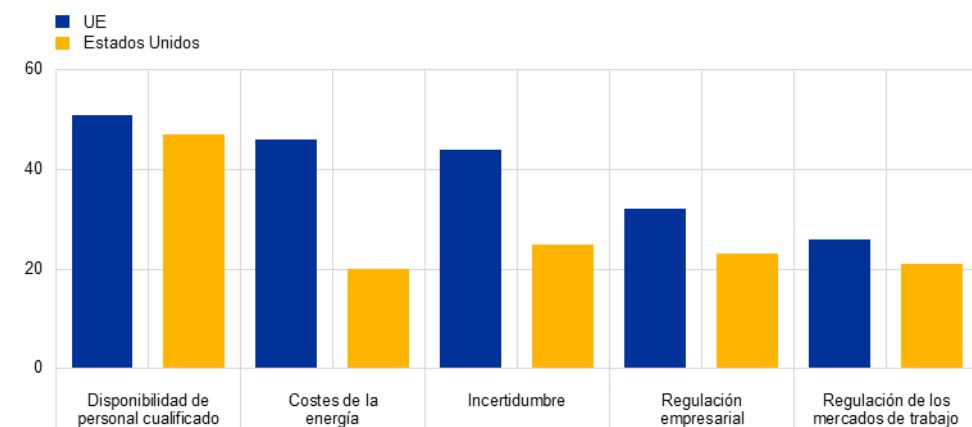
⁷ Véase el artículo titulado «[European competitiveness: the role of institutions and the case for structural reforms](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2025.

más débil. Es posible que estos factores frenen la inversión, sobre todo en activos intangibles⁸.

Gráfico D

Principales obstáculos a la inversión percibidos

(contribución en puntos porcentuales)



Fuente: Encuesta del BEI sobre Inversión 2024.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a 2024.

Una aplicación más rápida de las políticas de estímulo de la inversión también contribuyó al repunte más rápido y fuerte de la inversión en Estados Unidos.

Aunque se espera que los fondos del programa *Next Generation EU* (NGEU), que ascienden a 750 mm de euros, impulsen la inversión empresarial de la UE en digitalización y transición ecológica, su despliegue ha sido muy gradual y se ha retrasado. El tamaño de los multiplicadores fiscales asociados también es incierto⁹. En Estados Unidos, la Ley de Reducción de la Inflación (*Inflation Reduction Act*, IRA, por sus siglas en inglés), junto con la Ley de Chips y Ciencia (*CHIPS and Science Act*), comportan un gasto de unos 835 mm de dólares estadounidenses en energía limpia y fabricación de chips. En términos absolutos, esta cifra es ligeramente superior a la del programa NGEU de la UE, pero representa una proporción menor del PIB. Estos programas ya han dado un importante impulso a la inversión privada no residencial en estructuras en Estados Unidos, que no se incluye en el gráfico A. El impacto es particularmente evidente en la inversión en el sector de manufacturas, sobre todo en la inversión en fábricas, que se ha incrementado más que en la UE¹⁰. El despliegue más rápido de la financiación asociada a la IRA en comparación con el NGEU puede reflejar, en parte, la mayor

⁸ Véase Thum-Thyssen *et al.*, «Investment dynamics in Europe: Distinct drivers and barriers for investment in intangible vs tangible assets?», vol. 51, diciembre de 2019, pp. 77-88.

⁹ Para más información sobre el impacto económico y sobre los multiplicadores fiscales, véanse, respectivamente, el artículo titulado «Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024, y «The real effects of Next Generation EU», *Recovery Watch*, 2024.

¹⁰ La IRA impulsó la inversión en fábricas y otras instalaciones de producción, especialmente la construcción de centros de datos, un desarrollo que ha sido mucho menos pronunciado en la UE, excepto en Irlanda. Dado que el presidente Trump paralizó todos los desembolsos de fondos relacionados con la IRA el 20 de enero de 2025, existen dudas sobre sus posibles beneficios a largo plazo. La inversión no residencial en estructuras manufactureras en Estados Unidos creció un 112 % entre finales de 2021 y el tercer trimestre de 2024, aunque solo ascendió al 0,5 % del PIB y a menos del 4 % de la inversión fija privada no residencial.

madurez del mercado único de Estados Unidos. Además, la IRA se focaliza en los créditos fiscales federales directos a empresas y hogares, mientras que las políticas fiscales en la UE siguen siendo nacionales¹¹.

Las recientes iniciativas de políticas económicas de la UE para mejorar el entorno de inversión en la zona del euro deberían ayudar a cerrar la brecha con Estados Unidos. La Brújula para la Competitividad que anunció recientemente la Comisión Europea es un avance positivo. En particular, la Brújula trata de impulsar la competitividad y la innovación a través de las siguientes medidas: simplificar y reducir la carga regulatoria, eliminar los obstáculos para beneficiarse plenamente del mercado único, coordinar mejor las políticas a escala nacional y de la UE, y mejorar el acceso a la financiación y su asequibilidad. Por tanto, es fundamental avanzar en la agenda de la unión de los mercados de capitales, en particular porque unos mercados de capital riesgo más sofisticados facilitarían a las empresas innovadoras de la UE el acceso al capital riesgo y su crecimiento. Por ello es de suma importancia implementar estas medidas con rapidez.

¹¹ Véase Cahen *et al.*, «Is Next Generation EU a game changer? A Comparison with IRA and ways to response», *Eurofi Regulatory Update*, febrero de 2024.

¿Han perdido las exportaciones de la zona del euro el tren de la tecnología?

Mattia Banin, Virginia Di Nino, Laura Lebastard, Noémie Lecourt y Stefan Schaefer

Las cuotas de exportación de la zona del euro han disminuido desde la pandemia. La cuota de las empresas de la zona del euro en las exportaciones mundiales de bienes ha descendido en torno a 2 puntos porcentuales desde 2019¹. La debilidad del crecimiento de las exportaciones de la zona del euro es una muestra de que las ganancias de productividad de las empresas europeas son menores que las de otras grandes economías. Aunque son varios los factores que están detrás de los problemas de competitividad de la zona del euro, en el informe Draghi se señaló que la falta de competitividad de Europa en los sectores de alta tecnología es uno de los principales que explican la atonía de la economía de la zona del euro². En este recuadro se analiza la composición sectorial de la evolución económica reciente de la zona del euro en los mercados mundiales, clasificando las exportaciones según la intensidad de su contenido tecnológico, como se refleja en el nivel de gasto en investigación y desarrollo en relación con el valor añadido. De este modo es más fácil identificar los factores sectoriales que explican las pérdidas de cuota de mercado. Concretamente, se estudia si las pérdidas de cuota de exportación de la zona del euro en términos agregados reflejan una presencia limitada en sectores altamente tecnológicos que crecen con rapidez o un deterioro de su evolución en los sectores consolidados.

Comprender el papel de la composición sectorial de la dinámica exportadora es importante cuando se analiza el impacto de los instrumentos de política que se han utilizado en los últimos años para impulsar la producción en sectores concretos. Desde 2019, tanto Estados Unidos como China han introducido nuevas políticas, también con vistas a reforzar el dinamismo de sus mercados de exportación en sectores específicos. En Estados Unidos, la Ley de Reducción de la Inflación (*Inflation Reduction Act*) y la Ley de Chips y Ciencia (*CHIPS and Science Act*) tienen por objeto aumentar la inversión en sectores de alta tecnología y relocalizar la producción en Estados Unidos. En China, las políticas gubernamentales dirigidas a desarrollar *national champions* siguen la estrategia establecida desde hace tiempo de impulsar los avances tecnológicos a través de importantes subvenciones a las industrias de alta tecnología³. Estas ayudas han dado lugar a un exceso de capacidad que ha permitido a los productores chinos adoptar estrategias agresivas de fijación de precios en los mercados extranjeros. Estas estrategias están en consonancia con el concepto de «nuevas fuerzas productivas» propuesto por China, que da prioridad a la innovación y al desarrollo tecnológico como motores clave del crecimiento económico, centrándose en

¹ Véase el artículo titulado «*Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area*», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

² Véase M. Draghi, «*The future of European competitiveness*», Comisión Europea, septiembre de 2024.

³ Para más información, véase Institute for Security & Development Policy, «*Made in China 2025*», *Backgrounder*, junio de 2018.

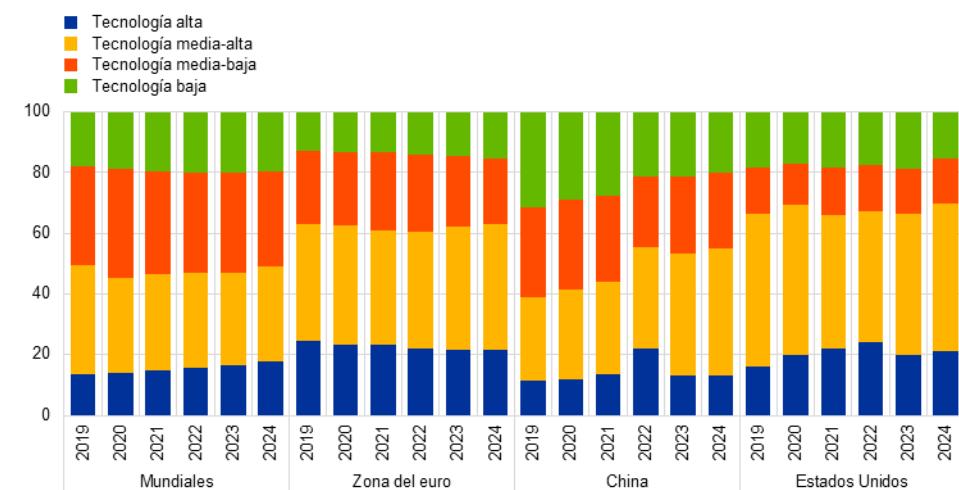
sectores como los vehículos eléctricos, la tecnología de microchips, la inteligencia artificial y nuevos materiales⁴. Dado que las autoridades de otras grandes economías utilizan este tipo de herramientas para estimular tanto la inversión como la producción en sectores concretos, es importante entender cómo afecta la dinámica sectorial al comportamiento general de las exportaciones de la zona del euro.

Eurostat divide los sectores manufactureros en cuatro categorías en función del contenido tecnológico de los bienes producidos. Entre los sectores de alta tecnología se encuentran los productos farmacéuticos, los equipos de telecomunicaciones y la industria aeroespacial, mientras que los sectores de tecnología media-alta incluyen los vehículos de motor, los productos químicos y los equipos eléctricos⁵. El segmento de tecnología media-alta representa el mayor mercado mundial de exportación (32 % en 2024), muy superior al porcentaje correspondiente al de alta tecnología (18 % en 2024) (gráfico A). Sin embargo, mientras que los sectores del primer segmento han ido disminuyendo desde 2019, los del segundo han crecido 6 puntos porcentuales.

Gráfico A

Exportaciones de manufacturas por intensidad tecnológica

(porcentajes)



Fuentes: Trade Data Monitor (TDM), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las exportaciones se expresan en valor nominal. Los datos de 2024 están incompletos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

En los últimos años se ha producido una convergencia de la composición tecnológica de las exportaciones de la zona del euro, de China y de Estados Unidos. La composición sectorial de las exportaciones de la zona del euro ha sido relativamente estable desde 2019 y los sectores de tecnología media-alta representaron el 41 % de las exportaciones totales de manufacturas en 2024 (gráfico A). En el mismo período, las exportaciones de estos sectores aumentaron

⁴ Véase el artículo titulado «[The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2024.

⁵ Para una descripción detallada de los sectores incluidos en «tecnología alta», «tecnología media-alta», «tecnología media-baja» y «tecnología baja», véase «[High-tech classification of manufacturing industries](#)» en el sitio web de Eurostat.

significativamente en China y pasaron del 28 % al 42 %. Este cambio indica que las exportaciones de dicho país han ascendido en la cadena de valor, lo que ha hecho que su estructura exportadora sea cada vez más similar a la de la zona del euro⁶. Mientras tanto, el crecimiento de las exportaciones de alta tecnología en Estados Unidos ha sido el más significativo de las tres zonas en este segmento.

Un análisis de cambio de cuota (*shift-share*) pone de relieve que la zona del euro ha perdido terreno en todos los sectores de exportación de manufacturas, aunque las pérdidas de cuota de mercado en el segmento de tecnología media-alta han sido especialmente significativas. En el gráfico B se presenta una descomposición por sectores de la evolución de las cuotas de exportación en términos agregados. Para cada economía, se distinguen dos aspectos de las contribuciones sectoriales: i) un componente de «comportamiento», que mide las variaciones de la cuota de mercado de la economía para cada sector (la ratio del crecimiento de las exportaciones de la economía sobre el crecimiento mundial de las importaciones en cada sector), y ii) un componente de «evolución mundial», que mide el crecimiento mundial de cada sector (medido como la ratio de las importaciones mundiales en el sector sobre las importaciones mundiales totales). En otras palabras, en este análisis se determina si los cambios en la cuota agregada de una economía en los mercados mundiales de exportación reflejan el aumento de la cuota de mercado dentro de determinados sectores o el crecimiento mundial total de esos sectores. Aunque la zona del euro ha perdido cuotas de exportación en todos los segmentos, los sectores de tecnología media-alta han sido los principales impulsores de esta tendencia, dado que explican el 55 % de las pérdidas acumuladas desde 2019 (panel a del gráfico B). El comportamiento de los sectores de alta tecnología también ha sido relativamente débil y, a pesar de que estos se han beneficiado de una fuerte demanda mundial, la zona del euro ha seguido perdiendo terreno con respecto a otras grandes economías.

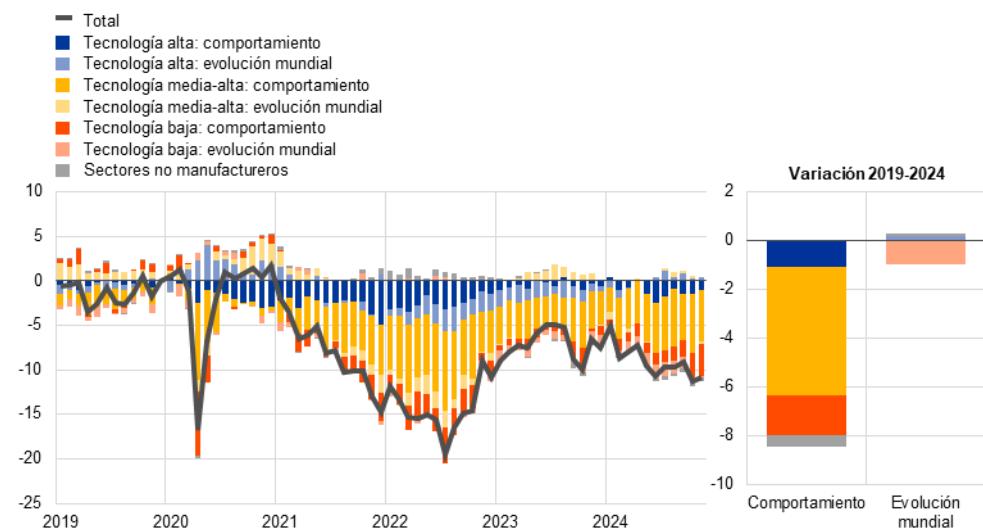
⁶ Véase A. Al-Haschimi, L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler y T. Spital, «[Why competition with China is getting tougher than ever](#)», *The ECB Blog*, BCE, 3 de septiembre de 2024.

Gráfico B

Contribuciones sectoriales a la evolución de las cuotas de exportación

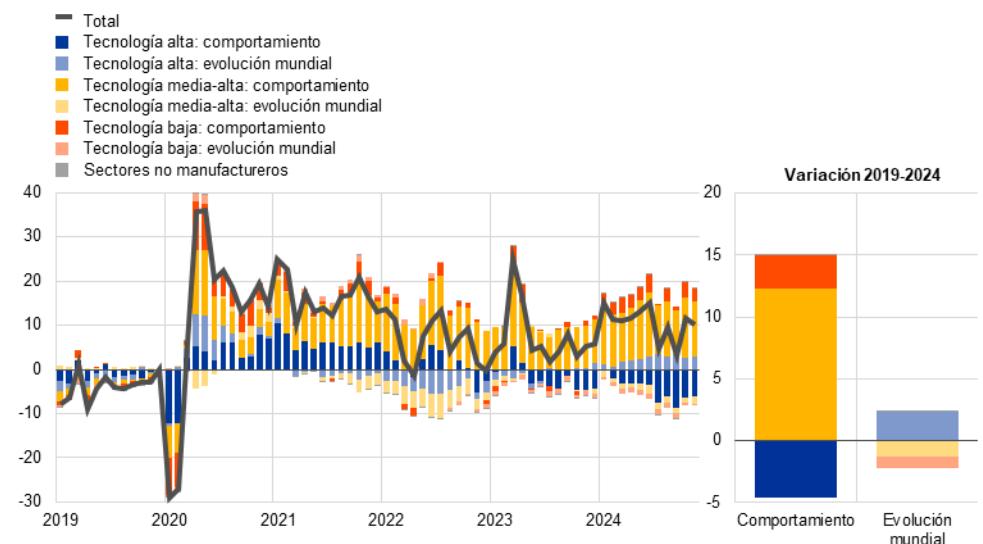
a) Zona del euro

(Índice: diciembre de 2019 = 0)



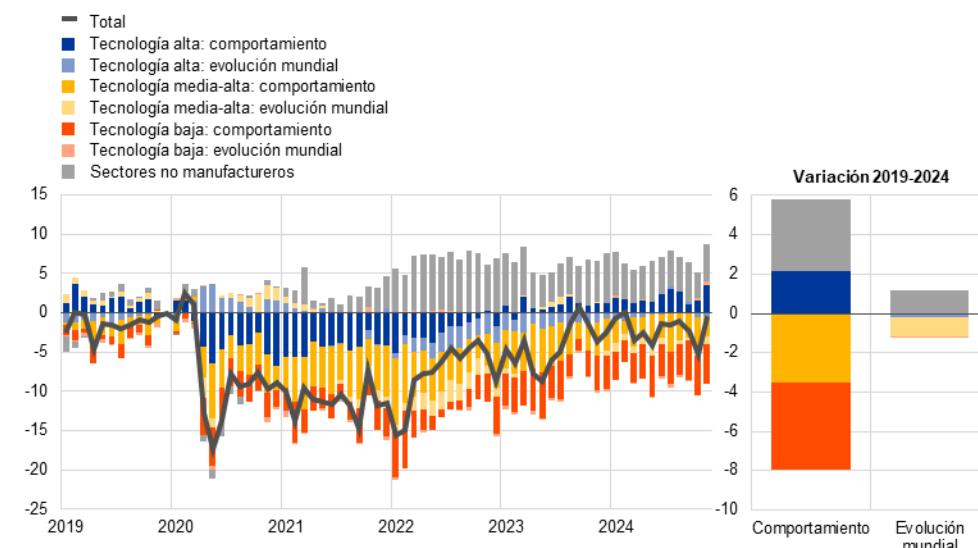
b) China

(Índice: diciembre de 2019 = 0)



c) Estados Unidos

(índice: diciembre de 2019 = 0)



Fuentes: TDM, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. Las cuotas de exportación se expresan en términos nominales y se refieren solo a los bienes. Para calcular las cuotas de mercado agregadas se utilizan datos de CPB. Para el cálculo de las ponderaciones sectoriales, se emplean datos de TDM. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

China ha ganado cuotas de exportación considerables en los sectores de tecnología media-alta, mientras que Estados Unidos ha aumentado su cuota en los de alta tecnología. El comportamiento de las exportaciones chinas parece ser prácticamente el opuesto al observado en la zona del euro, con fuertes aumentos de la cuota de mercado principalmente en los sectores de tecnología media-alta (panel b del gráfico B). Entretanto, Estados Unidos logró recuperar las cuotas de exportación casi en su totalidad en 2024 en comparación con 2019, superando a otros en los sectores de tecnología alta y en los no manufactureros, sobre todo en la extracción de petróleo y gas (panel c del gráfico B).

El comportamiento de las exportaciones de la zona del euro en los sectores de alta tecnología es desigual, dado que se observan fortalezas notables en el caso de los productos farmacéuticos, pero debilidades significativas en los equipos electrónicos e informáticos. En términos agregados, los sectores de contenido tecnológico más elevado han experimentado el mayor crecimiento del valor añadido mundial desde 2019 (gráfico C). La zona del euro es líder mundial en el sector farmacéutico, con el 36 % de las exportaciones mundiales, y sus cuotas de mercado siguieron aumentando⁷. Otro de los sectores de alta tecnología en el que la zona del euro ha obtenido buenos resultados es el de «instrumentos de navegación y ópticos». Sin embargo, las exportaciones en otros sectores altamente tecnológicos fueron débiles, y las cuotas de mercado se redujeron de forma sostenida. En los sectores de crecimiento más rápido, la zona del euro perdió terreno frente a otras grandes economías, como China en el caso de los equipos electrónicos y Estados Unidos en el de los equipos informáticos.

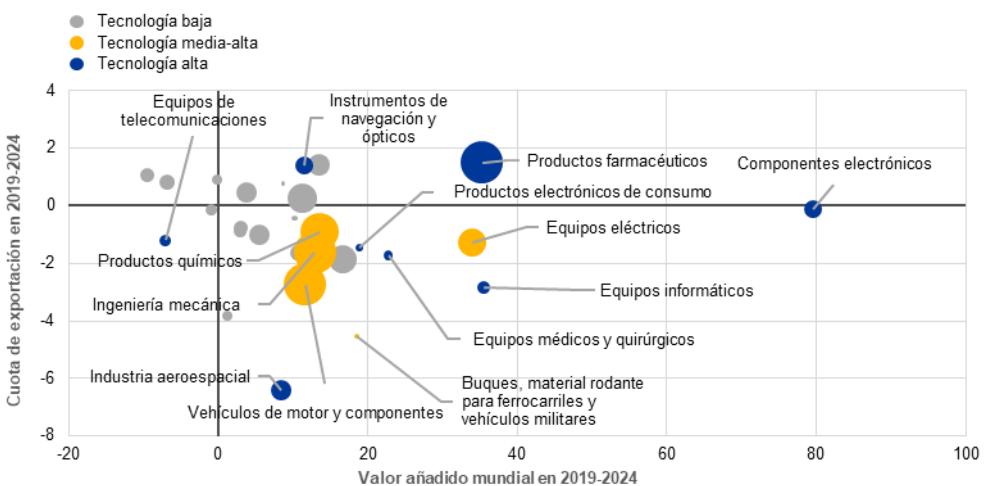
⁷ Las empresas estadounidenses representan el 42 % del valor añadido de las exportaciones de productos farmacéuticos de Irlanda (que constituyan el 17 % de las exportaciones de estos productos en la zona del euro en 2024). La mitad de dicho valor añadido se exporta de nuevo a Estados Unidos.

Gráfico C

Crecimiento de la cuota de mercado y del valor añadido mundial por sector

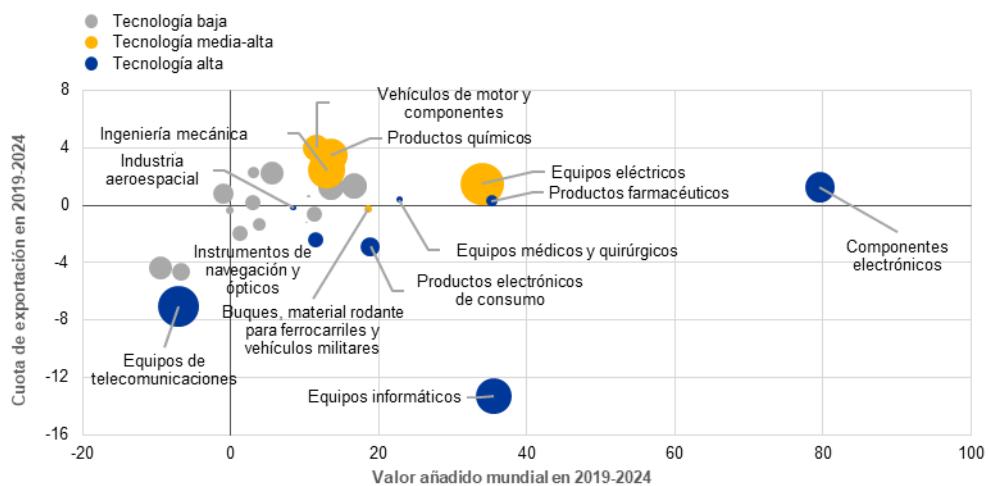
a) Zona del euro

(eje de abscisas: tasas de variación; eje de ordenadas: variación en puntos porcentuales)



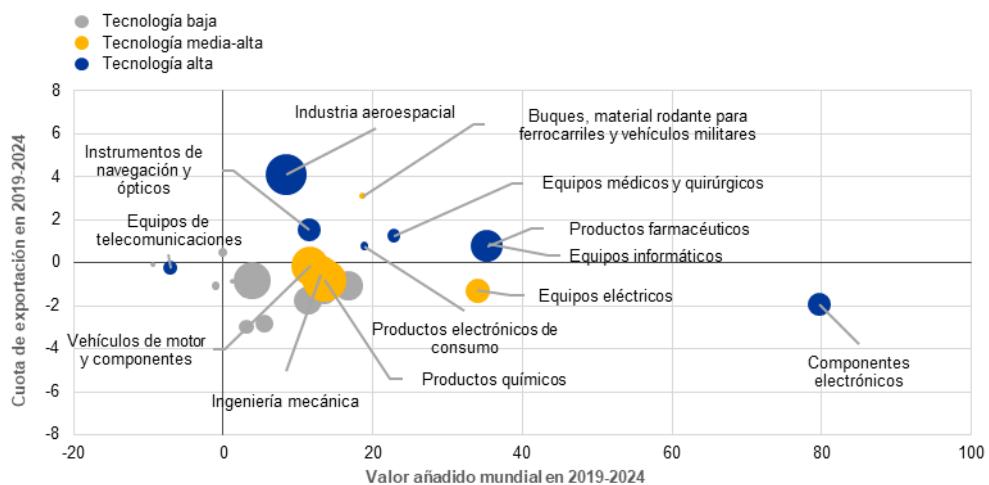
b) China

(eje de abscisas: tasas de variación; eje de ordenadas: variación en puntos porcentuales)



c) Estados Unidos

(eje de abscisas: tasas de variación; eje de ordenadas: variación en puntos porcentuales)



Fuentes: TDM, Oxford Economics, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La clasificación sectorial corresponde a la NACE Rev. 2. Están incluidos los siguientes sectores de tecnología alta y de tecnología media-alta (las divisiones/grupos de la NACE Rev. 2 van entre paréntesis): productos químicos (20), productos farmacéuticos (21), componentes electrónicos (26.1), equipos informáticos (26.2), equipos de telecomunicaciones (26.3), productos electrónicos de consumo (26.4), equipos médicos y quirúrgicos (26.6), instrumentos de navegación y ópticos (26.5, 26.7, 26.8), equipos eléctricos (27), ingeniería mecánica (28), vehículos de motor y componentes (29), industria aeroespacial (30.3), y buques, material rodante para ferrocarriles y vehículos militares (30 menos 30.3). La intensidad tecnológica de los sectores se refiere a la clasificación descrita en «High-tech classification of manufacturing industries» en el sitio web de Eurostat. El tamaño de los círculos refleja la cuota de exportación total de la economía en términos nominales en 2024. El dato de crecimiento del valor añadido mundial para el cuarto trimestre de 2024 es una previsión. Los datos de 2024 de las exportaciones y las cuotas de exportación están incompletos. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2024.

China es el país frente al que la zona del euro ha perdido más terreno en los sectores de tecnología media-alta. Para dicha zona, las exportaciones de estos sectores constituyen una parte importante de las exportaciones totales y sobrepasan con creces las de los de alta tecnología. Estados Unidos también ha perdido cuota de mercado en este segmento, aunque en menor medida. China está ganando cuotas de mercado a expensas de líderes de mercado como la zona del euro, en especial en el ámbito de los vehículos eléctricos, que se está beneficiando notablemente de las políticas industriales del país asiático.

3

La demanda creciente de energía de la inteligencia artificial y su impacto en los precios de las materias primas

Vlad Burian y Arthur Stalla-Bourdillon

La adopción de modelos de inteligencia artificial (IA) se ha disparado en todo el mundo y requiere una capacidad de computación considerable. El consumo de energía relacionado con la IA en los centros de datos es limitado actualmente y se estima en alrededor de 20 teravatios hora (TWh), lo que equivale al 0,02 % del consumo energético mundial¹. Sin embargo, los modelos de IA se están utilizando cada vez más para desarrollar aplicaciones inteligentes, que van desde los asistentes de IA hasta los vehículos autónomos. Los modelos de IA generativa, en particular los que se emplean para crear contenido textual y visual, requieren grandes cantidades de energía, tanto para su entrenamiento como para su funcionamiento. Por ejemplo, el consumo energético de una simple consulta en ChatGPT3 es unas diez veces superior al de una búsqueda típica con Google². Se espera que, con el desarrollo de grandes modelos de lenguaje (LLM, por sus siglas en inglés) más nuevos e intensivos en capacidad de computación, la demanda de energía asociada siga creciendo³.

Ya existe una relación clara entre el mayor uso de la IA y el consumo de energía. El consumo energético de las «Siete Magníficas» (las siete empresas tecnológicas principales de Estados Unidos, entre las que se incluyen Alphabet y Microsoft) y de las empresas de centros de datos ha crecido con mucha mayor rapidez que el de las empresas del S&P 500, una dinámica que podría estar relacionada con el uso creciente de la IA. La evolución del consumo energético anual en 2023 revela que, si bien el consumo mediano de energía de las empresas del S&P 500 se mantuvo estable, el de las Siete Magníficas y las empresas de centros de datos se incrementó significativamente (un 19 % y un 7 %, respectivamente).

De cara al futuro, las previsiones apuntan a que la demanda de energía relacionada con la IA continuará aumentando, con una distribución desigual entre países. Aunque existe mucha incertidumbre sobre la adopción futura de la IA, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) prevé que los centros de datos —tanto los orientados a la IA como los que no lo están— podrían utilizar un 80 % más de energía en 2026 que en 2022, aun teniendo en cuenta las ganancias de eficiencia (gráfico A)⁴. Más concretamente, se espera que el consumo eléctrico de

¹ Véase «[World Energy Outlook 2023](#)», Agencia Internacional de la Energía, octubre de 2023.

² A. de Vries, «[The growing energy footprint of artificial intelligence](#)», *Joule*, vol. 7, n.º 10, octubre de 2023, pp. 2191-2194.

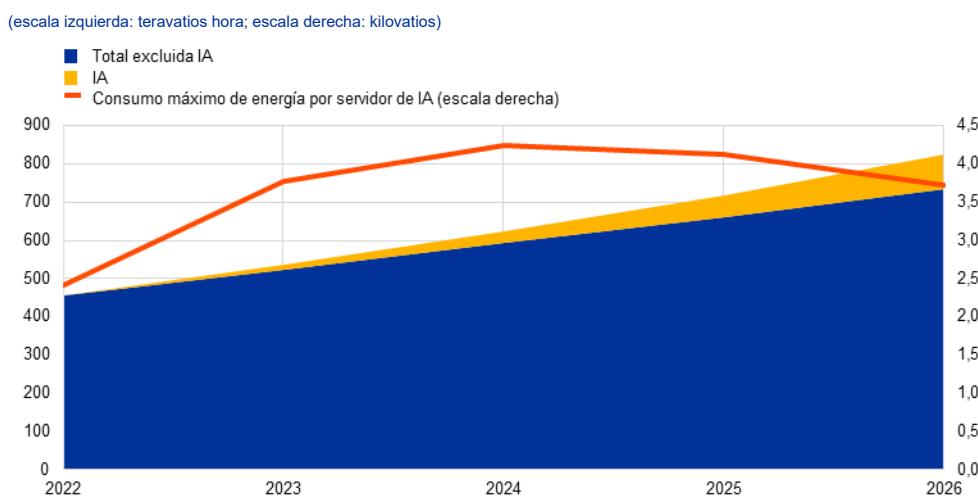
³ Se espera que el consumo de energía relacionado con la IA se incremente aun cuando las tarifas de licencia de algunos LLM se cargan por consulta, lo que podría traducirse en un menor uso en comparación con los modelos gratuitos.

⁴ Véase «[Electricity 2024](#)», Agencia Internacional de la Energía, enero de 2024. La AIE espera que los principales determinantes del consumo de electricidad de los centros de datos no sean solo la IA, sino también la computación en la nube y las criptomonedas.

los centros de datos orientados a la IA se incremente en 90 TWh, lo que supondría una contribución de 20 puntos porcentuales al crecimiento total del consumo energético de estos centros. Ello equivale a alrededor del 4 % del consumo eléctrico actual de la UE. Según la AIE, el consumo de energía de los centros de datos, tanto en aplicaciones de IA como en las que no están basadas en IA, crecería con mayor rapidez en China y en Estados Unidos, con aumentos de 70 TWh y 60 TWh, respectivamente.

Gráfico A

Previsión de crecimiento de la demanda de energía eléctrica de los centros de datos



Fuentes: AIE, Goldman Sachs y cálculos del BCE.

Notas: La demanda de energía eléctrica relacionada con la IA entre 2022 y 2026 se ha interpolado linealmente con los valores para 2026 extraídos de previsiones de la AIE. La línea naranja señala el consumo máximo de energía previsto de un servidor de IA, que muestra las ganancias de eficiencia esperadas.

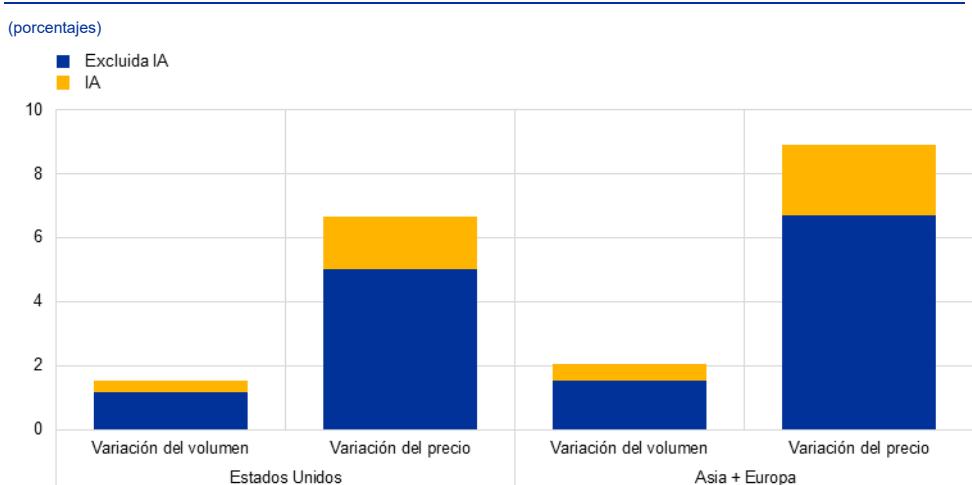
Se espera que el aumento de la demanda de energía relacionada con la IA se satisfaga con el gas natural o con las energías renovables. Las iniciativas regulatorias para reducir la huella de carbono están llevando a las empresas a priorizar las alternativas energéticas neutras en carbono, en particular las renovables. Los gigantes tecnológicos también están estudiando alternativas tales como nuevas centrales nucleares, pero es poco probable que las soluciones que impliquen asociaciones con nuevas grandes instalaciones o las que supongan la adquisición de pequeños reactores modulares específicos estén operativas antes de 2026. En caso de déficits de energía eléctrica, se espera que las renovables se complementen con el gas natural, ya que es menos contaminante que el carbón. Por tanto, podrían considerarse dos escenarios extremos y opuestos: uno en el que toda la demanda energética se satisface con gas natural y otro en el que se cubre íntegramente mediante energías renovables.

Incluso en el primer escenario, en el que se asume que la demanda de energía eléctrica de los centros de datos orientados a la IA se satisface en su totalidad con gas natural, el impacto en los precios del gas es limitado. Escalando la demanda de energía de los centros de datos estimada por la AIE para ajustarla al tamaño del mercado de gas en Estados Unidos y al tamaño de los mercados de gas asiático y europeo combinados, y aplicando después elasticidades tomadas de la literatura, se observa que los precios de esta materia prima podrían subir en torno a

un 9 % en Asia y Europa, y un 7 % en Estados Unidos (gráfico B)⁵. Además, los centros de datos orientados a la IA representarían alrededor de 2 puntos porcentuales del incremento tanto en el mercado asiático-europeo como en el estadounidense. En consecuencia, se espera que la adopción de la IA solo ejerza una presión al alza limitada sobre los precios del gas. La explicación es que la perturbación de demanda energética relacionada con la IA (incluso en este escenario extremo) es mínima en comparación con el tamaño total de los mercados gasísticos estadounidense y asiático-europeo, pese a ser significativa en términos absolutos.

Gráfico B

Variación estimada de la demanda y del precio del gas si toda la demanda energética de los centros de datos se satisface con gas natural para 2026



Fuentes: AIE, y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras se basan en proyecciones de la AIE de la demanda futura de energía de los centros de datos, suponiendo que todas las necesidades energéticas adicionales durante el período comprendido entre 2022 y 2026 se cubren con las centrales de gas. La demanda de energía de los centros de datos se convierte a demanda de gas utilizando un factor de conversión del 45 % (véase «More than 60% of energy used for electricity generation is lost in conversion», *Today in Energy*, U.S. Energy Information Administration, 21 de julio de 2020). La demanda de energía relacionada con la IA de cada región se estima asumiendo un porcentaje constante de consumo eléctrico relacionado con la IA con respecto al consumo eléctrico total de los centros de datos en las dos regiones.

En el segundo escenario, en el que la demanda adicional de energía se cubre con renovables, la demanda de minerales críticos aumenta, pero es poco probable que sus precios se vean afectados significativamente por ello. Las materias primas críticas, como el litio y el níquel, son esenciales para las centrales eólicas y los paneles solares. Su demanda ya es elevada debido a la transición energética y su extracción está altamente concentrada en países específicos, lo que hace que sean particularmente vulnerables a disrupciones en las cadenas de suministro y a tensiones geopolíticas⁶. Sin embargo, al igual que el gas natural, y a diferencia de la electricidad, estos minerales son relativamente fáciles de transportar entre regiones. En consecuencia, se espera que el crecimiento de la demanda relacionada con la IA sea moderado en relación con el tamaño total del mercado,

⁵ Las elasticidades utilizadas se toman de S. Albrizio *et al.*, «[Sectoral Shocks and the Role of Market Integration: The Case of Natural Gas](#)», *AEA Papers and Proceedings*, vol. 113, mayo de 2023, pp. 43-46.

⁶ J. F. Adolfsen, D. Kedan y M-S Lappe, «[The geopolitics of green minerals](#)», *The ECB Blog*, BCE, 10 de julio de 2024.

por lo que las presiones al alza sobre los precios atribuibles de forma específica a la IA serán limitadas.

Sin embargo, el fuerte aumento de la demanda de energía eléctrica relacionada con la IA podría generar presiones sobre los precios en los mercados eléctricos nacionales. Como consecuencia de las limitadas capacidades de interconexión y de la pérdida de energía durante la transmisión, los mercados eléctricos se componen de múltiples submercados que están relativamente aislados. Por consiguiente, a países como Irlanda, que son grandes operadores en el sector de centros de datos, puede resultarles particularmente difícil satisfacer a nivel local la creciente demanda relacionada con la IA. No obstante, el impacto potencial total en los mercados eléctricos nacionales es más difícil de estimar, dado que dependerá de la concentración de los centros de datos orientados a la IA en cada país, de las características específicas de sus mercados y de las exigencias regulatorias para que los centros de datos contribuyan al suministro de energía.

El uso de los *earnings calls* de las empresas para prever la demanda de trabajo de la zona del euro

Claudia Foroni y Christofer Schroeder

La evidencia procedente de las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas de la zona del euro sugiere que la demanda de trabajo sigue disminuyendo. Los *earnings calls* son teleconferencias entre la dirección de una empresa cotizada y sus inversores, los analistas financieros y los medios de comunicación. Estas presentaciones de resultados ofrecen una copiosa fuente de datos económicos actualizados que están disponibles con una frecuencia elevada¹.

En este recuadro se aplica un análisis textual a una amplia base de datos de transcripciones de *earnings calls* de empresas para construir un indicador de la demanda de trabajo de la zona del euro. Posteriormente, se utiliza ese indicador para elaborar previsiones, incluidas a muy corto plazo (*nowcasts*), de la tasa de vacantes de la zona del euro, una medida tradicional de la demanda de mano de obra y una métrica clave del mercado de trabajo². La base de datos de *earnings calls* utilizada contiene información sobre la fecha y la hora exactas de cada una de las teleconferencias y se actualiza cada dos semanas. Esto permite extraer información de estas presentaciones de resultados con bastante antelación a la publicación de los datos oficiales, incluidos los relativos a la tasa de vacantes, que están disponibles con un retardo significativo³.

El indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* que se presenta en este recuadro está muy correlacionado con la tasa de vacantes (gráfico A). Para construir dicho indicador, en primer lugar, se limita la muestra de *earnings calls* a los de las empresas que tenían su sede en la zona del euro en el momento en que se realizó la presentación de resultados. Por tanto, la muestra abarca aproximadamente 600 teleconferencias por trimestre. Después se suma el número de frases de los *earnings calls* que contienen al menos una palabra de una lista de palabras clave que hacen referencia a las presiones que soportan las empresas por no poder cubrir la demanda de mano de obra, según lo indicado en Dueholm, Kalyani y Ozkan⁴. Aunque es algo más volátil, el indicador está muy correlacionado con la tasa de vacantes de la zona del euro, con un coeficiente de correlación de alrededor de 0,9. En particular, refleja el incremento sostenido de esa tasa entre 2016 y 2020 y su aumento acusado en 2021. Tanto el indicador de la demanda de trabajo como la tasa de vacantes alcanzaron un máximo en el primer

¹ Véase información sobre otro uso de los *earnings calls* para la elaboración de indicadores macroeconómicos en el recuadro titulado «*Earnings calls: nueva evidencia sobre los beneficios, la inversión y las condiciones de financiación de las empresas*», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2023.

² La tasa de vacantes se define como el número de vacantes dividido por la suma del número de puestos ocupados y el número de vacantes.

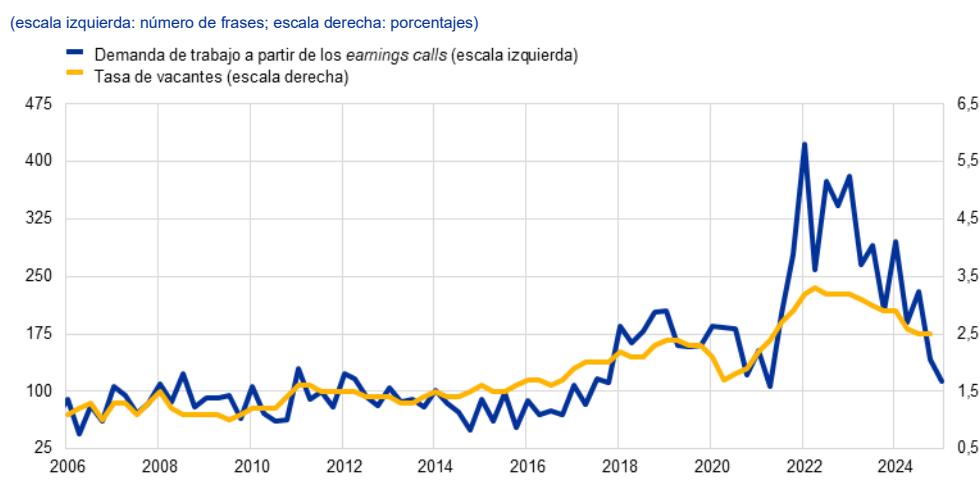
³ La estimación de avance de la tasa de vacantes de la zona del euro se publica normalmente alrededor de un mes y medio después de que acabe el trimestre al que se refiere, mientras que la primera publicación se produce unos tres meses después del final del trimestre.

⁴ Véase M. Dueholm, A. Kalyani y S. Ozkan, «*Can Earnings Calls Be Used to Gauge Labor Market Tightness?*», *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 18 de junio de 2024.

semestre de 2022 y desde entonces han mostrado una tendencia a la baja, lo que sugiere que la demanda de mano de obra se está enfriando.

Gráfico A

Indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* y tasa de vacantes de la zona del euro



Fuentes: Eurostat, NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La línea azul muestra el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls*, tal como se describe en el texto. La línea amarilla indica la tasa de vacantes de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025 para el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* y al cuarto trimestre de 2024 para la tasa de vacantes.

Los datos obtenidos de los *earnings calls* recientes sugieren que la tasa de vacantes seguirá descendiendo ligeramente (gráfico B). Con el fin de elaborar un indicador temprano de la tasa de vacantes antes de que se publiquen los datos oficiales, se emplea un enfoque de regresión basado en el muestreo de datos de frecuencia mixta o MIDAS (*mixed data sampling*) para generar predicciones a muy corto plazo, así como previsiones hasta a dos trimestres vista⁵. Las regresiones MIDAS ofrecen la principal ventaja de permitir predecir una variable de baja frecuencia (la tasa de vacantes) utilizando datos de alta frecuencia (el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls*). Con el fin de reducir la posibilidad de que se utilicen especificaciones erróneas del modelo, se estima una serie de regresiones MIDAS sobre varias especificaciones, incluidas distintas formas funcionales de los polinomios de rezagos y restricciones a los parámetros del modelo⁶. Posteriormente, se tienen en cuenta el intervalo y la media de las previsiones que se obtienen de las diferentes especificaciones. Estas apuntan a un

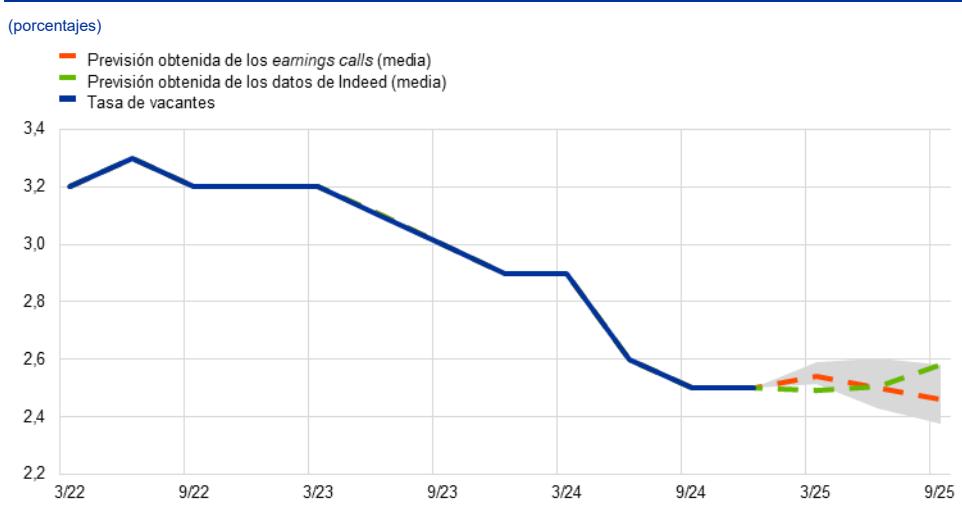
⁵ Las regresiones MIDAS se utilizan a menudo para elaborar previsiones a corto plazo, dado que las ventajas informativas derivadas de los datos de alta frecuencia actualizados desaparecen cuanto más se extienda el horizonte de las proyecciones hacia el futuro (véase F. Foroni y M. Marcellino, «[A survey of econometric methods for mixed-frequency data](#)», *Working Papers*, Norges Bank Research, n.º 06, 2013).

⁶ En concreto, se estiman dos especificaciones polinómicas diferentes. En primer lugar, se incluye un polinomio exponencial de almon (véase E. Ghysels, A. Sinko y R. Valkanov, «[MIDAS Regressions: Further Results and New Directions](#)», *Econometric Review*, vol. 26, número 1, 2007, pp. 53-90). En segundo lugar, se estima un MIDAS sin restricciones, como se describe en C. Foroni, M. Marcellino y C. Schumacher, «[Unrestricted mixed data sampling \(MIDAS\): MIDAS regressions with unrestricted lag polynomials](#)», *Journal of the Royal Statistical Society, Series A*, vol. 178, n.º 1, pp. 57-82, enero de 2015. Además, para cada especificación del modelo se tienen en cuenta diversas ventanas con el fin de suavizar el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls* utilizando una media móvil.

enfriamiento sostenido de la demanda de trabajo para los trimestres en curso y siguientes. Según las previsiones, la tasa de vacantes habría fluctuado en torno al 2,5 % en el primer trimestre de 2025 y habría permanecido igual en el segundo trimestre —0,8 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en el segundo trimestre de 2022, pero aún por encima de su media del 1,9 % registrada antes de la pandemia—. Para el tercer trimestre de 2025, las previsiones obtenidas sugieren un descenso marginal hacia el 2,4 % con riesgos prácticamente equilibrados, ya que el intervalo de las previsiones resultantes se distribuye de manera bastante homogénea en torno a la media. El perfil de las previsiones es acorde, en líneas generales, con las proyecciones de actividad económica que figuran en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025, lo que sugiere un menor dinamismo del crecimiento en el primer semestre de 2025.

Gráfico B

Previsiones de la tasa de vacantes de la zona del euro



Fuentes: Eurostat, NL Analytics y cálculos del BCE.

Notas: La línea continua de color azul muestra la tasa de vacantes de la zona del euro hasta el cuarto trimestre de 2024. La parte gris indica el intervalo mínimo-máximo de previsiones obtenido con varias especificaciones MIDAS y MIDAS sin restricciones y diferentes variantes del indicador de la demanda de trabajo elaborado a partir de los *earnings calls*. La línea discontinua roja muestra la previsión media. La línea discontinua verde señala la previsión media de la tasa de vacantes obtenida utilizando datos sobre ofertas de empleo de Indeed en el marco de las previsiones de regresión MIDAS empleado. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2025 para los indicadores subyacentes de la demanda de trabajo obtenidos a partir de los *earnings calls* y las ofertas de empleo de Indeed. Las previsiones abarcan el período hasta el tercer trimestre de 2025.

Las previsiones a corto plazo de la tasa de vacantes a partir de los *earnings calls* son acordes, en líneas generales, con las obtenidas con indicadores alternativos de la demanda de trabajo. Los datos sobre vacantes del portal web de empleo de Indeed constituyen otra fuente novedosa y útil de información sobre el mercado laboral de la zona del euro. Tanto el número de vacantes que figuran en el sitio web como el número de nuevas vacantes publicadas pueden ayudar a medir la demanda de mano de obra. Al igual que el indicador de la demanda de trabajo obtenido a partir de los *earnings calls*, los datos de Indeed están actualizados y disponibles con una frecuencia elevada, aunque durante un horizonte temporal mucho más corto⁷. El número de ofertas de empleo publicadas en Indeed ha

⁷ La base de datos de *earnings calls* utilizada se remonta a principios de 2002, mientras que la serie temporal de los datos sobre ofertas de empleo de Indeed no empieza hasta principios de 2018.

disminuido de forma sostenida desde finales de 2023. Al final de 2024, se situaba en torno a un 10 % por debajo del nivel de principios de año. Al mismo tiempo, el flujo de nuevas vacantes, que se considera un indicador más sensible de la demanda de trabajo, ha mostrado igualmente una tendencia a la baja, lo que también indica una moderación de la demanda de mano de obra. Al incorporar estos datos al método de regresión MIDAS utilizado se obtienen previsiones de la tasa de vacantes de la zona del euro acordes, en general, con las basadas en información procedente de los *earnings calls*, sobre todo a corto plazo (gráfico B). Las previsiones apuntan a una tasa de vacantes relativamente estable de alrededor del 2,5 % hasta mediados de 2025, con un ligero aumento esperado hacia el final del período de previsión⁸.

En resumen, las transcripciones de los *earnings calls* proporcionan información útil y actualizada sobre el mercado de trabajo de la zona del euro.

Los resultados de este estudio sugieren que la demanda de mano de obra se moderará de forma muy gradual en la zona del euro en los próximos trimestres a medida que el mercado laboral siga enfriándose en su conjunto.

⁸ La previsión basada en Indeed apunta a un leve incremento en el tercer trimestre de 2025, pero sigue manteniéndose en el intervalo de las previsiones basadas en los *earnings calls* a mediados de 2025. Ello podría deberse a la mayor estacionalidad de las series de datos de Indeed o a la muestra más corta disponible, lo que contribuye a impulsar la previsión hacia los máximos históricos registrados recientemente.

Evolución del alquiler en la zona del euro: información procedente de la encuesta CES

Colm Bates, Christian Höynck, Omiros Kouavas, Desislava Rusinova y Larissa Zimmermann

En este recuadro se analiza la evolución reciente del mercado del alquiler en la zona del euro a partir de datos procedentes de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés). Los alquileres son un componente importante del gasto de los hogares, pero su análisis ha supuesto un reto, ya que no se dispone con facilidad de datos armonizados sobre el gasto en alquiler de los hogares en toda la zona del euro. La CES puede contribuir a subsanar esta falta de datos porque recopila información actualizada sobre el gasto de los hogares¹. También permite analizar la heterogeneidad existente entre los países que participan en la encuesta, así como entre los distintos hogares².

El porcentaje de hogares en régimen de alquiler y el nivel de los precios nominales del alquiler difieren considerablemente de un país a otro. En la zona del euro, el porcentaje medio de arrendatarios se sitúa en torno al 28 % y el gasto nominal en alquiler supone alrededor de una tercera parte de la renta mensual de los hogares. Sin embargo, el porcentaje de hogares arrendatarios varía sustancialmente entre los distintos países y en la actualidad oscila entre el 15 % en Italia y casi el 50 % en Alemania y Austria (parte izquierda del panel a del gráfico A)³. La mayor proporción de arrendatarios se encuentra en el grupo con rentas más bajas (parte derecha del panel a del gráfico A). Si se analiza más detalladamente el nivel de los precios nominales del alquiler también se constata una dispersión significativa entre países y dentro de cada país (panel b del gráfico A)⁴. La dispersión de los precios del alquiler es muy elevada en Irlanda, donde existen grandes diferencias en función de la ubicación (es decir, entre áreas urbanas y rurales, como también se aprecia en la marcada diferencia entre la media y la mediana), mientras que es mucho menor en Grecia y en los Países Bajos. En general, los mayores precios nominales del alquiler se observan en Irlanda, Austria y Bélgica. Si se examina el gasto en alquiler en relación con la renta de los hogares (panel c del gráfico A), la clasificación de los países varía: Irlanda sigue presentando

¹ Los datos sobre el gasto relacionado con la vivienda, incluidos alquileres, mantenimiento y conservación de la vivienda y seguros (excluidas cuotas hipotecarias), se recopilan trimestralmente como parte de una pregunta más amplia sobre el consumo de los hogares desagregado en doce categorías de gasto.

² A partir de 2022, los países que participan en la CES son Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia.

³ Estos porcentajes son acordes, en general, con los resultados de las estadísticas de la UE sobre la renta y las condiciones de vida y de la encuesta del Eurosistema sobre la situación financiera y el consumo de los hogares, tanto en términos de la clasificación de los países como de los porcentajes.

⁴ El principal indicador de crecimiento de los precios del alquiler presentado en este recuadro no tiene en cuenta las diferencias sistemáticas entre los países en términos de calidad y antigüedad de la vivienda. Sin embargo, estas diferencias se controlan en la serie que solo considera los individuos que no cambian de residencia, que se muestra en el panel a del gráfico C, donde las tasas de crecimiento se calculan para el alquiler de las mismas personas en la misma vivienda, con doce meses de diferencia.

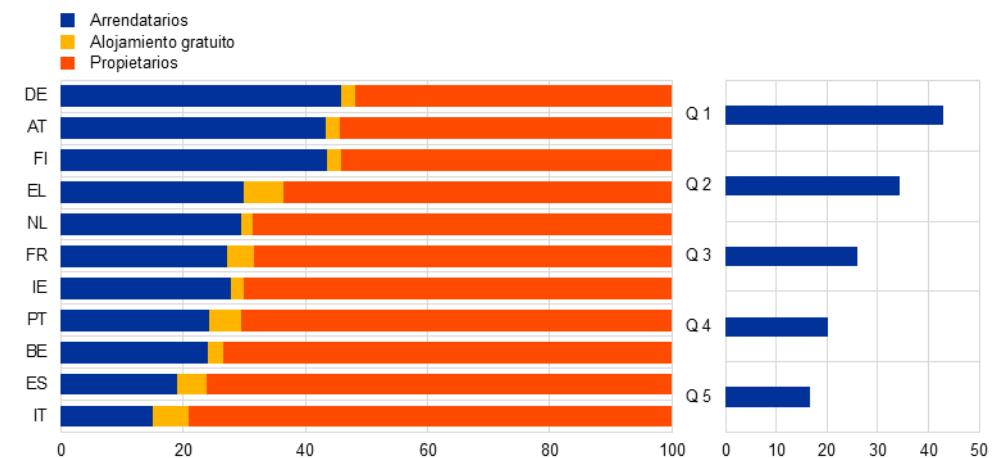
la ratio media más alta entre alquiler y renta, seguida de Grecia y Finlandia, mientras que Alemania registra la ratio más baja. En los países en los que los arrendatarios representan una proporción mayor de la población también suele haber más hogares con rentas elevadas en régimen de alquiler, lo que reduce la ratio media entre renta y alquiler.

Gráfico A

Porcentaje de arrendatarios y niveles de precios del alquiler por país

a) Porcentaje de arrendatarios por país y quintil de renta

(porcentaje de encuestados)



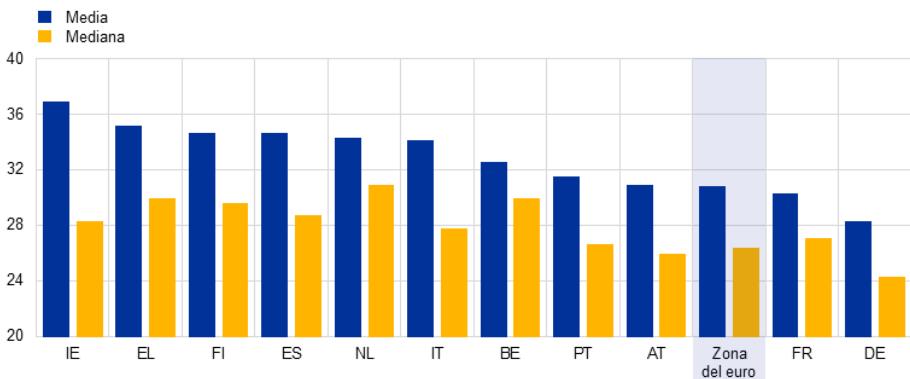
b) Niveles y dispersión de los precios del alquiler

(euros al mes)

Rango intercuartílico
Media
Mediana



c) Niveles de precios del alquiler en relación con la renta mensual de los hogares
(porcentaje de la renta)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. El panel a incluye una muestra completa de encuestados para 2024 y enero de 2025. Los porcentajes de tipos de régimen de la vivienda se presentan por país y quintil de renta (Q). Los quintiles de renta se calculan para una muestra completa de encuestados en todas las ediciones de la encuesta de 2024 y enero de 2025. Los paneles b y c incluyen una muestra completa de los arrendatarios encuestados correspondiente a enero de 2025 y al período comprendido entre enero de 2024 y enero de 2025, respectivamente. El análisis de los precios del alquiler no controla por el tamaño de la vivienda. Los valores se winsorizan a nivel de país (en los percentiles 2 y 98).

El indicador de crecimiento del gasto en alquiler basado en la CES sugiere que el avance de los precios de la vivienda en alquiler se moderó tras registrar un máximo en el tercer trimestre de 2023, pero que se mantuvo por encima del 3 % en el tercer trimestre de 2024. Este indicador se construye como la media ponderada de las tasas de crecimiento de cada hogar, tras depurar los datos para asegurar que no se vean influidos por valores atípicos importantes o por efectos de composición derivados de la entrada o salida de encuestados del panel⁵. La tasa media de avance interanual de los precios del alquiler en la zona del euro aumentó desde principios de 2022 y alcanzó un máximo superior al 5 % en 2023 (panel a del gráfico B). Posteriormente, descendió de forma gradual y se mantuvo en niveles próximos al 3 % durante la mayor parte de 2024. En el indicador de precios del alquiler basado en la CES se aplica un enfoque más armonizado que en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), en el que se hace un seguimiento de la evolución de los alquileres a lo largo del tiempo para los mismos hogares, con independencia de si estos permanecen en la misma vivienda o cambian de residencia. El indicador resultante es más sensible a la inflación y al ciclo económico que el componente de alquileres del IAPC, sobre todo para algunos países (como Alemania), lo que puede estar relacionado con las diferentes prácticas que siguen,

⁵ La media de las tasas de avance individuales está muy ajustada para evitar el efecto de los valores atípicos derivados de errores en la información. Para ello, las variaciones interanuales desmedidas (crecimiento negativo inferior al 50 % o crecimiento positivo superior al 200 % en un año) se recortan (se eliminan de la muestra). Además, las subidas y bajadas de más del 50 % de los precios del alquiler se winsorizan (las observaciones que superan los límites se sustituyen por el límite). Para moderar el impacto de los cambios de composición, que podrían generar efectos automáticos no relacionados con el crecimiento real de los alquileres, el alquiler de un hogar solo se incluye en el indicador de crecimiento si este tiene la condición de arrendatario tanto al principio como al final del período de doce meses.

ya que el reglamento sobre el IAPC les permite elegir la metodología que aplican, tal como se refleja en el manual metodológico sobre el IAPC⁶.

Se observan diferencias considerables entre países en el crecimiento declarado de los precios del alquiler. El avance interanual de los precios del alquiler señalado en la encuesta CES en los doce últimos meses ha sido, en promedio, superior al 7 % en Irlanda y Portugal, pero inferior al 3 % en Países Bajos, Alemania e Italia (panel b del gráfico B). En el tercer trimestre de 2024 (los datos más recientes), el mayor aumento (muy superior también a las medias anteriores) fue señalado por los hogares encuestados en Portugal, mientras que los valores correspondientes a Italia y Finlandia se situaron por debajo de las medias registradas en el pasado. En Irlanda y Austria, el crecimiento de los precios del alquiler ha seguido siendo sistemáticamente elevado.

⁶ En el IAPC, los alquileres pueden calcularse realizando un seguimiento de los hogares, las viviendas o los propietarios. Esta flexibilidad podría ocasionar que se sigan prácticas diferentes en las distintas oficinas nacionales de estadística, lo que, a su vez, podría tener un efecto diferencial en los resultados observados. Para información más detallada, véase el apartado 12.4.4 del [manual metodológico sobre el IAPC](#).

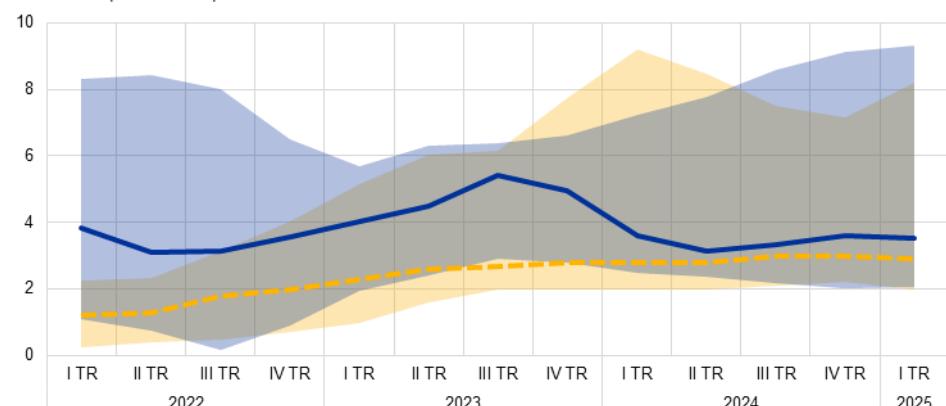
Gráfico B

Crecimiento de los precios del alquiler en la zona del euro y por país

a) Crecimiento de los precios del alquiler en la zona del euro

(tasas de variación interanual)

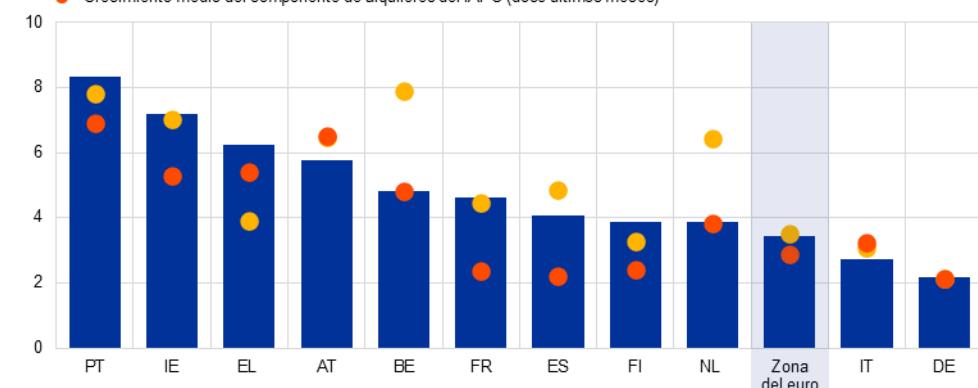
- Rango de países de la CES
- Rango de países del IAPC
- Indicador de crecimiento de los precios del alquiler de la CES
- Componente de alquileres del IAPC



b) Crecimiento de los precios del alquiler por país

(tasas de variación interanual)

- Crecimiento medio de los precios del alquiler (doce últimos meses)
- Crecimiento más reciente de los precios del alquiler
- Crecimiento medio del componente de alquileres del IAPC (doce últimos meses)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: El panel b incluye una muestra completa de arrendatarios. Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. La media móvil más reciente de dos trimestres de la tasa de avance interanual (puntos de color amarillo) corresponde a enero de 2025. Las columnas de color azul muestran el crecimiento medio de los precios del alquiler en el período de la muestra (entre enero de 2024 y enero de 2025). Los puntos de color rojo se refieren al crecimiento medio del componente de alquileres del IAPC en los doce últimos meses.

El crecimiento reciente de los precios del alquiler por metro cuadro basado en la encuesta CES ha estado impulsado de manera más que proporcional por los nuevos contratos de arrendamiento. La tasa media de crecimiento de los precios del alquiler por metro cuadro de los hogares que cambiaron de residencia en el año anterior ha sido sistemáticamente más alta que la de los hogares que no se han mudado y ha aumentado de forma sostenida en los tres últimos años (parte izquierda del panel a del gráfico C). Los aumentos generales de los precios del alquiler en la economía suelen comenzar con una subida de los precios de los nuevos contratos de arrendamiento, ya que la protección de los inquilinos en los contratos en vigor incentiva que los propietarios suban el alquiler cuando se produce

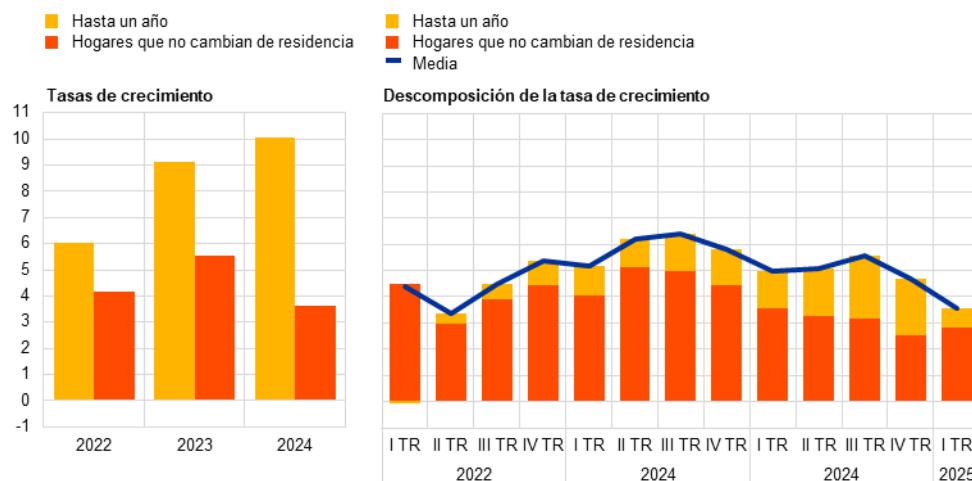
un cambio de arrendatario. Con el tiempo, el alquiler de los contratos en vigor también aumenta gradualmente. El mayor incremento de los precios en los nuevos contratos de alquiler también puede deberse, en parte, a que los hogares se trasladan a viviendas de más calidad o a zonas mejores. De hecho, el principal motivo señalado por los hogares para cambiar de vivienda fue el deseo de mejorar sus condiciones de vida. Si la tasa de crecimiento total de los precios del alquiler se descompone en las contribuciones de los hogares que han cambiado de residencia recientemente (es decir, los arrendatarios que se han mudado hasta un año antes) y las de los que no han cambiado de residencia, se observa que estos últimos influyen más en dicha tasa, dado que constituyen un porcentaje más elevado. Con todo, habida cuenta del mayor avance de los precios del alquiler en este segmento, los hogares que cambian de residencia —que suponen alrededor del 15 % de los arrendatarios— contribuyen de forma más que proporcional al representar en torno a una tercera parte de la tasa de crecimiento total (parte derecha del panel a del gráfico C).

Gráfico C

Descomposición del crecimiento de los precios del alquiler

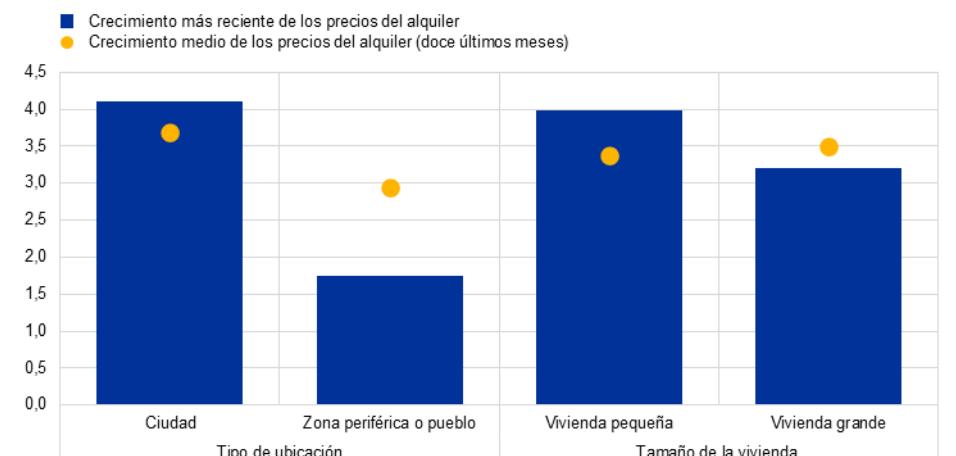
a) Crecimiento de los precios del alquiler por metro cuadrado – contribuciones por tiempo de permanencia en la vivienda

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



b) Crecimiento de los precios del alquiler por tipo de ubicación y tamaño de la vivienda

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los cálculos se basan en estimaciones ponderadas. El panel a incluye una submuestra de arrendatarios con tiempo de permanencia conocido en la vivienda. La línea azul representa la media móvil de dos trimestres combinada de la tasa de crecimiento interanual de los precios del alquiler dividida por los metros cuadrados. «Hasta un año» se refiere a la contribución de los encuestados que han vivido en su residencia actual durante un año o menos. El panel b incluye una muestra completa de arrendatarios. La media móvil más reciente de dos trimestres de la tasa de avance interanual se refiere a enero de 2025. El «crecimiento medio de los precios del alquiler» es la media de las tasas de avance interanual del período de la muestra (de enero de 2024 a enero de 2025).

El crecimiento reciente de los precios del alquiler señalado en la encuesta CES ha sido mayor en las ciudades y para las viviendas más pequeñas. El panel b del gráfico C muestra que el aumento de los alquileres en las ciudades ha seguido siendo superior al registrado en las zonas periféricas y rurales, y que esta diferencia parece haberse ampliado en el pasado reciente. Los datos de la CES apuntan también a un crecimiento ligeramente más elevado de los alquileres en el caso de las viviendas más pequeñas que en el de las de mayor tamaño, mientras que, en el pasado, las tasas de avance eran prácticamente idénticas.

El indicador de precios del alquiler basado en la CES permite hacer un seguimiento oportuno y exhaustivo del mercado del alquiler. Estos datos a nivel individual de la CES pueden ampliar las posibilidades de realizar un seguimiento de la evolución de los alquileres también con respecto a la heterogeneidad entre los hogares. Los trabajos futuros tratarán de seguir validando este indicador, también con la validación cruzada de los datos de la CES con fuentes externas. Además, el papel de los ajustes de calidad en el crecimiento de los precios del alquiler podría estudiarse más a fondo considerando factores como la antigüedad, la ubicación y la renovación de las viviendas, para calibrar hasta qué punto la tasa de crecimiento refleja cambios en la calidad de la vivienda.

Análisis de la evolución relativa de la inflación de los bienes y de los servicios

Catalina Martínez Hernández, Mario Porqueddu, Blanca Prat I Bayarri y Lourdes María Zulli Gandur

La brecha entre la inflación de los servicios y la de los bienes industriales no energéticos (BINE) varía con el tiempo, pero se había mantenido en niveles positivos durante un largo período hasta la escalada de la inflación observada en 2021-2022 (gráfico A)¹. Históricamente, los precios de los servicios se han incrementado a un ritmo más rápido que los de los BINE, lo que implica una brecha positiva persistente entre las dos tasas de inflación. La brecha de las tasas de inflación interanual pasó de una media de 1,5 puntos porcentuales en el período comprendido entre 1999 y 2008 a una media de 1 punto porcentual entre 2008 y 2019. Esta disminución se debió sobre todo a un descenso de la tasa de variación de los precios de los servicios, probablemente como consecuencia de la debilidad de la demanda y del bajo crecimiento de los salarios después de la crisis financiera y de deuda soberana². Durante la pandemia de COVID-19, restricciones como el distanciamiento social y las medidas de confinamiento generalizadas afectaron al consumo relativo de bienes y servicios y a las presiones inflacionistas relacionadas. En 2022, el rápido y fuerte aumento de la tasa de variación de los BINE, que fue superior al incremento de la tasa correspondiente a los servicios, se tradujo en una brecha negativa de más de 1 punto porcentual. Esta brecha no volvió a situarse en terreno positivo hasta que la inflación de los bienes se normalizó en 2023 y 2024 de forma casi simétrica al repunte anterior. Sin embargo, mientras que la inflación de los BINE se redujo, la de los servicios se mantuvo elevada y desde entonces ha oscilado en torno al 4 %. Por tanto, la brecha positiva se ha ampliado hasta situarse en una media de 2,5 puntos porcentuales en los últimos trimestres.

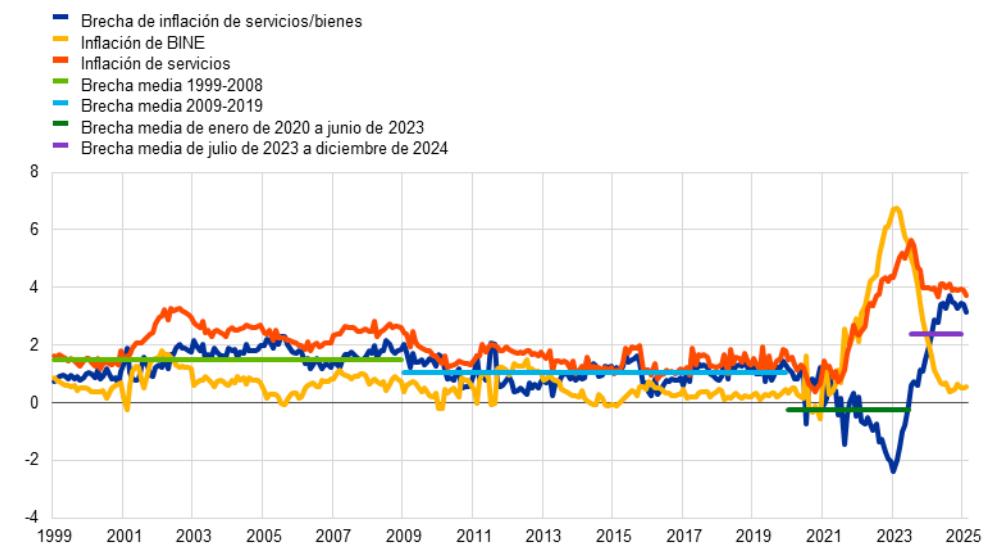
¹ Para un análisis de la evolución de los precios relativos y su fundamento teórico basado en la hipótesis de la «enfermedad de costes» de Baumol y en la hipótesis de Balassa-Samuelson, véase P. Lane, «*Inflation Diagnostics*», *The ECB Blog*, 25 de noviembre de 2022.

² Véase el recuadro titulado «[Determinantes de la variación de la brecha entre la inflación de los precios de los servicios y la de los precios de los bienes](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2019.

Gráfico A

Inflación de los servicios y de los bienes, y brecha entre ambas

(tasas de variación interanual y puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La brecha de inflación de los servicios/bienes es la diferencia entre las tasas de variación interanual de los componentes de servicios y de BINE del IAPC. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

Las fluctuaciones acusadas de la brecha de inflación en los últimos años reflejan en gran medida el mayor impacto de los costes de la energía y de las cadenas globales de suministro sobre la tasa de variación de los precios de los bienes y la dinámica de los salarios y los costes laborales. La evidencia procedente de un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) indica que las perturbaciones de oferta, en particular las relacionadas con la energía y las cadenas globales de suministro, tuvieron un efecto mayor y más rápido, pero menos persistente, sobre la inflación de los BINE que sobre la de los servicios (gráfico B)³. Según los últimos datos, los efectos de estas perturbaciones básicamente han desaparecido de la tasa de variación de los precios de los BINE, que actualmente se está viendo frenada sobre todo por la debilidad de la demanda externa. En cambio, en la tasa de crecimiento de los precios de los servicios el impacto de las perturbaciones de oferta ha sido más persistente y continúa la presión alcista de las perturbaciones del mercado laboral asociadas a las todavía fuertes presiones salariales. De cara al futuro, se espera que la moderación de los precios de la energía, la desaparición gradual de

³ Se estima una versión trimestral del modelo BVAR estructural descrito en M. Bañbara, E. Bobeica y C. Martínez Hernández, «[What drives core inflation? The role of supply shocks](#)», *Working Paper Series*, n.º 2875, BCE, 2023. El modelo incluye el IAPC, el IAPCX, el componente de servicios del IAPC, el PIB real, el PIB mundial, el PMI de producción, el PMI de plazos de entrega de los proveedores y el índice de presiones en las cadenas globales de suministro (GSCPI) de G. Benigno, J. di Giovanni, J. J. J. Groen y A. I. Noble, «[The GSCPI: A New Barometer of Global Supply Chain Pressures](#)», *Staff Reports*, n.º 1017, *Federal Reserve Bank of New York*, mayo de 2022, así como los precios del petróleo, la producción de petróleo, los precios del gas, los precios agrícolas en origen, los precios de producción totales, los precios de producción de los sectores de energía y de bienes intermedios, el tipo de cambio del euro/dólar estadounidense (EUR/USD) y la remuneración por asalariado. La descomposición histórica de la inflación de los BINE se elabora utilizando las descomposiciones de la inflación medida por el IAPCX y la de los servicios, y las correspondientes ponderaciones del IAPC.

las perturbaciones de oferta y el menor crecimiento de los salarios contribuyan a una desaceleración de la tasa de variación de los precios de los servicios.

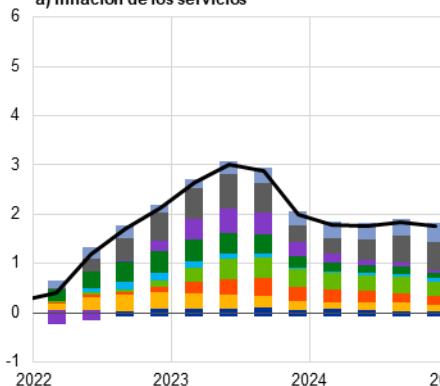
Gráfico B

Descomposición histórica de la inflación de los servicios y de los BINE

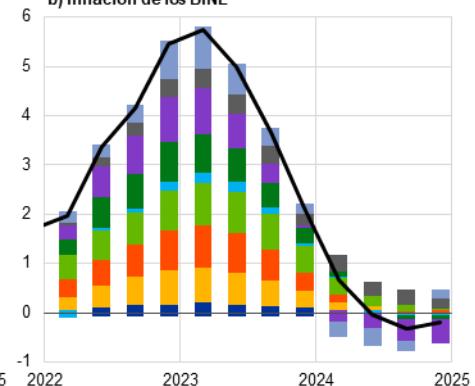
(puntos porcentuales y contribuciones en puntos porcentuales en desviaciones con respecto a la media implícitas en el modelo y las condiciones iniciales)

- Oferta de petróleo
- Demanda de petróleo
- Precio del gas
- Cadenas globales de suministro
- Oferta interna
- Demanda interna
- Demanda externa
- Mercado de trabajo
- Componente idiosincrásico
- Desviación con respecto a la media

a) Inflación de los servicios



b) Inflación de los BINE



Fuentes: Eurostat, Haver y cálculos del BCE.

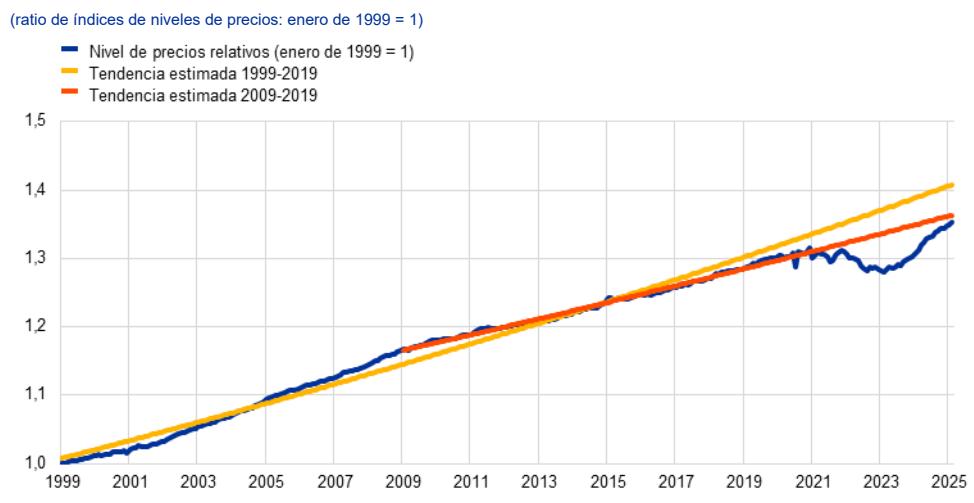
Notas: Los paneles muestran la contribución media puntual de las perturbaciones estructurales a la inflación de los servicios y a la de los BINE en desviaciones con respecto al impacto de las condiciones iniciales y la media. El modelo se basa en una versión trimestral del modelo BVAR estructural descrito en M. Barbura, E. Bobeica y C. Martínez Hernández, «What drives core inflation? The role of supply shocks», *Working Paper Series*, n.º 2875, BCE, 2023. La muestra de la estimación abarca el período comprendido entre el cuarto trimestre de 1996 y el mismo trimestre de 2024.

La reciente brecha de inflación muy positiva implica que el nivel de precios relativos de los servicios con respecto a los bienes está convergiendo hacia la tendencia anterior a la pandemia (gráfico C). Entre 2021 y mediados de 2023, el nivel de precios relativos de los servicios con respecto al de los bienes industriales no energéticos pasó a situarse muy por debajo de las tendencias de largo plazo. En febrero de 2025, esta desviación había crecido y se había situado en torno a un 3,9 % por debajo de la tendencia estimada para el período 1999-2019. Los precios relativos con respecto a la tendencia proporcionan una perspectiva adicional para evaluar las tasas de inflación en relación con las medias de inflación de más largo plazo, ya que estas últimas pueden no ser una referencia fiable para la evolución futura. Por ejemplo, el período de «baja inflación» inferior al objetivo llevó a que la inflación subyacente registrara un promedio a largo plazo previo a la pandemia de solo el 1,6 %, mientras que las proyecciones disponibles en la actualidad prevén que este indicador se estabilice en torno al 2 % en los próximos años. Examinar la convergencia del nivel de precios relativos hacia la tendencia tiene la ventaja de que, en principio, no depende de un supuesto específico relativo a la tasa de inflación subyacente. A menos que las perturbaciones de los últimos años hayan provocado un cambio permanente de las preferencias y la productividad, cabe esperar que el nivel de precios relativos converja hacia su tendencia anterior a la

pandemia, al menos a medio plazo. La evolución reciente de la brecha apunta a una reversión casi simétrica de la variación acumulada hasta mediados de 2023⁴.

Gráfico C

Precios relativos de los servicios con respecto a los BINE



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la evolución de los precios de los servicios con respecto a los de los BINE. Los datos están desestacionalizados. La última observación corresponde a febrero de 2025. Las tendencias se estiman mediante la regresión del logaritmo del nivel de precios relativos sobre una tendencia constante y lineal.

Las tendencias futuras de los precios relativos están rodeadas de un alto grado de incertidumbre, ya que dependen de factores estructurales relacionados con las tendencias mundiales, la digitalización, la evolución demográfica y el cambio climático. Por ejemplo, la desglobalización debida a la fragmentación geopolítica y comercial podría impulsar al alza los precios de los bienes comerciables⁵. La digitalización y la evolución de la inteligencia artificial (IA) podrían afectar a los precios de los servicios y de los bienes de manera diferente⁶. La magnitud del efecto total sigue siendo incierta y depende de la rapidez con la que estas tecnologías se adopten en el proceso de producción. Las tendencias demográficas, como el envejecimiento de la población, podrían incrementar la demanda de servicios e impulsar al alza los precios al influir en los costes salariales de un sector relativamente intensivo en mano de obra como el de servicios. El cambio climático y las medidas de mitigación asociadas podrían afectar a los precios de los bienes y de los servicios en distinta medida, tanto a través de la exposición a las consecuencias del cambio climático en cada sector como de la

⁴ En P. Amatyakul, D. Igan y M. J. Lombardi, «[Sectoral price dynamics in the last mile of post-Covid-19 disinflation](#)», *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales, marzo de 2024, se proporcionan estimaciones económicas de esa «corrección de errores» para economías avanzadas (zona del euro, Estados Unidos y Reino Unido), lo que sugiere una convergencia hacia la tendencia en un plazo de alrededor de dos años.

⁵ Se puede consultar más información en M. G. Attinasi *et al.*, «[Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 365, BCE, 2024.

⁶ En el caso de Estados Unidos, en A. G. Gazzani y F. Natoli, «[The Macroeconomic Effects of AI-based Innovation](#)», SSRN, diciembre de 2024, se llega a la conclusión de que el efecto de la innovación de IA es negativo en los precios de los bienes y es positivo, aunque no significativo, en los precios de los servicios. El efecto a la baja sobre los precios de los bienes viene determinado por el descenso de los precios de los bienes de consumo duradero y de alta tecnología.

exposición a las políticas de mitigación específicas de cada sector, como la subida de los impuestos al carbono en el contexto de la transición energética⁷.

⁷ Para un análisis de los riesgos físicos para las tasas de inflación de la zona del euro, véase M. Ciccarelli, F. Kuik y C. Martínez Hernández, «The asymmetric effects of temperature shocks on inflation in the largest euro area countries», *European Economic Review*, vol. 168, septiembre de 2024.

Visión de las entidades de crédito y de las empresas sobre las condiciones de crédito en la zona del euro: un análisis comparativo basado en las encuestas del BCE

Maria Dimou, Annalisa Ferrando, Petra Köhler-Ulbrich y Judit Rariga

En este recuadro se presenta un análisis de datos de las encuestas sobre el crédito bancario a empresas de la zona del euro desde la perspectiva de las entidades de crédito y de las empresas. La [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro](#) (EPB) y la [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación](#) (SAFE, por sus siglas en inglés) son encuestas de larga tradición que ofrecen información cualitativa sobre la oferta y la demanda de crédito y sobre la interacción entre ambas¹. Las dos encuestas proporcionan importantes indicaciones tempranas de las tendencias futuras de los volúmenes de préstamos e información sobre los factores determinantes de la oferta y la demanda de crédito. La EPB se centra en la valoración que realizan las entidades de crédito de las condiciones del crédito bancario, incluidas sus interacciones con fuentes de financiación alternativas. La SAFE aporta información más detallada, basada en las respuestas de las empresas encuestadas, sobre su estructura financiera en sentido amplio. La combinación de los resultados de ambas encuestas permite complementar los datos cuantitativos sobre los volúmenes de préstamo y los tipos de interés aplicados, y mejorar la interpretación de las condiciones económicas y financieras en la zona del euro².

Desde el punto de vista conceptual, los criterios de concesión de préstamos de la EPB y la disponibilidad de préstamos bancarios de la SAFE están estrechamente relacionados y evolucionan de manera similar (gráfico A). En general, a lo largo de la historia de ambas encuestas ha habido una correlación entre la valoración efectuada por las entidades en la EPB sobre sus criterios de concesión (es decir, los criterios de aprobación de los préstamos) y las percepciones expresadas por las empresas en la SAFE acerca de la disponibilidad

¹ En relación con la EPB, véase el artículo titulado «[Happy anniversary, BLS – 20 years of the euro area bank lending survey](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2023. Por lo que respecta a la SAFE, véase el artículo titulado «[The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2024. La EPB es representativa del crédito bancario concedido a las empresas y los hogares de la zona del euro, mientras que la SAFE es representativa de la población total de empresas de la zona. La EPB se lleva a cabo trimestralmente desde que comenzó a publicarse en 2003. La SAFE, que empezó a llevarse a cabo en 2009 con frecuencia semestral, pasó a ser trimestral en el primer trimestre de 2024, lo que permite realizar una comparación directa de sus resultados con los de la EPB. Las dos encuestas son de naturaleza cualitativa y en ellas se pregunta a las entidades de crédito/empresas sobre los cambios en la oferta y la demanda de crédito. El análisis se centra en los «porcentajes netos», definidos como la diferencia entre el porcentaje de entidades o empresas que comunican un endurecimiento/aumento y las que señalan una relajación/dismisión. Por consiguiente, los porcentajes netos no deben interpretarse como equivalentes a tasas de crecimiento, sino más bien como indicaciones de la dirección de los cambios.

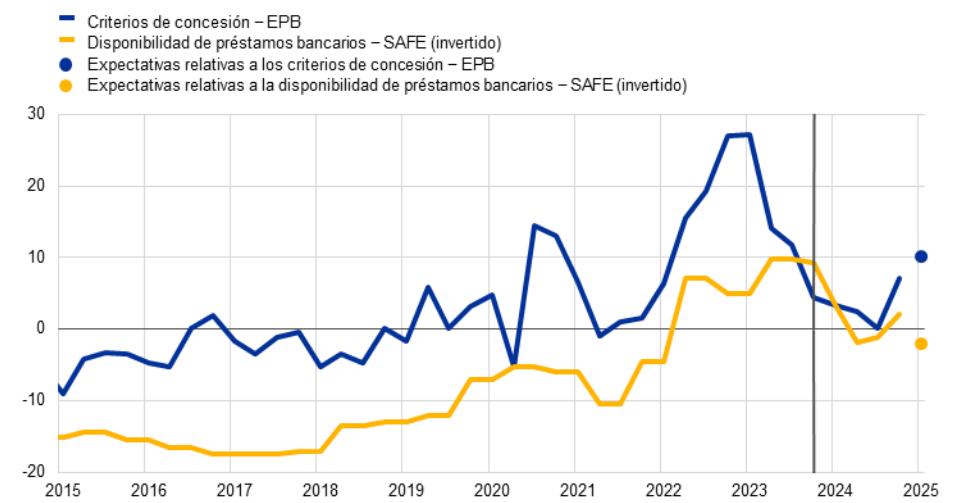
² Por lo que respecta a la EPB, véase el recuadro titulado «[¿Qué información proporciona la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro sobre la evolución futura del crédito?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, y C. Altavilla, M. Darracq Paries y G. Nicoletti, «[Loan supply, credit markets and the euro area financial crisis](#)», *Journal of Banking & Finance*, vol. 109, 2019. En relación con la SAFE, véase el recuadro titulado «[El acceso de las empresas a la financiación y el ciclo económico: evidencia de la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2022, y el recuadro «[Vulnerabilidad de las empresas según la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2024.

de préstamos bancarios. Con todo, en el período 2015-2022, las empresas encuestadas señalaron que la disponibilidad de crédito bancario había mejorado, en términos netos, mientras que las valoraciones de las entidades mostraban una relajación neta más moderada de los criterios de concesión, con unos porcentajes netos que fluctuaban en torno a cero. Estas diferencias en los porcentajes netos entre los criterios de concesión de la EPB y la disponibilidad de préstamos bancarios de la SAFE apuntan a divergencias entre las evaluaciones de los riesgos que realizan las entidades de crédito y las empresas, lo que es indicativo de que las entidades ponen mayor énfasis en el riesgo de crédito. Las diferencias también pueden deberse a variaciones en la composición de las exposiciones de las entidades a empresas con perfiles de riesgo específicos. Más recientemente, durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria en 2022-2023, ambas encuestas mostraron una contracción considerable de la oferta de crédito, seguida de un endurecimiento más moderado en los tres primeros trimestres de 2024. En el cuarto trimestre de ese mismo año, las entidades de la zona del euro encuestadas en la EPB indicaron que los criterios de concesión del crédito a empresas habían experimentado un nuevo endurecimiento neto, que se vio reflejado en el deterioro adicional de la disponibilidad de préstamos bancarios señalado por las empresas participantes en la SAFE.

Gráfico A

Cambios en los criterios de concesión y en la disponibilidad de préstamos bancarios a empresas

(porcentajes netos de entidades que señalan un endurecimiento y porcentajes netos de empresas que indican un deterioro)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

Notas: En la EPB, un valor positivo representa un endurecimiento neto de los criterios de concesión y en la SAFE una disminución neta de la disponibilidad de préstamos bancarios. Los valores de la SAFE se han invertido. Los puntos se refieren a las expectativas para los tres meses siguientes (EPB y SAFE). La línea vertical señala el cuarto trimestre de 2023, el trimestre a partir del que los resultados de las encuestas, de periodicidad trimestral, son directamente comparables.

En ambas encuestas, las perspectivas económicas generales y específicas de las empresas son determinantes clave de los criterios de concesión y de la disponibilidad de préstamos bancarios (gráfico B). Las entidades de crédito y las empresas valoran el impacto de las perspectivas económicas generales sobre la oferta de crédito de manera muy parecida, que está estrechamente relacionada con las fluctuaciones cíclicas de la economía de la zona del euro (panel a del gráfico B).

La valoración que realizan las entidades y las empresas del impacto de las perspectivas específicas de los sectores o de las empresas sobre la oferta de crédito también sigue una dinámica similar, si bien las empresas indican que su propia situación suele tener un efecto más positivo en la disponibilidad de crédito bancario que lo que señalan las entidades (panel b del gráfico B). Ello podría deberse a que las empresas se centran más en su solvencia a largo plazo, mientras que es posible que las entidades presten mayor atención al análisis prospectivo de los riesgos de crédito para el sector y los balances de las empresas. En el cuarto trimestre de 2024, tanto las entidades de crédito como las empresas mencionaron las perspectivas económicas generales y las específicas de las empresas como factores importantes que reducen la disponibilidad de préstamos bancarios.

Gráfico B

Impacto de factores seleccionados en los criterios de concesión y en la disponibilidad de préstamos bancarios

(porcentajes netos de entidades que señalan una contribución al endurecimiento y porcentajes netos de empresas que indican un efecto negativo)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

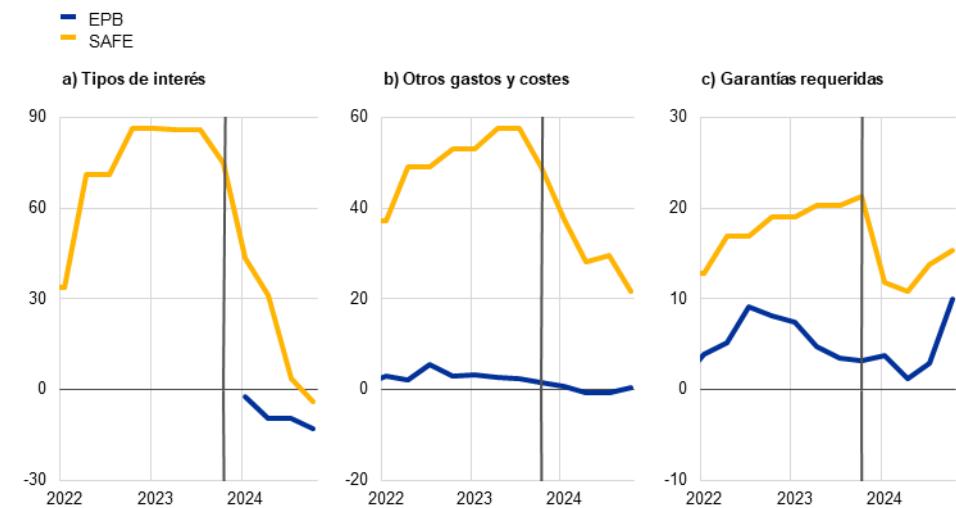
Notas: Véanse las notas del gráfico A. En el panel b, el indicador de la EPB se refiere a las perspectivas específicas del sector y de las empresas, mientras que el indicador de la SAFE se refiere a las ventas y la rentabilidad o a los planes de negocio de las empresas.

Las condiciones relacionadas y no relacionadas con el precio de los contratos de préstamo ayudan a entender la dinámica crediticia y reflejan la interacción entre la oferta y la demanda de préstamos (gráfico C). Las condiciones pueden cambiar como consecuencia de modificaciones de los tipos de interés, o de otros costes de financiación distintos de los tipos de interés —como los gastos y las comisiones— o debido a otras condiciones no asociadas al precio, como las garantías requeridas. En el cuarto trimestre de 2024, tanto las entidades de crédito como las empresas indicaron que la reducción de los tipos de interés había ido acompañada de un endurecimiento de las garantías requeridas. Además, las empresas señalaron que los costes de financiación distintos de los tipos de interés continuaban contribuyendo al endurecimiento neto de los criterios, mientras que, desde el punto de vista de las entidades, los otros gastos distintos de los intereses prácticamente no se habían modificado.

Gráfico C

Modificaciones de las condiciones de los préstamos a empresas

(porcentajes netos de entidades y empresas, respectivamente, que señalan un aumento o un endurecimiento)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

Notas: Tanto en la EPB como en la SAFE, un valor positivo representa un aumento neto de los tipos de interés o de otros gastos y costes, o un endurecimiento neto de las garantías requeridas. En la EPB, los tipos de interés se refieren a los tipos de interés de los préstamos, que se incluyen en la encuesta desde el primer trimestre de 2024. Los otros gastos y costes son los gastos distintos de los intereses señalados en la EPB y los otros costes de financiación indicados en la SAFE. Para más detalles sobre la línea vertical, véase el gráfico A.

En la EPB, la demanda de préstamos bancarios de las empresas recoge los cambios en la demanda observados por las entidades de crédito, que tienen un carácter muy cíclico, mientras que en la SAFE se presenta información sobre las variaciones generales de las necesidades de préstamos bancarios de las empresas para gestionar su negocio, que son menos cíclicas (gráfico D). En la EPB, la demanda de préstamos bancarios se refiere a las necesidades de préstamos bancarios de las empresas percibidas por las entidades de crédito, con independencia de si, en última instancia, estas necesidades se materializan en un préstamo³. En la SAFE, las necesidades de préstamos bancarios de las empresas reflejan sus propias percepciones y valoraciones sobre sus necesidades de financiación externa, que quizás no siempre lleven a las empresas a acudir a una entidad de crédito para solicitar un préstamo. Por tanto, el indicador de la SAFE capta tanto las necesidades de financiación observadas por las entidades de crédito como aquellas que, en otras circunstancias, podrían pasar desapercibidas, como las de empresas sin contacto con entidades bancarias o las de prestatarios desanimados. Otro indicador de la SAFE proporciona información sobre el porcentaje de empresas que han solicitado préstamos bancarios. Históricamente, el indicador de demanda de préstamos de la EPB ha mostrado un comportamiento más cíclico que los indicadores de demanda obtenidos de la SAFE, lo que podría deberse a las diferencias en la forma en que las entidades y las empresas analizan la demanda. Cabe la posibilidad de que las entidades pongan más el foco en el

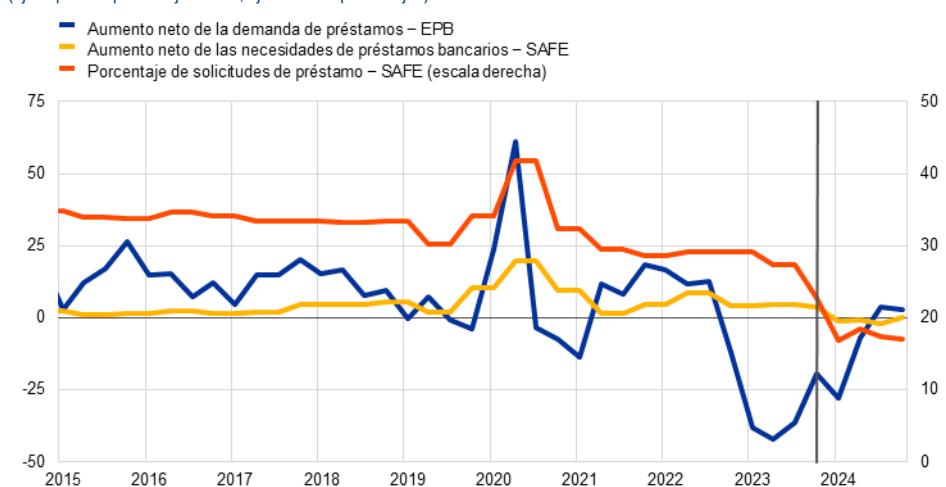
³ A partir de los contactos que mantienen regularmente con sus clientes corporativos, las entidades que participan en la EPB realizan una valoración de los cambios en las necesidades de financiación de las empresas, incluso cuando no recurren a las entidades de crédito. Esto también se refleja en las respuestas de las entidades a preguntas como, por ejemplo, las referidas al impacto de las fuentes de financiación alternativas en la demanda de préstamos de las empresas. Además, es posible que las entidades reciban otras señales de posibles nuevos clientes, si estas empresas acuden a ellas.

análisis de la demanda de crédito de las empresas en el contexto de la situación económica general y de las perspectivas de negocio, mientras que puede que las empresas presten más atención a sus operaciones y oportunidades de negocio. Con todo, los indicadores de ambas encuestas han apuntado a una debilidad persistente de la demanda de préstamos entre finales de 2022 y el cuarto trimestre de 2024, pese a la bajada de los tipos de interés.

Gráfico D

Cambios en la demanda de préstamos en la EPB y en las necesidades y solicitudes de préstamos bancarios en la SAFE

(eje izquierdo: porcentajes netos, eje derecho: porcentajes)



Fuentes: BCE (EPB), BCE y Comisión Europea (SAFE), y cálculos del BCE.

Notas: En el eje izquierdo, un valor positivo representa un aumento neto de la demanda de préstamos en la entidad de crédito (EPB) y un aumento neto de las necesidades de préstamos bancarios de las empresas (SAFE). En el eje derecho, los porcentajes muestran la proporción de empresas que solicitaron un préstamo bancario en comparación con todas las empresas para las que los préstamos bancarios son una fuente de financiación importante. Para más detalles sobre la línea vertical, véanse las notas del gráfico A.

En general, los resultados de la EPB y de la SAFE enriquecen el análisis de la dinámica del crédito al proporcionar información adicional desde la perspectiva de las entidades de crédito y las empresas. En consecuencia, las encuestas también mejoran la interpretación de las condiciones económicas y financieras en la zona del euro. En cuanto a los resultados más recientes, referidos al cuarto trimestre de 2024, ambas encuestas señalaron un nuevo endurecimiento de la oferta de crédito bancario a empresas en la zona del euro, que al parecer estuvo impulsado por el aumento de los riesgos de crédito. Además, tanto las entidades como las empresas manifestaron que la demanda seguía siendo débil.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 23 de octubre de 2024 y el 4 de febrero de 2025

Samuel Bieber y Vladimir Tsonchev

Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2024. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 23 de octubre de 2024 y el 4 de febrero de 2025 (el «período de referencia»).

El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo durante el período de referencia. La provisión de liquidez descendió debido a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) a raíz de la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones parciales del PEPP desde principios de julio de 2024. Las reinversiones bajo el programa PEPP dejaron de realizarse al final de diciembre de 2024. La menor provisión de liquidez también reflejó el vencimiento de la última operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) el 18 de diciembre de 2024. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso constante de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron 39 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.423 mm de euros. Esta disminución se debe a que los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron menos que los factores autónomos de inyección de liquidez (cuadro A). Las exigencias de reservas mínimas se incrementaron 1 mm de euros hasta un importe de 164 mm de euros, con un efecto marginal sobre la variación de las necesidades de liquidez agregadas.

Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron 54 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del incremento de los otros factores autónomos. En promedio, los otros factores autónomos netos registraron un ascenso de 54 mm de euros, debido fundamentalmente al aumento de las cuentas de revalorización resultante de la subida de los precios del oro, que se vio compensado con creces por el correspondiente incremento de las tenencias de activos exteriores netos (véase el apartado sobre los factores autónomos de inyección de liquidez más abajo). Los

depósitos de las Administraciones Públicas se redujeron 7 mm de euros y se situaron en 111 mm de euros. La disminución que se lleva observando en estos depósitos desde 2022 refleja la normalización de los colchones de efectivo que mantienen los Tesoros nacionales, así como los cambios en la remuneración de los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema, que aumentaron el atractivo financiero de la colocación de estos fondos en el mercado. El importe de los billetes en circulación aumentó, en promedio, 7 mm de euros durante el período de referencia, hasta los 1.569 mm de euros. La demanda de billetes se ha mantenido básicamente estable tras el máximo alcanzado en julio de 2022.

Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron 93 mm de euros, debido principalmente a que los activos exteriores netos registraron un aumento de 71 mm de euros. El incremento de las tenencias de activos exteriores netos estuvo impulsado sobre todo por el aumento de los precios del oro y de los activos en moneda extranjera frente a no residentes en la zona del euro. Los activos netos denominados en euros aumentaron 22 mm de euros durante el período de referencia.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025						Período de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	2.739	(+54)	2.725	(+23)	2.756	(+31)	2.686	(+45)
Billetes en circulación	1.569	(+7)	1.563	(+3)	1.577	(+13)	1.563	(+8)
Depósitos de las AA. PP.	111	(-7)	114	(-3)	107	(-7)	118	(+1)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	1.059	(+54)	1.047	(+23)	1.072	(+25)	1.005	(+37)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	6	(-1)	5	(-1)	7	(+2)	7	(+1)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	164	(+1)	163	(+0)	164	(+1)	162	(+1)
Facilidad de depósito	2.917	(-115)	2.928	(-61)	2.904	(-24)	3.032	(-139)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Calculados como la suma de las cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, capital y reservas.

2) Partida pro memoria que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025						Período de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.480	(+93)	1.437	(+30)	1.528	(+91)	1.386	(+68)
Activos exteriores netos	1.170	(+71)	1.146	(+22)	1.198	(+53)	1.099	(+54)
Activos netos denominados en euros	309	(+22)	292	(+8)	330	(+38)	287	(+14)
Instrumentos de política monetaria	4.346	(-154)	4.384	(-69)	4.303	(-81)	4.501	(-160)
Operaciones de mercado abierto	4.346	(-154)	4.384	(-69)	4.303	(-81)	4.501	(-160)
Operaciones de crédito	40	(-37)	50	(-7)	28	(-22)	76	(-58)
- OPF	10	(+5)	9	(+1)	11	(+2)	5	(+1)
- OFPML a tres meses	14	(+5)	12	(+1)	17	(+6)	10	(+2)
- Operaciones TLTRO III	16	(-46)	29	(-9)	0	(-29)	62	(-61)
Carteras en firme ¹⁾	4.306	(-118)	4.334	(-62)	4.275	(-59)	4.424	(-102)
Facilidad marginal de crédito	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación; «OFPML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025						Período de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Quinto y sexto período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas¹⁾	1.423	(-39)	1.451	(-7)	1.392	(-59)	1.462	(-22)
Factores autónomos netos²⁾	1.260	(-40)	1.288	(-7)	1.228	(-60)	1.300	(-23)
Exceso de liquidez³⁾	2.923	(-116)	2.933	(-62)	2.911	(-22)	3.039	(-138)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro, las partidas en curso de liquidación también se incluyen en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Periodo de referencia actual: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025		Periodo de referencia anterior: 24 de julio a 22 de octubre de 2024	
	Séptimo periodo de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024	Octavo periodo de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025	Quinto periodo de mantenimiento: 24 de julio a 17 de septiembre de 2024	Sexto periodo de mantenimiento: 18 de septiembre a 22 de octubre de 2024
OPF	3,40 (-0,25)	3,15 (-0,25)	4,25 (+0,00)	3,65 (-0,60)
Facilidad marginal de crédito	3,65 (-0,25)	3,40 (-0,25)	4,50 (+0,00)	3,90 (-0,60)
Facilidad de depósito	3,25 (-0,25)	3,00 (-0,25)	3,75 (+0,00)	3,50 (-0,25)
ESTR	3,16 (-0,25)	2,92 (-0,25)	3,66 (+0,00)	3,41 (-0,25)
Índice RepoFunds Rate Euro	3,23 (-0,26)	2,97 (-0,26)	3,73 (+0,01)	3,49 (-0,24)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.

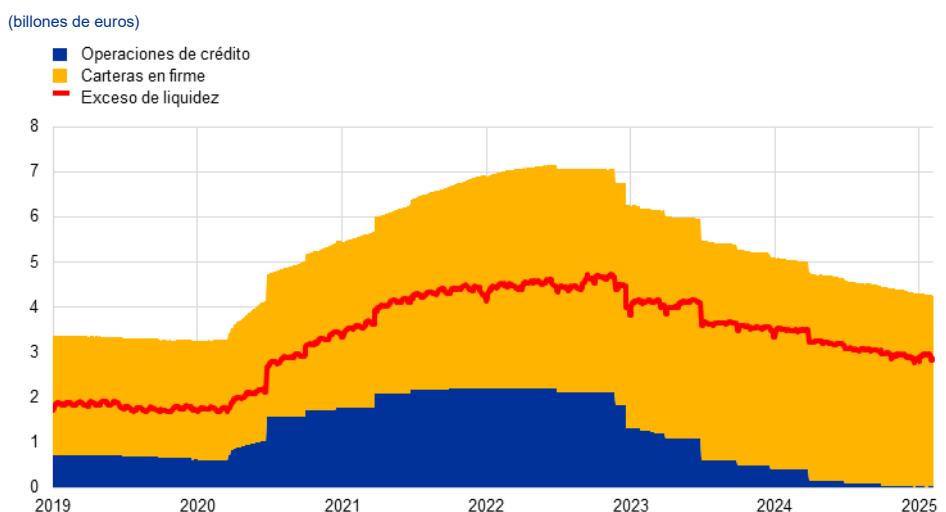
Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «ESTR» se refiere al tipo a corto plazo del euro.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 154 mm de euros, hasta un importe de 4.346 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). La reducción de la liquidez inyectada obedeció principalmente a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema y, en menor medida, de las operaciones de crédito.

Gráfico A

Evolución de la liquidez proporcionada diariamente a través de las operaciones de mercado abierto y del exceso de liquidez



Fuente: BCE

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 4 de febrero de 2025.

La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de carteras en firme experimentó un descenso de 118 mm de euros durante el período de

referencia y se situó en 4.306 mm de euros. Este descenso fue atribuible al vencimiento de los valores de la cartera del APP y a las reinversiones parciales en el marco del PEPP entre el 1 de julio y el 31 de diciembre de 2024, cuando se puso fin a todas las reinversiones¹.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 37 mm de euros, hasta los 40 mm de euros, durante el período de referencia. Esta caída refleja en gran medida la disminución de los saldos vivos de las TLTRO III tras el vencimiento de la última de estas operaciones el 18 de diciembre de 2024 (29 mm de euros). Los saldos vivos medios de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses y de las operaciones principales de financiación (OPF) registraron un aumento de 5 mm de euros en ambos casos. La participación relativamente limitada de las entidades de crédito en estas operaciones regulares, pese a los cuantiosos reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO, refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez medio se redujo 116 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.923 mm de euros (gráfico A). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y de su recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir las reservas mínimas. Tras alcanzar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha disminuido de forma sostenida hasta situarse por debajo de los 3.000 mm de euros durante el período de referencia.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno redujo en dos ocasiones los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos — en particular el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—. En consecuencia, los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito se situaron en el 2,75 %, el 2,90 % y el 3,15 %, respectivamente, inmediatamente después del final del período de referencia.

Durante el período de referencia, el tipo de interés medio a corto plazo del euro (€STR) reflejó las bajadas de los tipos de interés del BCE, manteniendo un diferencial negativo con el tipo de la facilidad de depósito. El €STR cotizó, en promedio, 8,4 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito

¹ Los valores mantenidos en las carteras en firme se contabilizan a coste amortizado y se ajustan al final de cada trimestre, lo que tiene un impacto marginal en las variaciones de estas carteras.

durante el período analizado, en comparación con una media de 8,7 puntos básicos en el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2024. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos del mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata.

El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que al €STR.

En promedio, el tipo *repo* se situó, 2,6 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, en comparación con 1,6 puntos básicos en el quinto y el sexto período de mantenimiento de 2024. El diferencial relativamente cercano entre los tipos *repo* y el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja la creciente disponibilidad de activos de garantía como resultado del aumento de las emisiones netas, de la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento o el reembolso de las TLTRO y del descenso de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del APP y el PEPP. Otro factor que contribuyó a presionar al alza los tipos *repo* fue la mayor demanda de inversores apalancados para financiar posiciones largas en bonos. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos *repo* también fue fluida e inmediata.

Artículo

1 Evolución del ciclo reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro

Christian Höynck, Moreno Roma y Kathinka Schlieker

Introducción

La evolución de los precios de la vivienda desempeña un papel importante en los análisis económicos y monetarios que llevan a cabo los bancos centrales, dado que, en particular, es indicativa de la intensidad de la transmisión de la política monetaria y de la posición del balance de los hogares. Los precios de los inmuebles residenciales, junto con las condiciones de financiación, afectan a la accesibilidad a la vivienda, lo que puede tener efectos dominó sobre la actividad de la construcción y el mercado del alquiler, entre otros. En este artículo se analiza la evolución del ciclo reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro con el fin de comprender mejor las posibles implicaciones para la economía.

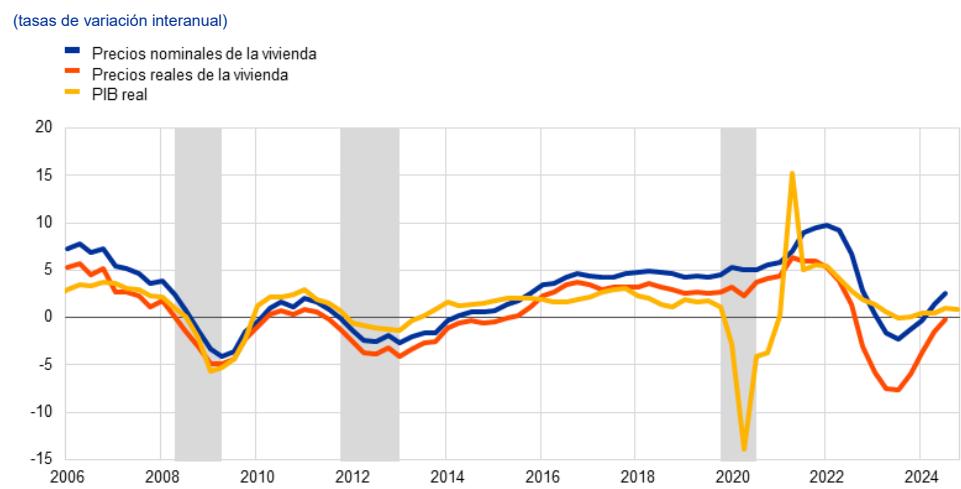
Los ciclos de los precios de la vivienda suelen seguir un patrón de auge y caída, pero sus factores desencadenantes y determinantes pueden presentar notables diferencias. El análisis de estos ciclos en relación con los ciclos económicos solo ofrece una perspectiva parcial. Aunque existe un grado de coherencia razonable entre los ciclos de los precios de los inmuebles residenciales y los del PIB real (gráfico 1), los primeros tienden a tener una duración y una amplitud mayores. La mayor volatilidad asociada a los patrones de auge y caída sugiere que las expectativas (incluida la especulación) tienen un papel más relevante en los ciclos de los precios de la vivienda, además de variables fundamentales como la renta y la demanda que determinan tanto esos ciclos como los del PIB real¹. Asimismo, el grado de sincronía entre los distintos países es menor en los ciclos de los precios residenciales que en los del PIB real, lo que apunta a que en la zona del euro los primeros pueden reflejar numerosas influencias específicas de cada país². En consecuencia, este artículo se centra en las regularidades empíricas y en los determinantes generales de los ciclos de los precios de la vivienda que son perceptibles a escala de toda la zona del euro.

¹ La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) (CES, por sus siglas en inglés) muestra un aumento de las expectativas sobre los precios de la vivienda previo al máximo más reciente observado en dichos precios. El papel de las expectativas y la posible exuberancia están en consonancia con la teoría de que la vivienda se mantiene como un activo que debería revalorizarse con el tiempo. La teoría de valoración de los activos es un concepto común que se utiliza para analizar la evolución de los precios de la vivienda. Véase, por ejemplo, el recuadro titulado «[El impacto de la subida de los tipos de interés hipotecarios en el mercado de la vivienda de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2022.

² Véase «[Real and financial cycles in EU countries: stylised facts and modelling implications](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 205, BCE, enero de 2018.

Gráfico 1

PIB real y precios nominales y reales de la vivienda en la zona del euro



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: Las áreas sombreadas en gris delimitan las recesiones identificadas por el Euro Area Business Cycle Dating Committee del Centre for Economic Policy Research (CEPR). Los precios reales de la vivienda son los precios nominales deflactados por el deflactor del PIB. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2024 para los precios nominales y reales de la vivienda y al cuarto trimestre de 2024 para el PIB real.

Conclusiones

Los últimos datos confirman que el descenso reciente de los precios de la vivienda fue relativamente suave comparado con períodos de caídas anteriores. Para el tercer trimestre de 2024, los precios de los inmuebles residenciales en la zona del euro habían vuelto a superar el máximo registrado anteriormente en 2022. Aunque las estimaciones de las valoraciones de la vivienda están sujetas a incertidumbre, los valores actuales implican que la disminución relativamente suave y transitoria de los precios residenciales se plasmó en un ajuste menos pronunciado de las sobrevaloraciones que el registrado durante los ciclos de los precios de la vivienda de la crisis financiera global y la crisis de deuda soberana (si bien este ajuste ha sido más sustancial en los indicadores obtenidos a partir de los precios reales de la vivienda). Una de las razones de que el ajuste fuera limitado es que la caída de los precios de la vivienda se produjo en un número reducido de países y, en consecuencia, no tuvo los mismos signos distintivos que una recesión en toda regla como en períodos anteriores, y las variables fundamentales de renta se mantuvieron sólidas en el ciclo más reciente. En este sentido, se asemejó a una corrección ordenada del impulso adicional observado en estos precios durante la pandemia.

Aunque una caída relativamente moderada de los precios de la vivienda evita consecuencias adversas para los balances de los hogares y de las entidades de crédito, los precios residenciales se han mantenido en niveles elevados. Esta evolución ha tenido un efecto adverso en la accesibilidad a la vivienda pese a coincidir con una política monetaria menos restrictiva. Los altos costes de la construcción y los elevados precios de compra de la vivienda actualmente impiden generar más oferta en el mercado inmobiliario residencial, lo que también implica

que escaseen los alquileres. Dada la combinación de limitaciones por el lado de la oferta y de persistente solidez de las variables fundamentales de demanda, es probable que la evolución de los precios de la vivienda continúe su senda ascendente, aunque puede que esta no sea una perspectiva del todo favorable para la economía en su conjunto.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

Estadísticas

Índice

1 Entorno exterior	S 2
2 Actividad económica	S 3
3 Precios y costes	S 9
4 Evolución de los mercados financieros	S 13
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	S 18
6 Evolución de las finanzas públicas	S 23

Información adicional

Los datos publicados por el BCE pueden consultarse en el ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu>

Pueden consultarse cuadros detallados en la sección «Publications» del ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Las definiciones metodológicas, las notas generales y las notas técnicas de los cuadros estadísticos se encuentran en la sección «Methodology» del ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

- No existen datos/dato no aplicable
- . Dato no disponible por el momento
- ... Cero o no significativo
- (p) Cifra provisional
- (d.) Desestacionalizado
- (s.d.) Sin desestacionalizar

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB ¹⁾ (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)						
	G-20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Países de la OCDE		Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro ²⁾ (IAPC)
							Total	Excluidos energía y alimentos					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	3,3	2,5	4,8	0,9	3,0	3,5	9,5	6,8	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,3	2,9	0,4	1,5	5,2	0,4	6,8	7,0	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	.	2,9	0,9	0,1	5,0	.	5,2	5,7	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 I TR	0,8	0,4	0,8	-0,5	1,5	0,3	5,7	6,5	3,2	3,5	2,6	0,0	2,6
II TR	0,7	0,7	0,4	0,7	0,9	0,2	5,8	6,1	3,2	2,1	2,7	0,3	2,5
III TR	0,8	0,8	0,0	0,4	1,3	0,4	4,9	5,3	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
IV TR	.	0,6	0,1	0,7	1,6	0,1	4,6	5,0	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2024 Sep	-	-	-	-	-	-	4,5	5,2	2,4	1,7	2,5	0,4	1,7
Oct	-	-	-	-	-	-	4,6	5,1	2,6	2,3	2,3	0,3	2,0
Nov	-	-	-	-	-	-	4,7	5,0	2,7	2,6	2,9	0,2	2,2
Dic	-	-	-	-	-	-	4,7	4,9	2,9	2,5	3,6	0,1	2,4
2025 Ene	-	-	-	-	-	-	4,7	.	3,0	3,0	4,0	0,5	2,5
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,4

Fuentes: Eurostat (col. 6, 13), BPI (col. 9, 10, 11, 12) y OCDE (col. 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8).

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

1.2 Principales socios comerciales, índice de directores de compras (PMI) y comercio mundial

	Encuestas a los directores de compras (índices de difusión, d.)						Importaciones de mercancías ¹⁾						
	PMI compuesto						PMI global ²⁾			Importaciones de mercancías ¹⁾			
	Global ²⁾	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Manufacturas	Servicios	Nuevos pedidos exteriores	Mundiales	Economías avanzadas	Economías emergentes	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2022	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,1	4,6	1,8	
2023	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,6	-3,9	2,6	
2024	52,9	53,7	52,5	51,3	52,1	50,1	50,7	53,1	49,0	2,6	3,5	1,8	
2024 I TR	52,6	52,2	52,9	51,3	52,6	49,2	51,1	52,4	49,2	0,0	0,7	-0,6	
II TR	53,2	53,5	53,1	51,5	53,2	51,6	52,1	53,3	50,1	1,3	1,9	0,7	
III TR	52,9	54,3	53,1	52,5	50,9	50,3	49,8	53,4	48,4	1,2	1,9	0,6	
IV TR	53,0	54,8	50,9	50,1	51,8	49,3	49,9	53,3	48,4	1,0	0,5	1,4	
2024 Sep	52,4	54,0	52,6	52,0	50,3	49,6	49,1	52,9	47,5	1,2	1,9	0,6	
Oct	52,8	54,1	51,8	49,6	51,9	50,0	50,1	53,1	48,3	1,4	1,2	1,6	
Nov	53,2	54,9	50,5	50,1	52,2	48,3	50,4	53,1	48,6	0,7	0,6	0,8	
Dic	53,2	55,4	50,4	50,5	51,4	49,6	49,2	53,8	48,2	1,0	0,5	1,4	
2025 Ene	52,0	52,7	50,6	51,1	51,1	50,2	50,7	52,2	49,4	.	.	.	
Feb	.	50,4	50,5	.	.	50,2	51,5	.	49,6	.	.	.	

Fuentes: S&P Global Market Intelligence (col. 1-9), CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE (col. 10-12).

1) Las columnas «Mundiales» y «Economías avanzadas» excluyen la zona del euro. Los datos anuales y trimestrales son variaciones entre períodos; los datos mensuales son variaciones intertrimestrales. Todos los datos están desestacionalizados.

2) Excluida la zona del euro.

2 Actividad económica

2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
					Total	Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2021	12.612,9	12.106,2	6.453,7	2.785,8	2.734,4	1.403,8	785,7	539,0	132,3	-506,7	6.111,6	5.605,0
2022	13.724,0	13.446,4	7.228,7	2.941,9	3.017,5	1.558,0	869,2	584,1	258,3	-277,6	7.395,7	7.118,0
2023	14.594,5	14.077,8	7.736,2	3.093,0	3.195,1	1.641,9	925,8	621,1	53,4	-516,7	7.375,6	6.858,9
2023 IV TR	3.706,6	3.570,4	1.960,5	791,6	814,7	411,9	230,6	170,6	3,6	-136,2	1.834,4	1.698,2
2024 I TR	3.738,6	3.564,8	1.981,3	796,8	799,0	413,7	226,6	157,1	-12,2	-173,8	1.852,0	1.678,1
II TR	3.764,0	3.578,7	1.989,5	810,4	782,1	410,7	227,9	141,9	-3,3	-185,3	1.894,4	1.709,1
III TR	3.799,6	3.639,2	2.008,8	819,3	801,9	412,0	224,9	163,3	9,1	-160,5	1.870,0	1.709,6
en porcentaje del PIB												
2023	100,0	96,5	53,0	21,2	21,9	11,3	6,3	4,3	0,4	-3,5	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2024 I TR	0,3	-0,4	0,3	0,1	-2,3	-0,2	-1,2	-8,8	-	-	1,1	-0,3
II TR	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,4	-0,9	0,4	-10,5	-	-	1,5	1,1
III TR	0,4	1,3	0,7	0,6	2,0	-0,2	-1,9	14,7	-	-	-1,5	0,2
IV TR	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
tasas de variación interanual												
2021	6,3	5,1	4,7	4,4	3,8	6,2	8,0	-6,8	-	-	11,4	9,0
2022	3,5	3,8	4,9	1,1	2,0	0,0	3,7	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,6	1,5	1,6	0,6	2,2	3,6	-	-	-0,7	-1,3
2024 I TR	0,4	0,0	1,0	2,0	-1,1	-1,8	-3,0	3,5	-	-	-0,7	-1,7
II TR	0,5	-0,7	0,5	2,7	-3,2	-1,9	-2,3	-8,4	-	-	1,9	-0,6
III TR	0,9	0,9	1,0	2,5	-1,4	-1,6	-4,6	4,1	-	-	1,4	1,2
IV TR	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2024 I TR	0,3	-0,4	0,2	0,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,4	0,0	0,7	-	-
II TR	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,4	0,2	0,3	-	-
III TR	0,4	1,3	0,4	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,4	-0,9	-	-
IV TR	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2021	6,3	5,1	2,5	1,0	0,9	0,7	0,5	-0,3	0,6	1,5	-	-
2022	3,5	3,7	2,6	0,2	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2024 I TR	0,4	0,0	0,5	0,4	-0,2	-0,2	-0,2	0,1	-0,7	0,5	-	-
II TR	0,5	-0,7	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,3	-0,8	1,2	-	-
III TR	0,9	0,8	0,5	0,5	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,1	-	-
IV TR	0,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2 Actividad económica

2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Precios corrientes (mm de euros)												
2021	11.253,2	185,1	2.158,3	592,5	2.017,7	602,8	521,9	1.275,7	1.363,7	2.208,1	327,5	1.359,7
2022	12.339,8	217,9	2.421,4	646,9	2.342,6	633,1	543,3	1.341,1	1.490,9	2.324,5	377,9	1.384,3
2023	13.203,6	225,2	2.584,8	721,5	2.440,3	678,4	605,2	1.477,4	1.602,1	2.460,1	408,7	1.390,9
2023 IV TR	3.350,6	55,8	643,3	182,8	616,4	172,5	154,3	379,1	410,3	632,8	103,5	356,0
2024 I TR	3.369,9	55,8	631,8	184,6	623,5	176,2	157,7	384,9	412,6	637,8	105,1	368,7
II TR	3.389,7	56,0	627,5	184,7	628,5	177,1	159,4	386,9	418,4	645,3	105,9	374,3
III TR	3.417,4	56,6	632,0	185,1	632,2	179,6	160,6	386,9	422,9	654,5	107,1	382,3
en porcentaje del valor añadido												
2023	100,0	1,7	19,6	5,5	18,5	5,1	4,6	11,2	12,1	18,6	3,1	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2023 IV TR	0,3	0,3	0,2	-0,3	-0,1	1,4	-0,1	0,8	0,8	0,5	-1,6	-2,4
2024 I TR	0,2	0,6	-0,7	0,1	0,4	0,7	0,9	1,0	-0,1	0,2	1,3	1,2
II TR	0,1	-1,9	-0,2	-1,0	0,3	0,4	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,1	0,9
III TR	0,3	-0,7	0,4	-0,5	0,4	1,2	-0,1	-0,1	0,4	0,5	1,3	1,1
tasas de variación interanual												
2021	6,2	2,6	8,0	3,7	8,2	10,6	6,1	2,2	9,0	3,7	5,2	7,1
2022	3,9	-0,9	0,7	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,2	2,9	16,3	0,3
2023	0,7	0,7	-1,5	1,3	0,0	4,4	-1,7	2,3	1,5	1,0	3,9	-2,2
2023 IV TR	0,5	0,4	-2,4	1,8	-0,2	4,6	-2,0	2,3	1,8	1,1	2,5	-3,3
2024 I TR	0,6	0,3	-1,9	-1,3	0,6	4,0	0,0	2,1	1,8	1,2	1,7	-1,1
II TR	0,6	-2,0	-1,8	-1,9	0,7	3,2	0,2	2,2	2,0	1,5	1,2	-0,2
III TR	1,0	-1,7	-0,3	-1,8	0,9	3,8	0,5	1,9	1,8	1,6	1,1	0,8
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2023 IV TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,1	-
2024 I TR	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2021	6,2	0,0	1,6	0,2	1,5	0,6	0,3	0,3	1,1	0,8	0,2	-
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2023 IV TR	0,5	0,0	-0,5	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024 I TR	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	-
II TR	0,6	0,0	-0,4	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0
III TR	1,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

Total	Por situación profesional		Por rama de actividad										
	Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
Personas ocupadas													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
2024	100,0												
<i>tasas de variación interanual</i>													
2022	2,4	2,5	1,9	-0,6	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,4	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,8	-2,0	0,9	1,3	1,9	3,6	0,6	1,8	1,7	1,4	1,1
2024	0,9												
2024 I TR	1,1	1,1	0,9	-0,4	0,2	1,6	1,4	2,8	0,9	0,3	0,9	1,5	0,4
II TR	1,0	1,0	0,9	-0,5	0,4	1,2	0,7	2,0	0,7	-1,3	0,8	1,7	0,9
III TR	0,9	0,9	1,0	-0,7	0,2	0,7	0,9	1,6	0,8	-1,7	1,0	1,6	1,0
IV TR	0,7												
Horas trabajadas													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2021	100,0	81,7	18,3	4,0	15,0	7,3	24,2	3,5	2,5	1,1	14,0	22,6	5,8
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
2021	6,1	5,9	7,3	1,6	5,0	9,2	7,2	7,5	2,6	6,2	8,6	4,3	6,4
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,1	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,1	0,6	0,9	1,7	3,5	0,2	1,4	1,7	1,5	1,6
2023 IV TR	1,4	1,6	0,4	-1,1	0,5	1,6	1,5	3,3	0,5	0,5	1,5	1,8	1,5
2024 I TR	0,7	0,8	0,4	-2,1	-0,4	1,3	0,9	2,4	0,1	-0,9	1,1	1,0	0,4
II TR	0,8	0,9	0,5	-1,0	0,3	0,9	0,4	2,1	0,4	-2,2	1,0	1,4	1,5
III TR	0,5	0,6	-0,1	-1,7	-0,3	0,5	0,5	1,5	0,6	-2,5	0,9	0,8	1,2
Horas trabajadas por persona ocupada													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2021	4,5	4,1	6,6	1,2	4,9	5,8	6,6	3,0	2,2	5,0	5,5	2,0	5,4
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,2	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,4	-0,3	0,0	0,1	0,5
2023 IV TR	0,1	0,2	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,4	-0,1	-0,6	0,3	0,3	0,0
2024 I TR	-0,4	-0,4	-0,5	-1,8	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-1,1	0,2	-0,4	-0,1
II TR	-0,2	-0,1	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	0,1	-0,3	-0,9	0,2	-0,2	0,6
III TR	-0,5	-0,3	-1,1	-1,1	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,2	-0,8	-0,1	-0,8	0,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos de empleo se basan en el SEC 2010.

2 Actividad económica

2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de la población activa	Desempleo ¹⁾											Tasa de vacantes ³⁾	
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa ²⁾	Por edad				Por sexo					
			Millones	% de la población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino			
			1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	13	14
% del total en 2020			100,0		80,1	19,9		51,3		48,7					
2022	167,962	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,732	6,4	5,668	7,2	3,2	
2023	170,275	2,9	11,186	6,6	2,4	8,890	5,8	2,296	14,5	5,648	6,2	5,538	6,9	3,0	
2024														2,6	
2024 I TR	171,578	2,9	11,161	6,5	2,3	8,829	5,7	2,332	14,6	5,668	6,2	5,493	6,8	2,9	
II TR	171,843	2,8	11,064	6,4	2,1	8,719	5,6	2,344	14,7	5,642	6,2	5,422	6,7	2,6	
III TR	172,059	2,8	11,001	6,4	1,9	8,623	5,5	2,379	14,9	5,713	6,2	5,288	6,6	2,5	
IV TR														2,5	
2024 Ago	-	-	10,855	6,3	-	8,496	5,4	2,359	14,8	5,632	6,1	5,223	6,5	-	
Sep	-	-	10,839	6,3	-	8,486	5,4	2,352	14,7	5,610	6,1	5,229	6,5	-	
Oct	-	-	10,733	6,2	-	8,424	5,4	2,309	14,5	5,530	6,0	5,203	6,5	-	
Nov	-	-	10,637	6,2	-	8,352	5,3	2,285	14,4	5,487	6,0	5,150	6,4	-	
Dic	-	-	10,697	6,2	-	8,437	5,4	2,260	14,2	5,511	6,0	5,186	6,4	-	
2025 Ene	-	-	10,655	6,2	-	8,392	5,3	2,263	14,1	5,500	6,0	5,155	6,4	-	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En caso de que todavía no se hayan publicado los datos anuales y trimestrales de la encuesta de población activa, dichos datos se calculan como medias simples de los datos mensuales. Existe una ruptura en la serie a partir del primer trimestre de 2021 debido a la implementación del Reglamento de estadísticas sociales europeas integradas. Debido a problemas técnicos con la introducción del nuevo sistema alemán de encuestas integradas a los hogares, incluida la encuesta de población activa, las cifras relativas a la zona del euro incluyen datos de Alemania a partir del primer trimestre de 2020 que no son estimaciones directas obtenidas de los microdatos de la encuesta de población activa, sino que se basan en una muestra más amplia que incluye datos de otras encuestas integradas a los hogares.

2) Sin desestacionalizar.

3) La tasa de vacantes es igual al número de vacantes dividido por la suma de puestos de trabajo ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje. Los datos no están desestacionalizados y abarcan la industria, la construcción y los servicios (excluidos los hogares como empleadores y las organizaciones y organismos extraterritoriales).

2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor				Producción de servicios ¹⁾	Matriculaciones de automóviles	
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible			
	Total	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía		7	8	9	10	11		
	1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5		100,0	100,0
tasas de variación interanual														
2022	1,7	2,5	-1,4	3,6	5,8	-3,0	3,3	1,1	-2,7	3,4	4,5		9,9	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,0	3,1	-1,0	-5,3	1,5	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7		2,3	14,6
2024	-2,9	-3,2	-4,0	-4,9	0,1	-0,1	-0,9	1,0	0,2	1,6	1,0			-0,1
2024 I TR	-4,6	-4,8	-4,0	-5,3	-5,6	-1,7	-0,3	0,0	-0,4	0,3	-0,6		2,1	5,3
II TR	-3,8	-4,1	-5,5	-6,2	0,7	-0,2	-1,6	0,2	0,0	0,4	0,7		1,3	2,3
III TR	-1,6	-1,9	-3,7	-3,6	2,5	1,7	-1,9	2,0	0,5	2,8	2,6		0,9	-8,7
IV TR	-1,6	-1,7	-2,6	-4,3	3,0	0,1	0,0	1,8	0,6	2,7	1,2			-1,6
2024 Ago	-0,4	-0,7	-2,5	-0,5	1,1	2,2	-2,2	2,5	1,4	2,5	5,2		1,0	-11,5
Sep	-2,1	-2,4	-4,0	-5,8	4,6	2,1	-1,9	3,2	0,1	5,6	2,4		1,0	-6,3
Oct	-1,0	-1,0	-3,1	-2,0	2,7	-0,3	-0,5	2,1	0,8	3,1	1,3		1,5	-4,0
Nov	-1,8	-2,0	-2,4	-3,0	0,0	0,0	0,3	1,6	0,8	2,0	1,1		2,0	0,3
Dic	-2,0	-2,4	-2,4	-8,1	7,0	0,5	-0,1	1,9	0,2	3,1	1,2			-1,1
2025 Ene														-3,4
tasas de variación intermensual (d.)														
2024 Ago	1,2	1,0	0,0	3,0	-0,2	0,3	0,3	1,0	0,9	1,3	1,4		0,3	-0,1
Sep	-1,5	-1,4	-1,5	-3,9	1,9	-1,0	-0,4	0,6	-0,5	1,3	-0,7		-0,1	4,0
Oct	0,2	0,1	0,3	1,7	-2,0	-1,2	0,4	-0,3	0,1	-0,6	-0,2		0,3	-0,4
Nov	0,4	0,6	0,5	0,2	0,0	2,1	0,6	0,0	-0,1	-0,4	0,7		0,3	3,9
Dic	-1,1	-1,8	-1,9	-2,6	4,5	0,5	0,0	-0,2	-0,7	0,3	0,2		-1,9	-1,2

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (col. 13).

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

2 Actividad económica

2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a directores de compras (índices de difusión)			
	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios		PMI de manufac-turas	Producción manufac-turera	Actividad de los servicios	PMI compuesto de actividad	
	Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-2020	99,5	-4,3	80,6	-11,1	-12,7	-6,7	6,0	-	-	-	-	
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	
2023	96,4	-5,8	80,9	-17,4	-1,2	-4,1	6,8	90,4	-	-	-	
2024	95,9	-10,8	78,5	-14,1	-4,5	-6,9	6,5	90,2	45,9	46,2	51,5	
2024 II TR	96,0	-10,3	79,0	-14,3	-5,2	-7,2	6,5	90,0	46,2	47,6	53,1	
III TR	96,3	-10,7	78,3	-13,1	-5,0	-8,5	6,2	90,3	45,5	45,4	52,1	
IV TR	95,1	-12,8	77,4	-13,6	-3,8	-5,6	6,1	90,4	45,4	45,1	50,9	
2025 I TR			77,2					90,3				
2024 Sep	96,4	-11,1		-13,0	-4,5	-8,4	7,0		45,0	44,9	51,4	
Oct	95,7	-12,9	77,4	-12,5	-3,8	-7,3	6,9	90,4	46,0	45,8	51,6	
Nov	95,8	-11,4		-13,8	-3,7	-4,7	5,4		45,2	45,1	49,5	
Dic	93,8	-14,0		-14,5	-3,9	-4,8	5,9		45,1	44,3	49,6	
2025 Ene	95,3	-12,7	77,2	-14,2	-3,0	-5,3	6,7	90,3	46,6	47,1	51,3	
Feb	96,3	-11,4		-13,6	-3,5	-5,3	6,2		47,6	48,9	50,6	

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8) y S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

2.7 Resumen de indicadores de los hogares y de las sociedades no financieras (precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

Tasa de ahorro (bruta)	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patriomonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Finan-ciación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾	Tasas de variación interanual						Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	17,3	94,0	2,4	3,4	17,9	7,6	7,5	36,7	7,5	77,4	5,6	10,3	3,4
2022	13,6	91,1	0,5	2,2	12,8	2,0	7,8	37,6	5,3	72,8	4,8	9,8	3,3
2023	14,1	85,0	1,2	1,9	3,0	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	1,9	0,8
2023 IV TR	14,1	85,0	1,5	1,9	2,1	3,6	0,9	35,6	5,2	68,6	1,7	-0,6	0,8
2024 I TR	14,6	83,8	2,8	2,0	-3,4	3,4	1,0	34,7	4,5	68,0	1,8	-5,9	0,8
II TR	14,9	83,2	2,0	2,3	-1,7	3,5	1,7	34,0	3,8	67,9	2,0	-8,0	1,0
III TR	15,2	82,5	2,4	2,4	-0,3	5,3	2,0	33,4	3,4	67,4	2,0	4,1	1,0

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, del endeudamiento y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de los derechos por pensiones).

2) Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas en el sector hogares.

3) La tasa de beneficios es el cociente entre la renta empresarial bruta (equivalente, en general, al flujo de efectivo) y el valor añadido bruto.

4) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

2 Actividad económica

2.8 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta corriente y cuenta de capital

(mm de euros; datos desestacionalizados salvo indicación en contrario; transacciones)

	Cuenta corriente												Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria				
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2024 I TR	1.439,0	1.331,2	107,8	706,5	599,5	365,2	331,8	321,3	320,6	46,0	79,3	18,9	31,6	
II TR	1.492,5	1.358,0	134,4	715,1	615,9	387,7	336,6	343,1	316,4	46,5	89,2	25,2	22,1	
III TR	1.466,1	1.382,0	84,1	704,9	621,0	373,2	339,0	338,1	329,7	49,9	92,3	20,5	15,8	
IV TR	1.455,1	1.362,3	92,7	722,8	623,1	366,8	323,1	320,6	324,5	44,8	91,7	31,5	20,9	
2024 Jul	491,3	460,2	31,2	235,5	204,2	125,0	112,9	113,9	112,0	16,9	31,2	6,8	5,8	
Ago	490,5	467,0	23,5	235,2	210,1	126,6	114,5	112,0	111,7	16,6	30,8	8,5	4,5	
Sep	484,3	454,8	29,4	234,1	206,7	121,5	111,7	112,2	106,1	16,4	30,3	5,2	5,5	
Oct	480,2	450,9	29,3	235,7	204,2	120,0	105,5	108,8	110,8	15,6	30,4	6,6	4,1	
Nov	486,3	461,2	25,1	244,0	209,1	120,8	109,6	106,2	112,4	15,3	30,1	5,8	4,6	
Dic	488,7	450,3	38,4	243,1	209,7	126,1	108,0	105,6	101,3	13,9	31,3	19,1	12,2	
transacciones acumuladas de 12 meses														
2024 Dic	5.852,6	5.433,6	419,1	2.849,4	2.459,5	1.492,8	1.330,5	1.323,1	1.291,2	187,3	352,4	96,2	90,4	
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2024 Dic	39,0	36,2	2,8	19,0	16,4	9,9	8,9	8,8	8,6	1,2	2,3	0,6	0,6	

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

2.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exporta- ciones	Importa- ciones	Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
		Total			Pro memoria:			Total			Pro memoria:		
		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manu- facturas		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo
1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	11	12	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2024 I TR	-2,8	-12,0	713,0	336,9	143,3	219,1	589,1	655,1	372,0	105,9	158,9	467,6	75,7
II TR	1,7	-4,4	716,9	338,5	137,2	224,2	592,4	672,6	384,6	109,5	162,7	481,1	78,9
III TR	2,2	0,4	710,8	338,3	136,6	218,7	589,8	675,1	380,4	111,9	164,8	490,3	75,0
IV TR	1,3	2,0	715,7				592,5	680,8				488,2	
2024 Jul	9,1	3,7	236,9	112,8	45,2	73,4	195,4	224,0	127,4	37,5	54,3	161,8	26,7
Ago	-2,7	-1,7	237,3	113,2	45,2	73,7	197,1	227,9	128,0	37,4	55,7	164,8	26,0
Sep	0,2	-1,0	236,6	112,3	46,1	71,5	197,3	223,2	125,1	37,0	54,8	163,8	22,3
Oct	2,4	3,1	233,5	110,4	44,1	73,2	195,1	226,5	126,9	35,9	56,8	164,3	24,1
Nov	-1,4	-0,7	241,4	112,1	47,6	75,3	199,7	228,1	127,4	37,3	56,7	164,0	23,5
Dic	3,1	3,8	240,8				197,7	226,2				160,0	
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2023 IV TR	-3,6	-8,3	94,5	92,0	93,8	101,2	93,4	102,9	100,7	101,9	108,0	104,0	164,9
2024 I TR	-3,6	-6,8	95,1	92,9	91,6	103,1	93,7	101,4	99,6	98,7	106,6	101,2	164,4
II TR	-1,0	-4,2	93,9	92,0	87,0	103,6	92,4	102,6	100,7	102,1	107,6	102,9	169,0
III TR	-0,5	-0,9	92,7	91,2	85,5	101,6	91,5	102,9	100,5	104,1	108,3	104,5	164,8
2024 Jun	-8,9	-9,3	93,0	90,8	86,0	102,8	91,6	101,9	99,2	102,4	106,9	102,4	162,1
Jul	5,4	1,0	92,0	91,4	84,4	100,7	90,5	101,9	99,8	103,4	106,3	103,1	161,8
Ago	-5,0	-3,4	93,8	91,5	85,4	104,6	93,0	103,9	101,4	105,2	110,2	105,6	168,6
Sep	-2,1	-0,2	92,2	90,6	86,7	99,4	91,2	102,9	100,5	103,8	108,4	104,9	164,0
Oct	-0,5	4,0	90,8	88,9	83,1	100,0	90,2	104,0	101,6	98,7	111,7	105,2	169,3
Nov	-4,2	-0,9	93,8	89,7	87,6	105,0	92,7	104,3	101,5	101,3	111,2	104,2	171,9

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 2.8) y los datos de comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 2.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.

2) Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

3 Precios y costes

3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Índice: 2015 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾							Precios administrados		
	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios administrados	
	Total	Total, excluidos energía y alimentos			4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 I TR	124,4	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	0,8	0,0	0,2	0,2	1,1	2,7	2,3
II TR	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,4	-0,4	0,0	-0,5	1,1	2,5	2,8
III TR	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,3	-1,4	1,0	1,9	4,0
IV TR	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2024 Sep	126,6	1,7	2,7	0,0	3,9	0,0	0,3	0,6	0,0	-1,7	0,1	1,5	3,9
Oct	127,0	2,0	2,7	0,4	4,0	0,3	0,4	1,3	0,0	0,4	0,3	1,7	4,1
Nov	126,6	2,2	2,7	0,9	3,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,1	2,0	4,3
Dic	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,6	0,3	2,2	4,4
2025 Ene	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,2	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,3
Feb ³⁾	127,3	2,4	2,6	.	3,7	0,2	0,2	0,6	0,1	-0,3	0,3	.	.
% del total en 2024	Bienes						Servicios						
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios	
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Total	Alquileres	22	23	24	25	
	14	15	16	17	18	19	20	21	.	.	.	.
19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3	.	
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1	
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0	
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0	
2024 I TR	4,0	4,4	2,8	0,1	1,6	-3,9	3,4	2,8	3,6	-0,2	5,3	3,8	
II TR	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0	
III TR	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0	
IV TR	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0	
2024 Sep	2,4	2,6	1,6	-1,4	0,4	-6,1	3,3	3,0	4,3	-1,7	4,7	4,0	
Oct	2,9	2,8	3,0	-0,9	0,5	-4,6	3,3	3,0	4,8	-2,2	4,7	4,0	
Nov	2,7	2,8	2,3	-0,1	0,6	-2,0	3,4	3,1	5,0	-1,9	4,5	4,0	
Dic	2,6	2,9	1,6	0,4	0,5	0,1	3,3	3,0	5,1	-2,4	4,7	4,0	
2025 Ene	2,3	2,6	1,4	0,9	0,5	1,9	3,3	2,9	4,4	-1,9	4,6	4,1	
Feb ³⁾	2,7	2,6	3,1	.	0,6	0,2	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) En mayo de 2016, el BCE empezó a publicar nuevas series desestacionalizadas del IAPC de la zona del euro, tras una revisión del método de desestacionalización descrita en el recuadro 1 del Boletín Económico 3/2016 del BCE (<https://www.bde.es/ff/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1603.pdf#page=20>).

3) Estimación de avance.

3 Precios y costes

3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Cons- trucción ²⁾	Precios de los inmuebles residen- ciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾								
	Total (índice: 2021 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía												
		Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios		Bienes de equipo	Bienes de consumo														
				5	6	7	8	9													
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7				13)							
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6								
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,1								
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,3										
2024 I TR	124,9	-7,9	-1,6	-1,3	-5,3	2,1	1,6	-0,2	1,5	-20,5	3,6	-0,3	-8,0								
II TR	122,8	-4,4	-0,2	-0,4	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,5	1,4	-6,4								
III TR	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,6									
IV TR	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,5	1,2	-6,0	1,2										
2024 Ago	124,8	-2,3	-0,7	0,3	-0,9	1,3	1,5	0,4	1,0	-7,8	-	-	-								
Sep	124,1	-3,5	-1,5	0,6	-0,8	1,3	1,7	0,9	1,1	-11,6	-	-	-								
Oct	124,6	-3,3	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,1	1,3	1,3	-11,2	-	-	-								
Nov	126,7	-1,2	-0,1	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,6	1,1	-5,0	-	-	-								
Dic	127,3	0,1	0,4	1,0	0,0	1,4	2,1	1,5	1,2	-1,6	-	-	-								
2025 Ene	128,3	1,8	1,0	1,3	0,5	1,6	2,2	1,4	1,6	3,5	-	-	-								

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y cálculos del BCE basados en datos de MSCI y fuentes nacionales (col. 13).

1) Únicamente ventas interiores.

2) Precios de producción de los edificios residenciales.

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

3.3 Precios de las materias primas y deflactores del PIB (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)							
	Total (d.; índice: 2020 = 100)	Demanda interna		Exporta- ciones ¹⁾	Importa- ciones ¹⁾	Ponderados por las importaciones ²⁾		Ponderados por el destino ²⁾			Total	Ali- men- tación	No ali- men- tación	Total	Ali- men- tación	No ali- men- tación	
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo	9	10	11									
		1	2	3	4	5	6	7		9	10	11	12	13	14	15	
% del total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6		
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9		
2023	113,7	5,9	4,6	6,4	3,5	4,2	0,5	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0		
2024									77,8	9,3	13,5	5,1	9,1	12,1	5,5		
2024 I TR	116,0	3,6	2,6	3,3	3,3	2,1	-0,8	-2,9	76,5	-2,3	3,1	-7,5	-2,7	1,8	-7,8		
II TR	116,6	2,9	2,7	2,6	2,9	1,7	0,7	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4		
III TR	117,2	2,7	2,3	2,1	2,6	1,8	1,2	0,1		10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1		
IV TR									17,4	22,9	11,8	17,7	21,7	12,8			
2024 Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	10,3	11,5	9,2	11,5	12,7	10,1			
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	7,6	9,6	5,6	9,0	11,1	6,4			
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	13,5	14,7	12,2	13,0	13,1	12,9			
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	17,6	23,0	12,0	17,9	21,7	13,2			
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	21,2	31,1	11,2	22,2	30,4	12,3			
2025 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	22,8	34,7	10,7	23,6	33,7	11,6			

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Bloomberg (col. 9).

1) Los deflactores de las exportaciones y de las importaciones se refieren a los bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Ponderados por las importaciones: ponderados en función de la media de la estructura de las importaciones en el período 2009-2011; ponderados por el destino: ponderados en función de la media de la estructura de la demanda interna en el período 2009-2011.

3 Precios y costes

3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,5	28,6	19,3	14,7	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,2	14,5	4,3	54,9	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 I TR	4,5	16,5	16,7	5,9	64,4	44,9	62,3	48,2	56,0
II TR	5,9	13,9	14,5	4,1	56,6	49,9	60,5	48,6	54,6
III TR	6,4	13,1	13,2	2,5	50,1	52,0	57,9	50,1	53,0
IV TR	7,2	13,4	13,6	4,7	48,5	49,1	58,0	48,2	53,3
2024 Sep	6,3	11,6	13,0	2,9	46,8	49,1	56,0	49,2	52,4
Oct	6,7	12,2	14,0	2,8	46,4	48,2	56,5	48,2	52,8
Nov	7,2	13,9	12,4	5,0	49,1	49,3	57,9	47,9	53,3
Dic	7,6	14,2	14,5	6,3	50,1	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Ene	8,8	16,8	15,7	6,4	51,3	52,0	60,8	50,0	53,9
Feb	9,8	15,9	12,7	3,9	49,6	52,2	60,8	49,8	54,7

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) y S&P Global Market Intelligence.

3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
% del total en 2020	1	2	3	4	5	6	7
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,0	4,4
2024	115,8	4,7	4,7	4,6	4,7	5,0	4,5
2024 I TR	108,5	5,4	5,5	5,1	5,1	6,0	4,8
II TR	120,0	5,2	5,0	5,8	5,0	5,7	3,6
III TR	112,1	4,6	4,4	5,2	4,6	4,6	5,4
IV TR	122,8	3,7	4,1	2,6	4,1	4,0	4,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

3 Precios y costes

3.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por rama de actividad										Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
		Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Con- strucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades finan- cieras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Activida- des profesio- nales, administra- tivas y servicios auxiliares	Administración pública, educa- ción, activida- des sanitarias y de ser- vicios sociales		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Costes laborales unitarios												
2021	99,6	-0,4	1,4	-2,9	4,7	-1,9	-0,2	-1,7	5,2	-1,0	1,1	-0,8
2022	103,0	3,4	4,4	4,4	8,0	1,4	3,0	5,1	5,8	3,3	2,1	-5,8
2023	109,7	6,4	3,1	7,9	5,0	7,9	4,3	7,9	3,4	6,6	5,0	2,4
2023 IV TR	111,9	6,4	3,9	8,5	4,4	7,2	3,0	8,4	3,0	4,7	5,5	4,1
2024 I TR	113,2	5,5	3,5	7,0	7,0	4,9	2,7	6,0	2,1	4,2	5,6	5,0
II TR	114,2	5,2	5,8	7,1	7,1	4,8	2,8	6,5	0,1	3,5	5,2	4,7
III TR	114,9	4,4	5,6	4,7	7,3	4,5	2,0	5,6	-0,1	3,6	4,5	4,0
Remuneración por asalariado												
2021	104,3	4,3	3,6	4,8	5,3	5,5	5,8	3,9	6,3	4,8	2,5	3,3
2022	109,0	4,5	4,1	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,5	8,1
2023	114,9	5,4	5,9	5,4	4,9	5,8	5,0	5,3	4,0	6,4	4,7	5,3
2023 IV TR	117,1	5,2	5,2	5,4	4,5	5,3	4,8	5,7	4,2	5,4	5,0	5,1
2024 I TR	118,5	4,8	4,1	4,8	4,0	4,1	4,0	5,1	4,0	5,1	5,3	6,4
II TR	119,5	4,8	4,1	4,7	3,8	4,8	4,0	6,0	3,7	4,7	4,9	5,1
III TR	120,6	4,4	4,5	4,2	4,6	4,5	4,2	5,3	3,6	4,4	4,6	4,1
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2021	104,7	4,7	2,1	8,0	0,5	7,6	6,0	5,6	1,0	5,8	1,4	4,2
2022	105,8	1,1	-0,3	-0,5	-3,5	4,7	-0,5	-1,9	-0,6	2,3	1,3	14,8
2023	104,7	-1,0	2,7	-2,3	-0,1	-1,9	0,7	-2,4	0,6	-0,2	-0,4	2,8
2024 I TR	104,6	-0,6	0,6	-2,0	-2,8	-0,8	1,2	-0,9	1,8	0,9	-0,3	1,3
II TR	104,6	-0,4	-1,6	-2,2	-3,1	0,0	1,2	-0,5	3,5	1,2	-0,2	0,3
III TR	104,8	0,0	-1,0	-0,5	-2,5	0,0	2,2	-0,3	3,7	0,8	0,0	0,1
IV TR	104,8	0,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por hora trabajada												
2021	100,2	0,2	1,6	0,1	0,5	-0,8	3,0	1,9	2,3	0,1	0,7	-1,4
2022	103,6	3,4	5,5	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	5,4	5,7	5,0	5,8	5,0	5,8	4,7	6,2	4,5	4,5
2023 IV TR	110,8	4,9	5,2	5,4	4,0	5,3	4,2	5,6	4,1	4,9	4,7	4,6
2024 I TR	112,2	5,2	5,6	5,3	4,1	4,6	4,2	5,8	4,4	5,0	5,8	6,5
II TR	113,1	4,9	3,6	4,9	4,1	5,1	3,7	6,2	4,2	4,4	5,2	4,2
III TR	114,2	4,8	4,0	4,8	4,4	4,8	4,1	5,5	2,8	4,6	5,3	3,7
Productividad del trabajo por hora												
2021	100,2	0,2	0,9	2,9	-5,0	0,9	2,9	3,4	-3,8	0,3	-0,6	-1,2
2022	100,1	0,0	0,4	-0,5	-4,0	0,7	-0,7	-1,1	-2,4	1,7	2,1	11,0
2023	99,2	-0,9	2,8	-2,1	0,3	-1,7	0,9	-1,9	0,9	-0,2	-0,4	2,3
2023 IV TR	98,7	-1,2	1,5	-2,9	0,2	-1,7	1,3	-2,4	1,8	0,4	-0,8	0,9
2024 I TR	98,8	-0,2	2,4	-1,5	-2,5	-0,3	1,6	-0,1	3,0	0,7	0,1	1,3
II TR	98,9	-0,3	-1,1	-2,1	-2,7	0,3	1,1	-0,2	4,5	1,0	0,0	-0,3
III TR	99,2	0,5	0,1	0,0	-2,2	0,4	2,2	-0,1	4,5	0,8	0,8	-0,1

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

4.1 Tipos de interés del mercado monetario (porcentajes; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)			
		1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03	
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04	
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12	
2024 Sep	3,56	3,44	3,43	3,26	2,94	5,15	0,23	
Oct	3,34	3,21	3,17	3,00	2,69	4,85	0,23	
Nov	3,16	3,07	3,01	2,79	2,51	4,66	0,23	
Dic	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23	
2025 Ene	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29	
Feb	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48	

Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

4.2 Curvas de rendimiento

(fin de período; tasas en porcentaje; diferenciales en puntos porcentuales)

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años				10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año
	1	2	3	4	5				6	7	8	9
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2024 Sep	3,12	2,43	2,03	1,93	2,24	-0,20	-0,23	-0,39	1,81	1,58	2,19	2,78
Oct	2,88	2,47	2,24	2,25	2,52	0,05	0,00	-0,19	2,10	2,00	2,52	2,96
Nov	2,73	2,18	1,91	1,92	2,19	0,00	-0,12	-0,26	1,72	1,65	2,20	2,59
Dic	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 Ene	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01
Feb	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03

Fuente: Cálculos del BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Cálculos del BCE basados en datos brutos facilitados por Euro MTS Ltd y en calificaciones crediticias proporcionadas por Fitch Ratings.

4.3 Índices bursátiles

(niveles de los índices en puntos; medias del período)

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Energéticas	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2024 Sep	505,0	4.877,0	987,6	281,9	165,0	121,6	241,8	950,5	1.029,0	402,8	320,1	843,4	5.621,3	37.307,4
Oct	511,2	4.948,4	1.000,1	285,2	164,7	123,6	244,9	977,8	1.036,0	402,4	327,0	840,7	5.792,3	38.843,8
Nov	497,5	4.795,1	939,9	271,5	155,5	121,6	241,8	975,3	997,8	386,1	328,9	816,8	5.929,9	38.617,4
Dic	507,4	4.918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1.065,8	381,4	331,4	816,9	6.012,2	39.297,0
2025 Ene	523,1	5.098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1.024,4	1.103,1	380,9	334,7	859,5	5.979,5	39.298,0
Feb	553,7	5.420,0	1.008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1.084,2	1.154,8	387,0	364,1	901,7	6.038,7	38.735,3

Fuente: LSEG.

4 Evolución de los mercados financieros

4.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo		Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda							
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:			Por período inicial de fijación del tipo de interés			Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE ³⁾	Indicador sintético del coste de financiación			
						Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año		TAE ³⁾							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2024 Feb	0,38	1,71	3,18	3,07	8,19	16,85	7,61	7,93	8,62	5,30	4,81	4,01	3,64	3,49	4,12	3,84
Mar	0,39	1,72	3,18	2,91	8,19	16,95	8,03	7,79	8,53	5,15	4,80	3,99	3,57	3,44	4,05	3,80
Abr	0,39	1,73	3,13	2,89	8,14	16,98	8,03	7,85	8,57	5,20	4,84	3,98	3,59	3,42	4,05	3,81
May	0,39	1,73	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81
Jun	0,38	1,74	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
Jul	0,38	1,74	3,01	2,77	8,15	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Ago	0,38	1,75	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
Sep	0,37	1,75	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
Oct	0,36	1,74	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
Nov	0,35	1,74	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
Dic	0,35	1,74	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,16	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 Ene	0,34	1,72	2,33	2,42	7,80	16,76	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,41	3,25

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

3) Tasa anual equivalente (TAE).

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)^{1), 2)}

(porcentajes; media del período, salvo indicación en contrario)

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo										Indicador sintético del coste de financiación		
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros				Más de 250.000 euros y hasta 1 millón de euros			Más de 1 millón de euros					
		Hasta 2 años	Más de 2 años		4	5	6	7	8	9	10	11	12	13			
	1	2	3														
2024 Feb	0,90	3,65	3,50	5,37	5,52	5,76	5,60	5,49	5,15	4,38	5,11	4,84	3,97	5,16			
Mar	0,91	3,68	3,60	5,37	5,47	5,73	5,52	5,44	5,18	4,33	5,18	5,17	4,15	5,20			
Abr	0,91	3,67	3,34	5,37	5,31	5,64	5,62	5,38	5,11	4,30	5,20	5,01	4,14	5,20			
May	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12			
Jun	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08			
Jul	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,07			
Ago	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01			
Sep	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79			
Oct	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67			
Nov	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52			
Dic	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,48	4,14	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36			
2025 Ene	0,76	2,66	2,61	4,48	4,33	4,60	4,82	4,34	4,02	3,73	4,18	3,88	3,62	4,24			

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras.

4 Evolución de los mercados financieros

4.6 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor y plazo

(mm de euros; operaciones durante el mes y saldos vivos a fin de período; valores de mercado)

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾								
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas			
			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central		
			Total	FVC						Total	FVC					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14		
	Corto plazo															
2022	1.385,9	482,3	141,5	51,2	95,1	667,0	621,7	480,2	179,9	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1		
2023	1.570,5	619,5	162,6	69,3	86,6	701,8	659,1	501,4	210,8	114,1	39,8	49,1	127,5	103,8		
2024	1.565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	468,9	179,6	115,3	44,8	39,2	134,7	108,2		
2024 Ago	1.587,7	575,0	194,5	68,8	94,1	724,1	659,5	448,3	189,7	104,4	42,9	30,4	123,8	101,3		
Sep	1.589,0	603,9	196,0	71,8	83,4	705,7	642,4	486,3	201,7	102,5	46,8	37,8	144,3	113,4		
Oct	1.564,4	577,0	184,8	66,4	84,7	717,9	656,0	472,5	157,1	128,9	44,7	39,6	146,9	126,5		
Nov	1.568,5	575,3	189,0	68,6	79,9	724,4	665,7	478,8	187,3	119,9	48,5	31,9	139,7	125,8		
Dic	1.565,3	565,7	187,7	69,1	70,8	741,1	674,6	432,9	161,8	122,5	51,4	28,9	119,6	91,5		
2025 Ene	1.539,8	580,4	178,5	64,7	78,4	702,5	637,1	585,3	262,4	141,4	52,3	40,8	140,8	118,1		
	Largo plazo															
2022	17.698,1	3.896,7	3.098,9	1.323,2	1.429,7	9.272,9	8.560,9	291,8	76,5	67,7	28,2	17,1	130,4	121,0		
2023	19.326,3	4.437,6	3.238,7	1.318,6	1.543,8	10.106,1	9.366,3	319,9	93,1	67,1	25,6	21,4	138,4	129,9		
2024	20.477,1	4.769,9	3.554,9	1.354,7	1.643,0	10.509,9	9.738,2	349,8	89,6	87,3	25,0	27,0	145,8	135,2		
2024 Ago	20.122,7	4.675,0	3.419,5	1.315,6	1.597,8	10.430,4	9.662,6	210,3	42,4	55,7	17,3	10,5	101,7	97,1		
Sep	20.415,1	4.731,0	3.454,7	1.318,7	1.626,4	10.603,0	9.824,2	378,6	86,4	99,3	33,3	39,8	153,1	143,2		
Oct	20.343,7	4.746,6	3.471,3	1.326,1	1.626,2	10.499,7	9.722,4	364,6	88,5	95,4	27,4	25,0	155,8	145,6		
Nov	20.679,1	4.792,8	3.534,3	1.340,7	1.656,1	10.695,9	9.915,1	317,3	68,3	94,9	32,6	27,9	126,3	119,6		
Dic	20.477,7	4.769,9	3.554,9	1.354,7	1.643,0	10.509,9	9.738,2	255,0	69,7	96,0	35,7	18,6	70,8	64,7		
2025 Ene	20.695,9	4.840,2	3.565,2	1.340,0	1.659,2	10.631,3	9.848,9	483,9	164,5	77,7	16,6	29,7	212,0	188,4		

Fuente: BCE.

1) Para facilitar la comparación, los datos anuales son medias de los datos mensuales correspondientes.

4.7 Tasas de crecimiento interanual y saldos vivos de valores representativos de deuda y acciones cotizadas

(mm de euros y tasas de variación; valores de mercado)

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas							
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras			
			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central			Instituciones financieras distintas de IFM		Total	de las cuales, Administración Central		
			Total	FVC						Total	FVC				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11				
	Saldo vivo														
2022	19.084,0	4.379,0	3.240,4	1.374,4	1.524,7	9.939,9	9.182,6	8.704,0	525,2	1.289,8	6.888,4				
2023	20.896,8	5.057,1	3.401,4	1.387,9	1.630,4	10.807,9	10.025,4	9.675,7	619,8	1.418,8	7.636,6				
2024	22.043,0	5.335,5	3.742,6	1.423,7	1.713,8	11.251,0	10.412,8	10.169,2	751,2	1.591,3	7.826,3				
2024 Ago	21.710,4	5.249,9	3.614,1	1.384,4	1.691,9	11.154,5	10.322,1	10.246,1	724,0	1.563,9	7.957,8				
Sep	22.004,1	5.334,9	3.650,7	1.390,5	1.709,7	11.308,8	10.466,6	10.410,0	746,7	1.570,1	8.092,7				
Oct	21.908,2	5.323,6	3.656,1	1.392,5	1.710,8	11.217,6	10.378,4	10.096,3	751,1	1.556,1	7.788,7				
Nov	22.247,6	5.368,1	3.723,3	1.409,3	1.735,9	11.420,3	10.580,8	10.176,1	723,0	1.589,3	7.863,5				
Dic	22.043,0	5.335,5	3.742,6	1.423,7	1.713,8	11.251,0	10.412,8	10.169,2	751,2	1.591,3	7.826,3				
2025 Ene	22.235,7	5.420,6	3.743,6	1.404,8	1.737,6	11.333,8	10.486,1	10.855,5	829,9	1.685,0	8.340,2				
	Tasa de crecimiento ¹⁾														
2024 Jun	4,9	7,6	3,7	-2,1	3,9	4,3	4,2	-0,6	-3,3	-1,1	-0,3				
Jul	4,5	5,7	4,0	-2,3	3,1	4,2	4,2	-0,4	-3,5	-0,7	0,0				
Ago	4,6	5,3	4,5	-1,6	3,6	4,5	4,4	-0,3	-3,4	-0,7	0,0				
Sep	4,7	6,2	4,6	-1,3	3,7	4,2	4,0	-0,2	-2,1	-0,6	0,1				
Oct	4,7	5,7	4,1	-1,7	3,8	4,7	4,5	0,2	-2,2	-0,6	0,6				
Nov	4,5	4,5	5,4	0,0	3,6	4,5	4,4	0,2	-1,9	-0,7	0,6				
Dic	4,4	3,9	6,1	0,7	3,0	4,2	4,1	0,1	-2,5	-0,7	0,5				
2025 Ene	4,3	3,4	4,5	-1,3	3,5	4,7	4,6	0,1	-2,3	-0,7	0,5				

Fuente: BCE.

1) Para información más detallada sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

4 Evolución de los mercados financieros

4.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-19						TCE-42	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,6	84,4	64,4	82,8	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	98,1	88,9	66,7	86,6	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	98,2	.	.	.	124,1	95,1
2024 I TR	98,4	94,4	98,4	89,6	68,1	87,7	123,7	95,2
II TR	98,7	94,6	98,5	89,6	67,7	87,9	124,1	95,2
III TR	99,0	95,0	98,8	90,0	67,1	88,1	125,1	95,6
IV TR	97,6	93,7	97,3	.	.	.	123,6	94,2
2024 Sep	98,8	94,8	98,7	-	-	-	125,2	95,6
Oct	98,2	94,3	98,0	-	-	-	124,4	95,0
Nov	97,5	93,6	97,2	-	-	-	123,5	94,2
Dic	96,9	93,0	96,7	-	-	-	122,7	93,5
2025 Ene	96,7	93,0	96,4	-	-	-	122,3	93,4
Feb	96,3	92,8	96,1	-	-	-	121,8	93,0
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2025 Feb	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2025 Feb	-1,9	-1,5	-2,0	-	-	-	-1,2	-2,0

Fuente: BCE.

1) Para una definición de los grupos de socios comerciales e información adicional, véanse las notas generales del *Boletín Estadístico*.

4.9 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Renminbi chino	Kuna croata	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	7,079	7,535	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	.	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	.	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 I TR	7,805	.	25,071	7,456	388,182	161,150	4,333	0,856	4,9735	11,279	0,949	1,086
II TR	7,797	.	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
III TR	7,870	.	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
IV TR	7,675	.	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2024 Sep	7,861	.	25,099	7,460	394,863	159,081	4,276	0,840	4,9744	11,358	0,941	1,111
Oct	7,728	.	25,298	7,459	401,901	163,197	4,317	0,835	4,9750	11,405	0,939	1,090
Nov	7,662	.	25,301	7,458	409,251	163,234	4,332	0,834	4,9762	11,583	0,936	1,063
Dic	7,630	.	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
2025 Ene	7,556	.	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
Feb	7,575	.	25,077	7,459	403,128	158,087	4,172	0,831	4,9770	11,247	0,941	1,041
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>												
2025 Feb	0,3	.	-0,3	0,0	-2,1	-2,4	-1,8	-1,0	0,0	-2,0	0,0	0,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>												
2025 Feb	-2,4	.	-0,6	0,1	3,9	-2,0	-3,5	-2,8	0,0	0,0	-0,5	-3,5

Fuente: BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

4.10 Balanza de pagos de la zona del euro, cuenta financiera

(mm de euros, salvo indicación en contrario; saldos vivos a fin de período; transacciones durante el período)

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta		
	Activos		Pasivos		Neto		Activos		Pasivos					
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10			
<i>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</i>														
2023 IV TR	32.386,9	32.041,0	345,9	12.121,5	9.944,6	12.465,4	14.520,1	-4,0	6.656,2	7.576,3	1.147,8	16.219,7		
2024 I TR	33.684,6	33.138,9	545,7	12.390,0	10.014,1	13.124,9	15.268,1	-0,5	6.955,1	7.856,7	1.215,1	16.699,7		
II TR	34.253,2	33.286,0	967,2	12.398,7	9.921,7	13.540,9	15.549,6	7,1	7.038,9	7.814,7	1.267,6	16.653,6		
III TR	34.531,2	33.419,0	1.112,2	12.171,4	9.733,1	13.843,4	15.888,5	-3,9	7.201,3	7.797,4	1.319,0	16.690,5		
<i>Saldos vivos en porcentaje del PIB</i>														
2024 III TR	230,2	222,7	7,4	81,1	64,9	92,3	105,9	0,0	48,0	52,0	8,8	111,2		
<i>Transacciones</i>														
2024 I TR	568,3	453,8	114,5	128,2	32,3	172,1	198,5	13,5	253,4	223,1	1,2	-		
II TR	180,2	51,3	128,9	-31,7	-104,8	173,1	254,2	16,9	18,1	-98,1	3,7	-		
III TR	412,3	274,2	138,0	5,4	-12,7	166,5	217,4	-8,3	252,6	69,5	-4,0	-		
IV TR	-13,1	-112,9	99,8	-28,0	-16,7	152,0	141,2	20,6	-161,5	-237,4	3,9	-		
2024 Jul	127,8	78,1	49,7	14,4	-11,9	51,9	59,9	-2,2	66,9	30,1	-3,1	-		
Ago	94,1	69,5	24,6	-9,6	-1,9	40,6	64,3	-7,7	73,8	7,1	-3,0	-		
Sep	190,4	126,7	63,7	0,6	1,2	74,0	93,1	1,6	112,0	32,4	2,2	-		
Oct	86,3	49,7	36,6	11,9	7,7	69,5	41,7	20,2	-15,1	0,3	-0,2	-		
Nov	165,8	152,3	13,5	6,8	1,5	38,6	61,7	-1,8	120,9	89,2	1,3	-		
Dic	-265,2	-315,0	49,8	-46,7	-25,9	43,9	37,9	2,2	-267,3	-326,9	2,7	-		
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses</i>														
2024 Dic	1.147,7	666,5	481,2	74,0	-101,9	663,7	811,2	42,6	362,6	-42,9	4,8	-		
<i>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>														
2024 Dic	7,6	4,4	3,2	0,5	-0,7	4,4	5,4	0,3	2,4	-0,3	0,0	-		

Fuente: BCE.

1) Los derivados financieros netos están incluidos en los activos totales.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	M3												Total				
	M2						Total	M3-M2									
	M1			M2-M1				Cesiones temporales (repos)	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	Total						
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
Saldos vivos																	
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,3	49,7	819,0	16.048,2					
2023	1.536,2	8.809,4	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	184,9	739,7	70,8	995,3	16.095,5					
2024	1.556,9	9.021,5	10.578,4	2.528,2	2.469,1	4.997,3	15.575,7	253,4	869,4	27,8	1.150,5	16.726,2					
2024 I TR	1.526,2	8.740,0	10.266,3	2.440,0	2.427,5	4.867,6	15.133,8	193,9	787,0	72,9	1.053,8	16.187,6					
II TR	1.533,9	8.796,3	10.330,3	2.536,0	2.422,7	4.958,7	15.288,9	211,2	815,9	59,2	1.086,3	16.375,2					
III TR	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,8	238,1	858,7	47,4	1.144,2	16.543,9					
IV TR ^(b)	1.556,9	9.021,5	10.578,4	2.528,2	2.469,1	4.997,3	15.575,7	253,4	869,4	27,8	1.150,5	16.726,2					
2024 Ago	1.538,8	8.794,5	10.333,2	2.558,5	2.423,8	4.982,3	15.315,5	243,1	839,9	52,2	1.135,2	16.450,7					
Sep	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,8	238,1	858,7	47,4	1.144,2	16.543,9					
Oct	1.545,6	8.892,8	10.438,3	2.555,8	2.427,7	4.983,5	15.421,8	249,7	854,5	50,5	1.154,7	16.576,6					
Nov	1.550,9	8.996,8	10.547,7	2.560,0	2.433,8	4.993,7	15.541,4	245,6	858,1	39,3	1.143,0	16.684,4					
Dic	1.556,9	9.021,5	10.578,4	2.528,2	2.469,1	4.997,3	15.575,7	253,4	869,4	27,8	1.150,5	16.726,2					
2025 Ene ^(b)	1.555,8	9.043,3	10.599,1	2.511,8	2.471,9	4.983,8	15.582,9	267,7	856,9	47,4	1.172,0	16.754,9					
Operaciones																	
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,4	76,8	82,8	576,5					
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5					
2024	21,3	167,9	189,2	201,1	9,0	210,1	399,2	75,7	119,2	-38,6	156,4	555,6					
2024 I TR	-9,3	-75,0	-84,3	144,2	-32,4	111,8	27,4	11,0	47,1	7,2	65,3	92,8					
II TR	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,9	-13,3	29,4	159,3					
III TR	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	38,8	-10,9	56,1	149,9					
IV TR ^(b)	15,2	162,8	178,0	-74,0	44,0	-29,9	148,1	19,7	7,4	-21,6	5,5	153,6					
2024 Ago	2,3	18,7	20,9	20,5	1,9	22,4	43,3	17,2	11,4	-5,8	22,8	66,2					
Sep	3,0	50,7	53,7	33,3	1,0	34,3	88,0	-4,7	17,4	-3,4	9,3	97,3					
Oct	3,9	44,4	48,3	-38,5	2,8	-35,7	12,6	10,6	-5,2	3,3	8,7	21,3					
Nov	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,3	107,2	-5,4	2,8	-14,1	-16,7	90,5					
Dic	6,0	20,8	26,8	-33,9	35,3	1,4	28,2	14,5	9,9	-10,8	13,6	41,8					
2025 Ene ^(b)	-1,1	22,2	21,1	-16,1	1,8	-14,3	6,8	18,8	-13,7	19,8	24,9	31,7					
Tasas de crecimiento																	
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	458,3	11,1	3,7					
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,4	19,3	0,0					
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4					
2024 I TR	-1,1	-7,6	-6,7	49,9	-4,7	16,6	-0,3	69,6	18,1	-16,8	20,8	0,9					
II TR	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-29,5	18,9	2,3					
III TR	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2					
IV TR ^(b)	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4					
2024 Ago	0,3	-2,4	-2,0	26,2	-2,3	10,4	1,7	79,1	19,2	-37,4	22,8	2,9					
Sep	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,2	21,8	3,2					
Oct	0,7	0,1	0,2	16,8	-1,1	7,3	2,4	55,6	18,7	-37,2	20,1	3,4					
Nov	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	17,7	-48,3	17,0	3,8					
Dic	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,3	16,1	-58,8	15,8	3,4					
2025 Ene ^(b)	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	51,3	12,3	-43,7	14,7	3,6					

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Institucio-nes finan- cieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Adminis- traciones Públi- cas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales (repos)	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales (repos)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024	3.430,7	2.500,8	791,9	133,7	4,3	8.756,4	5.199,1	1.254,3	2.301,5	1,5	1.304,8	232,1	548,2
2024 I TR	3.337,5	2.381,4	817,7	127,5	10,9	8.455,8	5.056,9	1.133,0	2.264,9	1,0	1.244,8	223,0	540,4
II TR	3.381,9	2.410,2	833,8	127,1	10,8	8.529,1	5.062,8	1.203,4	2.261,6	1,3	1.299,7	221,8	533,8
III TR	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,7	5.091,3	1.260,2	2.266,2	1,0	1.331,7	230,1	550,8
IV TR ^(b)	3.430,7	2.500,8	791,9	133,7	4,3	8.756,4	5.199,1	1.254,3	2.301,5	1,5	1.304,8	232,1	548,2
2024 Ago	3.363,8	2.396,1	831,9	126,0	9,7	8.589,5	5.091,2	1.232,9	2.264,4	1,0	1.305,1	218,0	543,5
Sep	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,7	5.091,3	1.260,2	2.266,2	1,0	1.331,7	230,1	550,8
Oct	3.378,3	2.422,2	815,9	127,5	12,7	8.658,5	5.122,5	1.267,6	2.267,3	0,9	1.319,9	220,5	548,7
Nov	3.408,8	2.453,8	812,1	129,8	13,2	8.699,3	5.165,8	1.261,5	2.271,2	0,8	1.335,1	229,4	563,5
Dic	3.430,7	2.500,8	791,9	133,7	4,3	8.756,4	5.199,1	1.254,3	2.301,5	1,5	1.304,8	232,1	548,2
2025 Ene ^(b)	3.431,5	2.473,3	809,4	136,0	12,8	8.751,6	5.203,1	1.245,4	2.301,8	1,3	1.330,6	229,9	551,2
Operaciones													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	94,5	75,9	15,6	2,9	0,1	297,5	55,7	233,6	8,2	0,1	54,5	4,0	3,2
2024 I TR	2,1	-40,1	45,1	-3,2	0,3	31,5	-54,8	115,1	-28,4	-0,4	20,6	-4,6	-1,9
II TR	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
III TR	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
IV TR ^(b)	61,4	88,9	-35,1	8,1	-0,5	132,9	106,7	-9,6	35,2	0,5	-39,0	0,7	-3,4
2024 Ago	3,1	0,0	3,3	-0,6	0,3	8,1	0,0	5,7	2,4	0,0	40,2	3,1	3,8
Sep	1,8	9,0	-8,0	-0,5	1,3	30,5	1,0	27,7	1,8	0,0	28,5	12,6	6,8
Oct	9,5	15,0	-9,0	1,9	1,6	37,5	29,7	6,8	1,1	0,0	-14,9	-10,0	-2,6
Nov	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,7	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,7	8,3	14,5
Dic	25,6	44,9	-20,9	3,9	-2,3	56,8	33,4	-7,7	30,3	0,8	-32,7	2,3	-15,3
2025 Ene ^(b)	0,8	-27,5	17,5	2,3	8,5	-5,7	4,1	-8,9	-0,7	-0,2	30,8	-2,2	3,1
Tasas de crecimiento													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 I TR	0,1	-8,3	36,4	-3,4	38,9	0,8	-7,1	101,7	-4,7	11,9	1,3	-2,2	-6,0
II TR	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
III TR	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
IV TR ^(b)	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 Ago	1,8	-1,9	15,5	-4,0	10,4	2,3	-3,3	51,9	-2,2	16,3	10,3	-1,3	-3,0
Sep	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
Oct	1,7	0,5	5,9	-2,5	17,5	3,3	-1,2	39,1	-0,9	25,2	7,9	3,6	0,2
Nov	2,3	1,8	4,5	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,8	1,6	4,6
Dic	2,8	3,1	2,0	2,2	1,8	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 Ene ^(b)	3,1	3,5	0,4	6,2	188,4	3,3	1,7	16,4	0,8	19,1	8,1	2,9	3,5

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades holding de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Corresponde al sector de Administraciones Públicas, excluida la Administración Central.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro									Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios			
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾				
					Total		A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾	A empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾							
					Total	Préstamos ajustados ²⁾											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
	Saldos vivos																
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4					
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.492,9	13.033,8	13.253,1	5.123,2	6.648,1	1.124,5	138,0	1.560,7	898,4					
2024	6.259,1	988,5	5.244,7	15.762,4	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	937,5					
2024 I TR	6.219,2	976,6	5.217,1	15.546,1	13.046,8	13.278,2	5.116,5	6.641,9	1.151,2	137,2	1.569,2	930,1					
II TR	6.195,6	978,6	5.191,2	15.572,4	13.101,2	13.339,7	5.130,7	6.644,8	1.194,9	130,9	1.553,8	917,3					
III TR	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,8	5.140,2	6.661,4	1.209,2	132,8	1.561,0	928,7					
IV TR	6.259,1	988,5	5.244,7	15.762,4	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	937,5					
2024 Ago	6.234,3	976,8	5.231,8	15.614,7	13.133,2	13.366,9	5.137,1	6.655,4	1.207,4	133,3	1.556,2	925,3					
Sep	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,8	5.140,2	6.661,4	1.209,2	132,8	1.561,0	928,7					
Oct	6.246,0	986,6	5.233,6	15.668,5	13.166,0	13.415,8	5.144,3	6.660,6	1.225,4	135,7	1.573,0	929,6					
Nov	6.276,4	990,4	5.260,2	15.686,4	13.179,3	13.419,7	5.149,8	6.673,8	1.221,2	134,5	1.576,0	931,1					
Dic	6.259,1	988,5	5.244,7	15.762,4	13.246,4	13.501,8	5.183,1	6.677,1	1.246,2	140,0	1.578,5	937,5					
2025 Ene	6.306,9	996,4	5.284,6	15.808,8	13.281,6	13.527,7	5.194,6	6.696,4	1.253,9	136,8	1.577,0	950,1					
	Operaciones																
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9					
2023	-161,1	-17,4	-144,0	65,2	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-4,6	45,4					
2024	-63,1	-1,4	-62,2	269,6	228,7	271,0	76,6	44,7	105,6	1,8	9,1	31,7					
2024 I TR	-61,8	-11,6	-50,4	61,6	31,1	44,6	-2,2	-2,7	36,8	-0,8	8,6	22,0					
II TR	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,8	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3					
III TR	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8					
IV TR	5,9	11,0	-5,2	121,5	100,3	125,2	43,9	22,3	27,2	6,9	12,0	9,2					
2024 Ago	9,3	2,8	6,5	23,5	15,2	15,9	12,8	10,7	-9,5	1,2	9,6	-1,3					
Sep	-5,1	-1,6	-3,6	21,3	15,5	14,6	5,4	7,7	2,8	-0,4	3,7	2,0					
Oct	6,9	8,6	-1,7	36,5	22,2	41,1	5,9	-0,1	13,6	2,8	11,5	2,8					
Nov	-6,5	4,8	-11,3	5,7	6,3	-3,1	3,5	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	0,9					
Dic	5,6	-2,4	7,9	79,3	71,9	87,2	34,5	8,4	23,6	5,4	2,0	5,5					
2025 Ene	51,4	7,9	43,5	42,5	40,7	31,1	14,9	21,0	7,8	-3,1	-2,0	3,9					
	Tasas de crecimiento																
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6					
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,4	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-0,3	5,3					
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5					
2024 I TR	-2,6	-1,6	-2,8	0,8	0,4	0,8	-0,2	-0,2	6,6	-1,3	1,1	7,0					
II TR	-1,4	-0,4	-1,6	0,9	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,1	4,6					
III TR	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2					
IV TR	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5					
2024 Ago	-1,1	-0,6	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,6	0,5	9,6	1,5	-1,6	4,0					
Sep	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2					
Oct	-0,8	-0,1	-1,0	1,2	1,2	1,7	0,8	0,5	7,9	0,2	-0,1	3,7					
Nov	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	4,8					
Dic	-1,0	-0,1	-1,2	1,7	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,6	3,5					
2025 Ene	0,3	1,2	0,2	2,0	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,8	-0,9	3,1					

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

3) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

4) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Total	Préstamos ajustados ⁴⁾				Total	Préstamos ajustados ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.214,2	702,6
2023	5.123,2	5.138,3	907,2	1.090,3	3.125,8	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2024	5.183,1	5.204,0	921,7	1.099,1	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,9
2024 I TR	5.116,5	5.132,7	885,4	1.089,6	3.141,5	6.641,9	6.873,4	738,9	5.221,4	681,6
II TR	5.130,7	5.148,1	902,5	1.088,0	3.140,2	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
III TR	5.140,2	5.162,3	912,5	1.090,1	3.137,7	6.661,4	6.899,1	742,3	5.245,1	674,0
IV TR	5.183,1	5.204,0	921,7	1.099,1	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,9
2024 Ago	5.137,1	5.145,1	906,9	1.086,7	3.143,6	6.655,4	6.890,7	741,5	5.239,5	674,3
Sep	5.140,2	5.162,3	912,5	1.090,1	3.137,7	6.661,4	6.899,1	742,3	5.245,1	674,0
Oct	5.144,3	5.162,7	920,8	1.088,3	3.135,3	6.660,6	6.907,1	741,8	5.240,6	678,2
Nov	5.149,8	5.166,2	919,2	1.087,4	3.143,3	6.673,8	6.918,6	741,3	5.250,4	682,1
Dic	5.183,1	5.204,0	921,7	1.099,1	3.162,3	6.677,1	6.928,6	745,0	5.255,2	676,9
2025 Ene	5.194,6	5.208,5	924,8	1.102,7	3.167,0	6.696,4	6.941,7	747,5	5.271,7	677,3
Operaciones										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	76,6	87,8	21,1	14,3	41,2	44,7	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 I TR	-2,2	0,9	-16,6	-0,6	14,9	-2,7	9,2	8,4	-6,1	-5,0
II TR	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
III TR	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
IV TR	43,9	45,2	7,0	11,0	25,8	22,3	36,3	10,7	10,6	1,0
2024 Ago	12,8	4,4	6,8	0,6	5,4	10,7	7,5	2,5	9,0	-0,8
Sep	5,4	19,1	6,5	4,5	-5,6	7,7	9,1	1,8	5,9	0,0
Oct	5,9	4,8	6,5	-1,2	0,7	-0,1	9,3	3,4	-3,1	-0,4
Nov	3,5	1,0	-2,7	-1,0	7,1	14,0	12,2	1,9	9,1	3,0
Dic	34,5	39,3	3,2	13,2	18,0	8,4	14,7	5,4	4,6	-1,6
2025 Ene	14,9	7,4	3,0	5,3	6,6	21,0	15,1	3,0	17,4	0,6
Tasas de crecimiento										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 I TR	-0,2	0,3	-4,1	-0,2	1,0	-0,2	0,2	3,3	-0,2	-3,1
II TR	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
III TR	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
IV TR	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 Ago	0,6	1,0	0,9	0,2	0,6	0,5	0,5	2,9	0,6	-2,5
Sep	0,8	1,3	2,0	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
Oct	0,8	1,4	2,7	0,3	0,4	0,5	0,8	3,1	0,4	-1,9
Nov	1,0	1,2	2,4	0,4	0,7	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
Dic	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 Ene	2,0	2,0	4,3	1,7	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades holding de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.

3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

4) Ajustados de titulizaciones y otras transferencias (que implican la baja de los préstamos del balance estadístico de las IFM), así como de posiciones resultantes de los servicios de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

(mm de euros y tasas de crecimiento interanual; datos desestacionalizados; saldos vivos y tasas de crecimiento a fin de período; operaciones durante el período)

Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM						
	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Capital y reservas	Activos exteriores netos	Otros				
	Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Saldos vivos			Total				
								Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
Saldos vivos												
2022	639,4	6.731,2	1.783,0	45,7	2.109,0	2.793,4	1.332,5	344,5	137,2	147,2		
2023	447,4	7.327,2	1.827,5	90,2	2.413,8	2.995,6	1.858,1	213,8	152,1	152,6		
2024	377,9	7.833,7	1.843,9	116,5	2.588,3	3.285,0	2.688,6	227,7	140,4	135,9		
2024 I TR	395,4	7.457,0	1.829,0	103,9	2.488,6	3.035,6	2.051,2	223,5	178,0	174,2		
II TR	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.526,1	3.061,9	2.243,8	300,1	182,6	176,5		
III TR	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,4	247,2	184,9	188,5		
IV TR ^(p)	377,9	7.833,7	1.843,9	116,5	2.588,3	3.285,0	2.688,6	227,7	140,4	135,9		
2024 Ago	419,2	7.609,0	1.822,6	112,7	2.534,0	3.139,7	2.397,7	232,2	193,2	170,7		
Sep	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,4	247,2	184,9	188,5		
Oct	445,4	7.753,3	1.832,3	115,7	2.561,1	3.244,3	2.599,6	261,2	169,6	172,2		
Nov	424,2	7.805,9	1.839,8	115,9	2.575,6	3.274,6	2.641,7	310,1	176,8	164,0		
Dic	377,9	7.833,7	1.843,9	116,5	2.588,3	3.285,0	2.688,6	227,7	140,4	135,9		
2025 Ene ^(p)	404,4	7.921,5	1.840,1	117,4	2.591,5	3.372,5	2.757,3	207,8	163,2	146,6		
Operaciones												
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-69,0	-206,2	10,4	18,0		
2023	-198,2	324,3	25,2	40,0	227,0	32,1	457,2	-229,7	17,1	9,0		
2024	-69,1	283,8	16,3	26,2	164,1	77,2	564,7	-0,8	-11,7	-16,7		
2024 I TR	-51,7	109,9	4,1	13,6	88,4	3,7	137,2	13,9	25,9	21,5		
II TR	15,7	42,8	-0,8	6,0	31,8	5,8	149,4	53,0	4,6	2,3		
III TR	-7,7	64,1	7,5	4,4	38,2	14,0	173,8	-31,3	2,4	12,0		
IV TR ^(p)	-25,4	67,1	5,5	2,2	5,7	53,7	104,2	-36,4	-44,5	-52,6		
2024 Ago	14,4	26,5	2,4	1,1	20,1	2,9	46,4	27,9	26,4	15,8		
Sep	-16,4	31,9	11,1	1,6	12,8	6,4	61,6	35,0	-8,3	17,8		
Oct	42,5	11,2	-3,0	1,4	5,2	7,6	42,1	-10,4	-15,3	-16,3		
Nov	-21,5	5,4	5,5	0,2	-0,5	0,2	10,5	64,8	7,2	-8,2		
Dic	-46,5	50,5	3,0	0,6	1,0	45,9	51,6	-90,7	-36,3	-28,1		
2025 Ene ^(p)	26,5	22,1	-3,8	1,8	5,2	18,9	0,0	-13,6	22,8	10,6		
Tasas de crecimiento												
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7		
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0		
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9		
2024 I TR	-31,8	5,0	1,4	89,7	11,7	0,6	-	-	18,6	7,1		
II TR	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3		
III TR	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4		
IV TR ^(p)	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9		
2024 Ago	-4,6	3,9	0,2	63,4	9,2	0,6	-	-	17,9	7,6		
Sep	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,6	-	-	20,5	15,4		
Oct	0,6	3,6	0,1	47,0	8,3	0,8	-	-	5,5	13,7		
Nov	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,8	-	-	5,7	1,2		
Dic	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,4	-	-	-7,7	-10,9		
2025 Ene ^(p)	-10,1	3,2	0,6	23,5	5,4	2,2	-	-	0,0	-8,2		

Fuente: BCE.

1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria:
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2020	-7,0	-5,7	-0,4	0,0	-0,9	-5,5
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,6	-3,6	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2023 IV TR	-3,6	.	.	.	.	-1,8
2024 I TR	-3,6	.	.	.	.	-1,8
II TR	-3,5	.	.	.	.	-1,6
III TR	-3,2	.	.	.	.	-1,4

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

6.2 Recursos y empleos

(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Recursos						Empleos						Empleos de capital	
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital		
		Total	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2020	46,6	46,1	12,7	12,9	15,4	0,5	53,6	48,9	10,7	6,0	1,5	25,1	4,7	
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1	
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2	
2023	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3	
2023 IV TR	46,0	45,1	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3	
2024 I TR	46,0	45,2	13,2	12,3	14,6	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,8	22,4	5,3	
II TR	46,2	45,4	13,3	12,3	14,7	0,8	49,6	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3	
III TR	46,4	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,6	44,5	9,9	6,0	1,9	22,7	5,1	

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB; saldos vivos a fin de período)

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes		Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
					Total	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2020	96,5	3,1	14,5	78,8	53,9	38,8	42,6	11,1	85,4	18,7	30,7	47,1	94,8	1,6
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,5	2,6	13,1	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,8	16,0	28,4	45,2	88,5	1,0
2023	87,4	2,4	12,2	72,8	49,3	35,9	38,1	7,9	79,5	15,0	28,1	44,3	86,6	0,8
2023 IV TR	87,4	2,4	12,2	72,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
2024 I TR	87,9	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	88,2	2,2	11,9	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	88,2	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes¹⁾ (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB ²⁾	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda										Diferencial tipo de interés-crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación		
		Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros						
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2020	12,9	5,5	2,2	2,5	2,0	0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,0	5,2	9,5			
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,7	-6,2	5,0			
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7			
2023	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6			
2023 IV TR	-2,1	1,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,6	2,6			
2024 I TR	-1,4	1,8	-0,5	-0,7	-0,8	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,3	-2,6	2,6			
II TR	-0,6	1,6	-0,3	-0,5	-0,6	-0,1	0,1	0,1	0,3	-0,1	-2,0	2,8			
III TR	-0,2	1,4	0,0	-0,3	-0,4	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-1,6	3,0			

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado, excepto en los datos trimestrales sobre el ajuste entre déficit y deuda.

2) Calculada como la diferencia entre las ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

(servicio de la deuda en porcentaje del PIB; flujos durante el período de servicio de la deuda; rendimiento nominal medio en porcentaje)

Total	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Principal		Intereses				Saldos vivos				Operaciones		
	Total	Hasta 3 meses	Total	Hasta 3 meses			Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Total	Emisión	
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	
2022	12,9	11,7	4,1	1,2	0,3	8,0	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	
2023	12,9	11,6	4,1	1,4	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	
2024	12,9	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	
2024 I TR	12,8	11,4	3,8	1,3	0,3	8,3	2,0	1,3	2,1	2,1	1,5	3,7	
II TR	13,0	11,6	3,6	1,4	0,4	8,3	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	
III TR	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	
IV TR	12,9	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	
2024 Ago	13,0	11,6	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,1	2,1	1,6	3,8	
Sep	13,0	11,5	3,9	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,3	2,1	1,6	3,7	
Oct	13,2	11,7	3,8	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	
Nov	13,0	11,6	3,7	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,1	1,8	3,6	
Dic	12,9	11,5	4,3	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	
2025 Ene	12,9	11,4	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	2,0	2,2	1,9	3,5	

Fuente: BCE.

1) Datos registrados al valor nominal y sin consolidar dentro del sector AAPP.

2) Excluye los pagos futuros de valores representativos de deuda que todavía no están en circulación y amortizaciones anticipadas.

3) Vida residual a fin de período.

4) Saldos vivos a fin de período; operaciones en media de doce meses.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro (en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica 1	Alemania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	España 6	Francia 7	Croacia 8	Italia 9	Chipre 10
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2020	-9,0	-4,4	-5,4	-4,9	-9,6	-9,9	-8,9	-7,2	-9,4	-5,6
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-6,9	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,6
2023	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2023 IV TR	-4,2	-2,6	-2,8	1,5	-1,3	-3,5	-5,5	-0,9	-7,2	2,0
2024 I TR	-4,1	-2,7	-3,0	1,4	-0,6	-3,7	-5,6	-0,8	-6,6	3,7
II TR	-4,2	-2,6	-3,5	1,9	0,3	-3,3	-5,7	-1,7	-6,1	4,3
III TR	-4,5	-2,6	-3,1	5,0	1,1	-3,2	-6,0	-2,0	-5,1	4,2
Deuda de las AAPP										
2020	111,2	68,0	19,1	57,0	209,4	119,3	114,8	86,5	154,3	113,6
2021	108,4	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,7	78,2	145,7	96,5
2022	102,6	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,2	68,5	138,3	81,0
2023	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,9	61,8	134,8	73,6
2023 IV TR	103,1	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	110,0	61,8	134,8	73,6
2024 I TR	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,8	62,0	135,2	72,6
II TR	106,6	61,9	23,8	42,7	160,0	105,3	112,4	60,0	136,9	70,5
III TR	105,6	62,4	24,0	42,2	158,2	104,3	113,8	59,7	136,3	69,7
	Letonia 11	Lituania 12	Luxemburgo 13	Malta 14	Países Bajos 15	Austria 16	Portugal 17	Eslovenia 18	Eslovaquia 19	Finlandia 20
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2020	-4,1	-6,3	-3,1	-8,7	-3,6	-8,2	-5,8	-7,7	-5,3	-5,5
2021	-7,2	-1,1	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,3	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,5	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2023 IV TR	-2,4	-0,7	-0,8	-4,6	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024 I TR	-1,9	-0,6	-0,1	-3,8	-0,3	-2,8	0,9	-2,0	-5,1	-3,5
II TR	-1,8	-0,9	-0,1	-3,5	-0,4	-3,3	1,2	-2,0	-5,5	-4,1
III TR	-1,1	-1,4	0,0	-2,9	-0,3	-3,7	1,0	-1,8	-4,6	-4,7
Deuda de las AAPP										
2020	44,0	45,9	24,5	48,7	53,3	83,2	134,1	80,2	58,4	75,4
2021	45,9	43,3	24,4	49,6	50,4	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,6	49,4	48,3	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	45,0	37,3	25,5	47,4	45,1	78,6	97,9	68,4	56,1	77,1
2023 IV TR	45,0	37,3	25,6	47,7	45,2	78,6	97,9	68,4	56,1	77,3
2024 I TR	46,3	39,1	27,1	47,3	44,0	80,9	99,4	70,0	60,6	78,1
II TR	46,4	37,4	26,8	46,4	43,3	82,9	100,7	69,5	60,4	80,1
III TR	47,7	38,4	26,6	45,3	42,2	83,2	97,5	66,9	60,3	81,5

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2025

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

La traducción y publicación en español de este Boletín corren a cargo del Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La terminología específica puede consultarse en el [glosario del BCE](#) (disponible solo en inglés).

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 5 de marzo de 2025.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-072-ES-N (edición electrónica)