

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 17 de abril de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar 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 basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

El proceso de desinflación sigue avanzando. La inflación ha seguido evolucionando conforme a lo esperado por los expertos, y tanto la inflación general como la subyacente se redujeron en marzo. La inflación de los servicios también ha descendido notablemente en los últimos meses. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente sugieren que la inflación se estabilizará en torno al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo de forma sostenida. El crecimiento de los salarios se está moderando, y los beneficios están amortiguando parcialmente el impacto de las subidas salariales, aún elevadas, sobre la inflación. La economía de la zona del euro ha acumulado cierta resiliencia para hacer frente a las perturbaciones mundiales, pero las perspectivas de crecimiento se han deteriorado debido al aumento de las tensiones comerciales. Es probable que la mayor incertidumbre reduzca la confianza de los hogares y de las empresas, y que la respuesta adversa y volátil de los mercados a las tensiones comerciales dé lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación. Estos factores podrían lastrar adicionalmente las perspectivas económicas de la zona del euro.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de excepcional incertidumbre, aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. 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. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

Actividad económica

Las perspectivas económicas se ven ensombrecidas por una excepcional incertidumbre. Los exportadores de la zona del euro se enfrentan a nuevas barreras comerciales, aunque su alcance es aún incierto. Las disruptiones del comercio

internacional, las tensiones en los mercados financieros y la incertidumbre geopolítica están afectando negativamente a la inversión empresarial. Los consumidores, cada vez más prudentes respecto al futuro, también podrían contener su gasto.

Al mismo tiempo, la economía de la zona del euro ha acumulado cierta fortaleza para hacer frente a las perturbaciones mundiales. La economía habría crecido en el primer trimestre de 2025 y el sector manufacturero ha mostrado señales de estabilización. El desempleo se redujo hasta el 6,1 % en febrero, su nivel más bajo desde la introducción del euro. Un mercado de trabajo sólido, el aumento de las rentas reales y el impacto de la política monetaria deberían sostener el gasto. Las importantes iniciativas puestas en marcha a nivel nacional y de la UE para incrementar el gasto en defensa y en infraestructuras deberían impulsar las manufacturas, como también se refleja en las últimas encuestas.

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

Inflación

La inflación interanual descendió hasta el 2,2 % en marzo de 2025. Los precios de la energía bajaron un 1 %, tras subir ligeramente en febrero, mientras que la inflación de los precios de los alimentos aumentó hasta el 2,9 % en marzo, desde el 2,7 % registrado en febrero. La inflación de los bienes se mantuvo estable en el 0,6 %. La inflación de los servicios volvió a retroceder en marzo, hasta el 3,5 %, y ahora se sitúa medio punto porcentual por debajo de la tasa registrada al final de 2024.

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 ha bajado desde el final de 2024. Los salarios están moderándose de forma gradual. En el último trimestre de 2024, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 4,1 %, por debajo del 4,5 % del trimestre anterior. El aumento de la productividad hizo que los costes laborales unitarios crecieran a menor ritmo. El indicador del BCE de seguimiento de los salarios y la información procedente de sus contactos con

empresas apuntan a una ralentización del crecimiento de los salarios en 2025, como también se indicó en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025. Los beneficios unitarios cayeron a una tasa interanual del 1,1 % al final de 2024, lo que contribuyó al descenso de la inflación interna.

La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen situados en torno al 2 %, lo que respalda el retorno sostenido de la inflación al objetivo del Consejo de Gobierno.

Evaluación de riesgos

Los riesgos a la baja para el crecimiento económico han aumentado. La fuerte escalada de las tensiones comerciales mundiales y la incertidumbre asociada ralentizarán probablemente el crecimiento de la zona del euro al frenar las exportaciones, y podrían lastrar la inversión y el consumo. El deterioro de la confianza de los mercados financieros podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación, una mayor aversión al riesgo y menos incentivos de las empresas y los hogares para invertir y consumir. 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. Al mismo tiempo, un aumento del gasto en defensa e infraestructuras también estimularía el crecimiento.

Las crecientes disruptiones en el comercio internacional están añadiendo más incertidumbre a las perspectivas de inflación en la zona del euro. El actual descenso de los precios mundiales de la energía y la apreciación del euro podrían ejercer más presión a la baja sobre la inflación, lo que podría verse reforzado por una menor demanda de exportaciones de la zona del euro debido a las subidas arancelarias y por un desvío hacia la zona del euro de las exportaciones de países con exceso de capacidad. Las reacciones adversas de los mercados financieros a las tensiones comerciales podrían pesar sobre la demanda interna y, en consecuencia, reducir también la inflación. En cambio, una fragmentación de las cadenas de suministro mundiales podría hacer aumentar la inflación al presionar al alza los precios de las importaciones. Un estímulo del gasto en defensa e infraestructuras también podría incrementar la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían elevar los precios de los alimentos más de lo esperado.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés sin riesgo han bajado en respuesta a la escalada de las tensiones comerciales. Los precios de las acciones han caído en un entorno de alta volatilidad y los diferenciales de los bonos corporativos han aumentado en todo el mundo. El euro se ha apreciado en las últimas semanas dado que la confianza de

los inversores ha mostrado más resiliencia respecto a la zona del euro que respecto a otras economías.

Las estadísticas oficiales más recientes sobre préstamos a empresas, anteriores a las actuales tensiones en los mercados, seguían indicando que las rebajas de los tipos de interés oficiales del BCE habían reducido el coste del endeudamiento para las empresas. El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a este sector descendió hasta el 4,1 % en febrero de 2025, desde el 4,3 % registrado el mes anterior. El coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija se redujo hasta el 3,5 % en febrero, si bien se han observado algunas presiones al alza más recientemente. Por otra parte, el crecimiento de los préstamos a empresas volvió a repuntar en febrero, situándose en el 2,2 %, mientras que la emisión de valores de deuda por las empresas se mantuvo sin variación en una tasa del 3,2 %.

Al mismo tiempo, los criterios de aprobación del crédito a empresas volvieron a endurecerse ligeramente en el primer trimestre de 2025, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2025. Como en el trimestre anterior, ello se debió principalmente a la mayor preocupación de las entidades de crédito por los riesgos económicos que afrontan sus clientes. La demanda de préstamos por parte de las empresas descendió levemente en el primer trimestre tras una modesta recuperación en los trimestres anteriores.

El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas, que se situó en el 3,3 % en febrero, se incrementó como consecuencia de las anteriores subidas de los tipos de mercado a más largo plazo. Los préstamos hipotecarios continuaron aumentando en febrero, si bien a una tasa interanual todavía contenida del 1,5 %, debido a que las entidades de crédito relajaron sus criterios de aprobación y a que la demanda de préstamos a hogares siguió incrementándose con fuerza.

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 2,25 %, el 2,40 % y el 2,65 %, respectivamente, con efectos a partir del 23 de abril 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 17 de abril de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar los tres tipos de interés oficiales del BCE 25 puntos básicos. En particular, la decisión de bajar 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 basó

en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de excepcional incertidumbre, aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. 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. El Consejo de Gobierno no se compromete 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.

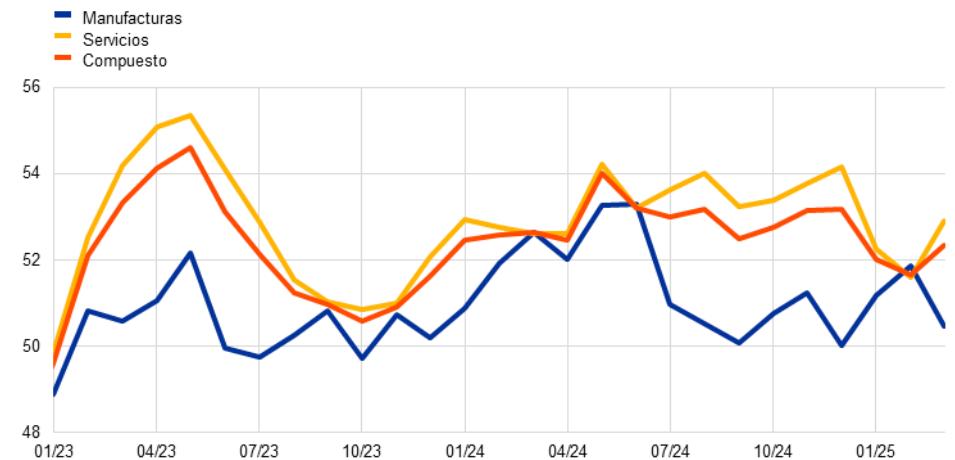
La actividad económica mundial se mantuvo estable al comienzo del año, pero la incertidumbre sobre los aranceles comerciales estadounidenses comporta importantes riesgos a la baja. El comercio mundial repuntó en el primer trimestre de 2025, gracias al adelanto de las importaciones de Estados Unidos en previsión de un giro de la política comercial. En los países pertenecientes a la OCDE, la inflación general se redujo en febrero, como consecuencia de la bajada de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente no varió. Las perspectivas de inflación son muy inciertas: aunque los aranceles comerciales y las ulteriores medidas de represalia podrían ejercer presión al alza sobre la inflación en las economías afectadas, un debilitamiento de la demanda podría contrarrestar los efectos inflacionistas directos de los aranceles.

A pesar de las recientes perturbaciones comerciales, la actividad económica mundial se mantuvo estable en el primer trimestre de 2025. En marzo, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global, excluida la zona del euro, aumentó hasta situarse en 52,3, desde un valor de 51,7 en febrero (gráfico 1), dado que la actividad de los servicios se expandió moderadamente hasta alcanzar un nivel de 52,9, frente a 51,6 en febrero. En cambio, el PMI de producción manufacturera cayó hasta 50,5 (51,9 en febrero). La mejora del PMI compuesto de actividad fue generalizada en las principales economías. En Estados Unidos, el índice compuesto repuntó de forma acusada en marzo porque la actividad de los servicios aumentó con fuerza y se acercó a su media de largo plazo, y compensó la desaceleración brusca del dinamismo de la producción de las manufacturas. En China, la actividad aumentó tanto en el sector manufacturero como en los servicios y estos últimos alcanzaron su registro más alto en tres meses. En conjunto, los modelos de previsión a corto plazo (*nowcasting*) del BCE señalan un crecimiento estable, de alrededor del 1,1 % en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2025.

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)

(índices de difusión)



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

Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

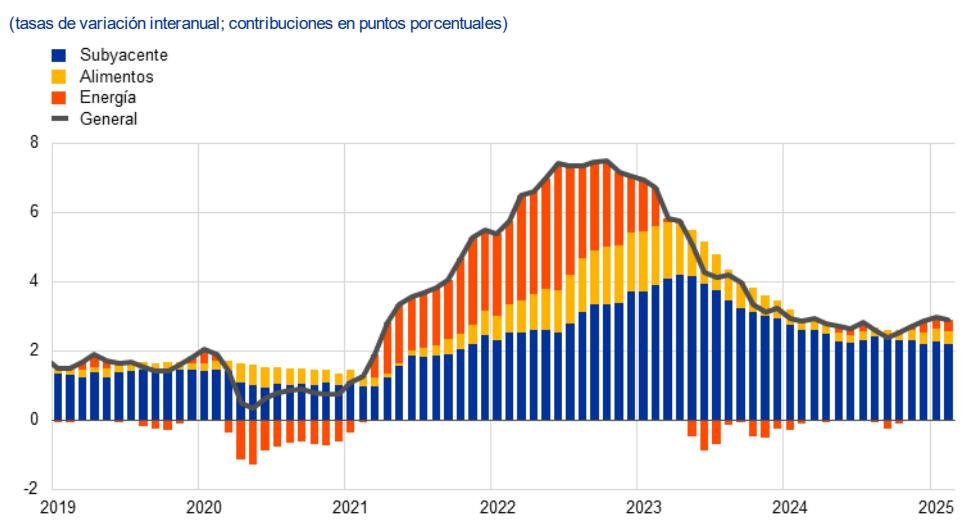
El comercio mundial se recuperó a comienzos de 2025, pero es probable que la subida de los aranceles y la incertidumbre excepcionalmente elevada en torno a la política comercial se traduzcan en una ralentización acusada. Para el primer trimestre de 2025, la previsión a corto plazo (*nowcast*) del BCE apunta a un crecimiento del comercio global del 1,5 % en términos intertrimestrales. Ello se debe, en parte, al adelanto significativo de las importaciones estadounidenses que se produjo en enero y en febrero en previsión de aranceles generalizados, que fue evidente en una amplia variedad de bienes. Los datos de alta frecuencia sobre los movimientos de buques, no incluidos en la previsión a corto plazo del BCE, mostraron una mayor actividad comercial a principios de 2025, aunque el notable descenso observado en marzo sugiere riesgos a la baja. En la coyuntura actual, la previsión a corto plazo (*nowcast*) del BCE sobre el comercio no señala una desaceleración pronunciada del crecimiento de los flujos comerciales para el segundo trimestre de 2025, puesto que los efectos de los anuncios de aranceles no se reflejan aún en los indicadores mensuales utilizados en los modelos de previsión a corto plazo. Paralelamente, es posible que surjan riesgos al alza derivados de nuevos adelantos de las importaciones debido a la evolución de las políticas comerciales de Estados Unidos.

En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general ha disminuido, pero la subyacente no ha variado. En febrero 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 redujo hasta situarse en el 2,9 % desde el 3 % registrado el mes anterior (gráfico 2). Este descenso de la inflación general se debió a la bajada de los precios energéticos, mientras que la contribución de los precios de los alimentos se mantuvo estable. La inflación subyacente, que excluye los precios de la energía y de los alimentos, permaneció inalterada en el 3,1 %. De cara al futuro, el giro de la política comercial estadounidense hacia un incremento de los

aranceles plantea riesgos para las perspectivas de inflación a escala mundial. Por un lado, los aranceles comerciales, las ulteriores medidas de represalia que adopten otros países y las disrupciones en las cadenas de suministro podrían elevar la inflación si los costes añadidos no son absorbidos por los márgenes. Por otro, el debilitamiento de la demanda como consecuencia de la disminución de las rentas reales y el elevado grado de incertidumbre podrían contrarrestar los efectos inflacionistas directos de los aranceles.

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 febrero de 2025.

Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, los precios del Brent retrocedieron un 3,7 % hasta situarse en 69 dólares por barril y un 8,4 % en euros por barril, mientras que los precios europeos del gas disminuyeron un 5,7 % en EUR/MWh. Los precios del petróleo cayeron bruscamente tras el anuncio de aranceles «recíprocos» de Estados Unidos, debido a que la preocupación por el impacto de los aranceles en la demanda mundial de crudo, así como su efecto negativo en la percepción de riesgos en los mercados financieros, pesó más que las dudas que surgieron anteriormente en relación con el suministro. Las presiones a la baja sobre los precios del petróleo se vieron amplificadas por la decisión de la OPEP+ —publicada el mismo día que se anunciaron los aranceles «recíprocos» estadounidenses— de acelerar la retirada gradual de los recortes de producción acordados previamente. Los miembros de la OPEP+ anunciaron que aumentarían la producción en 411.000 barriles diarios en mayo, cifra superior al objetivo anterior (135.000 barriles). Los precios europeos del gas registraron una fuerte caída como consecuencia de la preocupación por la demanda tras el anuncio de aranceles por parte de Estados Unidos. Asimismo, las noticias recientes sobre los avances logrados con respecto a un acuerdo de la UE relativo a los objetivos para llenar los depósitos de almacenamiento de gas natural, que daría a los países de la UE mayor flexibilidad en el cumplimiento del objetivo del 90 % para el próximo invierno, contribuyeron a la bajada de los precios del gas. Los

precios de los metales disminuyeron un 6,8 % como consecuencia de la inquietud por el crecimiento que generaron los anuncios de aranceles del país norteamericano, aunque no iban dirigidos directamente a las importaciones de los metales. Antes de los anuncios, las expectativas de que se aplicasen aranceles específicos al cobre habían impulsado a los que operan con este metal a adelantar las importaciones de cobre, por lo que la brecha entre los precios de Londres y los de Nueva York se amplió y los almacenes se llenaron hasta niveles récord. En cambio, los precios de los alimentos descendieron solo un 1,5 % después de los anuncios de aranceles, puesto que la preocupación con respecto a la oferta de maíz estadounidense sustentó los precios en cierta medida.

En Estados Unidos, los anuncios de aranceles desde el comienzo del año se han traducido en un descenso significativo de la confianza de los consumidores, lo que podría contribuir a que el crecimiento del país se debilite. La confianza de los consumidores disminuyó notablemente entre noviembre y abril, en particular en lo que se refiere a las expectativas de los consumidores. La magnitud de la actual caída de la confianza es comparable a las observadas antes de las recesiones —o al comienzo de estas— desde la década de 1990. Los indicadores de confianza empresarial y las intenciones de inversión han registrado reducciones más modestas hasta el momento. En consonancia con el debilitamiento de la confianza de los consumidores, el gasto en consumo personal real disminuyó en enero y en febrero en comparación con diciembre. El mercado de trabajo estadounidense se ha enfriado de manera constante desde que el crecimiento de los salarios alcanzara un máximo a mediados de 2022, aunque sigue tensionado. Si se aplican restricciones adicionales en la política de inmigración de Estados Unidos, podría producirse un nuevo tensionamiento del mercado laboral.

La inflación general y la inflación subyacente medidas por el IPC de Estados Unidos disminuyeron en marzo y se situaron en niveles inferiores a las expectativas del mercado, pero se espera que aumenten como resultado de los aranceles. En el país norteamericano, la inflación general medida por el IPC se redujo hasta el 2,4 % en marzo (0,4 puntos porcentuales con respecto a febrero), mientras que la subyacente medida por el IPC cayó del 3,1 % al 2,8 %. Por lo que se refiere a los componentes subyacentes, la tasa de variación de los precios de los bienes se mantuvo inalterada en el -0,1 % en términos interanuales, mientras que la de los servicios, aunque todavía es elevada, siguió descendiendo. La inflación general y subyacente medidas por el gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) basado en el mercado, indicadores a los que la Reserva Federal presta especial atención porque excluyen los precios imputados, están evolucionando en consonancia con los indicadores del PCE general, pero en febrero se situaron en niveles más bajos —el 2,2 % y el 2,4 %, respectivamente—. De cara al futuro, se espera que la inflación se incremente a medida que se introduzcan aranceles pero existe una incertidumbre significativa sobre el impacto inflacionista que tendrán las políticas que se están implementando. Las expectativas de inflación de los consumidores a un año y a cinco años vista medidas por la Universidad de Michigan en abril registraron el incremento más acusado observado en un período de tres meses desde el comienzo de la serie de datos mensuales, según los datos preliminares.

En China, los indicadores coyunturales de actividad económica se situaron en torno al cambio de año en niveles más altos de lo previsto previamente, pero se espera que la demanda interna continúe disminuyendo. Los datos de actividad correspondientes a enero y a febrero superaron ligeramente las expectativas del mercado y mostraron un dinamismo positivo en la inversión en activos fijos, los PMI y las ventas minoristas. Sin embargo, se prevé que el impulso proporcionado por los programas de estímulo del consumo vigentes desaparezca y que el resultado sea una ralentización de las ventas al por menor en los próximos meses, a menos que estos programas se intensifiquen como han propuesto algunas autoridades. Otros indicadores de consumo de alta frecuencia no muestran un repunte del dinamismo y se mantienen muy por debajo de las medias históricas. La confianza persistentemente baja de los consumidores también continúa dificultando una recuperación más generalizada del gasto, mientras que los principales indicadores del mercado inmobiliario permanecen en niveles bajos y la construcción de viviendas va a la zaga de las ventas. El crecimiento de las exportaciones se está debilitando a medida que se van reduciendo los efectos del adelanto y se empieza a consolidar el impacto del aumento de los aranceles de Estados Unidos. Las exportaciones chinas al país norteamericano descendieron de forma acusada al comienzo del año, después de haber crecido de manera desproporcionada tras las elecciones estadounidenses celebradas en noviembre. Este mismo patrón se observa en las exportaciones del país asiático a la zona del euro y a otras regiones. El debilitamiento de las exportaciones también se refleja en la bajada de los precios del transporte marítimo desde los principales puertos chinos, que se han desplomado sobre todo en el caso de las exportaciones a Estados Unidos y a Europa. Asimismo, se espera que el impacto de los aranceles estadounidenses se agudice, dado que las sucesivas rondas de aranceles «recíprocos» y los adoptados en represalia elevarán el tipo efectivo que aplica Estados Unidos a las importaciones chinas hasta alrededor del 140 %, mientras que China ha subido hasta el 125 % el tipo efectivo que aplicará desde el 12 de abril a las importaciones estadounidenses. China también ha introducido medidas no arancelarias, como la prohibición de exportar tierras raras adicionales y la inclusión de más empresas estadounidenses en su lista de «entidades no fiables».

La economía del Reino Unido ha ganado probablemente cierto impulso en el primer trimestre de 2025 y se aceleraría ligeramente en el segundo trimestre. El PIB real del Reino Unido se redujo un 0,1 % (en tasa intermensual) en enero de 2025, principalmente como consecuencia de la débil producción manufacturera. Sin embargo, los indicadores de confianza de los consumidores y de las empresas, así como las ventas minoristas, señalan un repunte de la actividad en febrero. Además, el PMI compuesto se incrementó desde 50,5 en enero hasta 51,5 en marzo, el nivel más alto desde el pasado octubre. Para el segundo trimestre, el crecimiento del PIB real aumentaría ligeramente hasta situarse en el 0,3 %. Esta evolución debería verse respaldada por la relajación monetaria en curso y por el aumento de las rentas reales, a pesar de que el 26 de marzo el Gobierno anunció una serie de recortes de gasto dirigidos a mantener la credibilidad de sus objetivos fiscales.

La actividad económica de la zona del euro disminuyó en el cuarto trimestre de 2024, lo que situó el crecimiento anual del PIB real en el 0,9 % en el conjunto del año. Los datos procedentes de encuestas apuntan a una expansión moderada en el primer trimestre de 2025. La actividad continuó siendo débil en el sector manufacturero, pero con signos de mejora de la confianza, y siguió creciendo en los servicios, si bien a un ritmo más lento. El aumento de las rentas de los hogares y la capacidad de resistencia del mercado de trabajo están respaldando el repunte paulatino del consumo, aunque la confianza de los consumidores es frágil y la tasa de ahorro elevada. Las perspectivas económicas de la zona del euro se ven ensombrecidas por una incertidumbre extraordinaria. Los exportadores de la zona del euro se enfrentan a nuevas barreras comerciales, aunque su alcance no está claro aún. Las disruptiones en el comercio internacional, las tensiones en los mercados financieros y la incertidumbre geopolítica están afectando negativamente a la inversión empresarial. Los consumidores, cada vez más prudentes respecto al futuro, también podrían contener su gasto. Al mismo tiempo, la economía de la zona del euro ha acumulado cierta fortaleza para hacer frente a las perturbaciones mundiales. Se espera que el crecimiento se vea respaldado por un mercado de trabajo sólido, por el aumento de las rentas reales y por la mayor accesibilidad gradual del crédito, lo que debería favorecer el consumo. Además, cabe esperar que las importantes iniciativas puestas en marcha a nivel nacional y de la UE para incrementar el gasto en defensa y la inversión en infraestructuras sostengan la actividad de las manufacturas en particular.

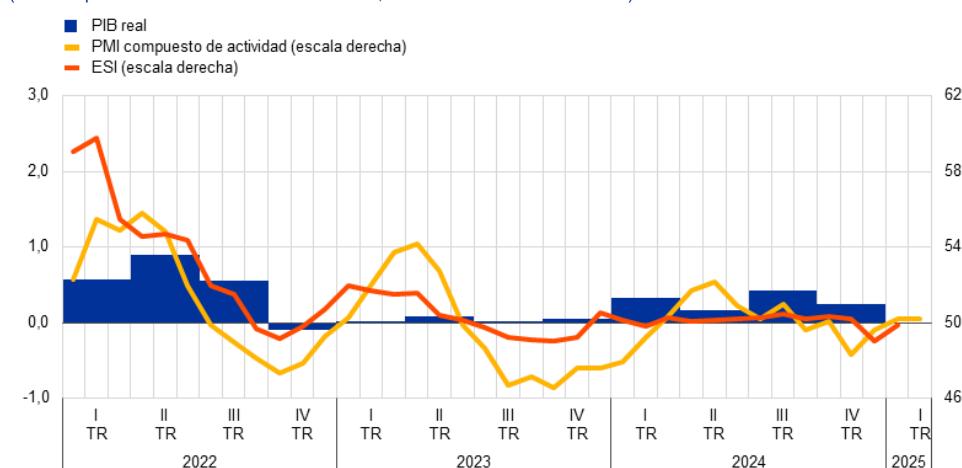
La actividad de la zona del euro habría seguido creciendo de forma moderada en el primer trimestre de 2025 (gráfico 3). Según la estimación de Eurostat, el PIB real de la zona del euro creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2024. La actividad habría continuado registrando un crecimiento moderado en el primer trimestre de 2025, como sugieren los datos procedentes de encuestas, que apenas se han visto afectados por la incertidumbre en torno a la política comercial de Estados Unidos en los primeros meses del año. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad (publicado el 3 de abril de 2025) aumentó y se situó por encima del umbral de crecimiento de 50 en el primer trimestre del año, lo que apunta a una expansión modesta de la actividad. Al mismo tiempo, el indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea (publicado el 28 de marzo de 2025) también superó su media del trimestre precedente, aunque descendió en marzo tras dos meses de subidas. Este descenso fue generalizado en los distintos sectores, salvo en la industria, donde se observó un incremento de la confianza. Los datos de encuestas también señalan cierto reajuste de las diferencias sectoriales previas a principios de 2025, dado que la actividad manufacturera mostró signos de mejora, mientras que la de los servicios siguió creciendo a un ritmo moderado (gráfico 4). En marzo, el PMI de producción de las manufacturas se elevó por encima del umbral de 50 por primera vez en dos años. Este resultado sitúa el valor promedio para el primer trimestre en 48,8, lo que sigue apuntando a una debilidad persistente, pero también a una mejora sustancial con respecto al trimestre previo (valor promedio de 45,1). Según el ESI, la confianza en el sector de las manufacturas también mostró signos de mejora en el primer

trimestre de 2025. Al mismo tiempo, la actividad de los servicios, que ha encabezado la lenta recuperación de la zona del euro en los últimos trimestres, continuó avanzando a un ritmo sostenido a principios de año. El PMI de actividad de este sector mantuvo un crecimiento modesto y se situó en un valor de 51, en promedio, en el primer trimestre, básicamente sin variación con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, la confianza en los servicios disminuyó en marzo.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



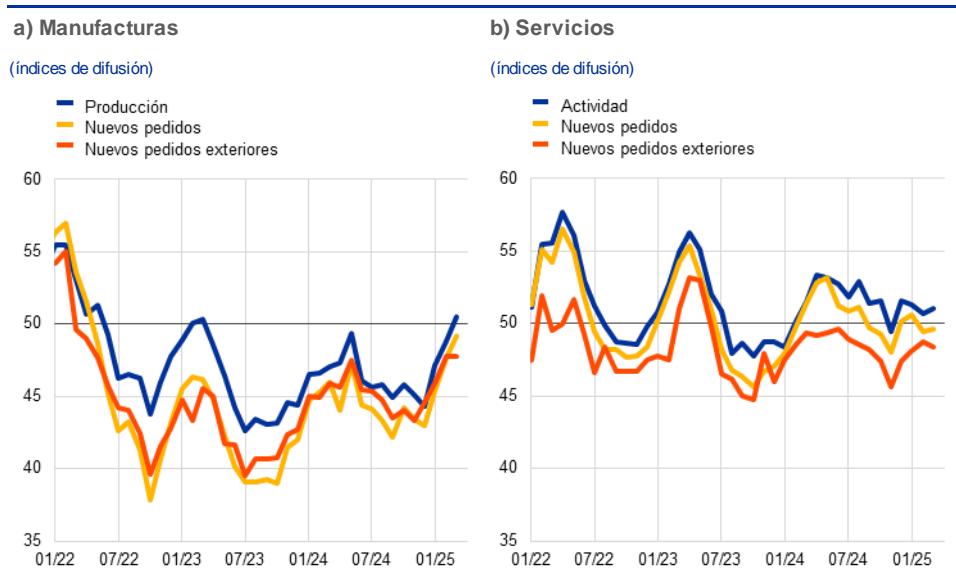
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y S&P Global.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el PMI compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para el PIB real y a marzo de 2025 para el PMI compuesto de actividad y el ESI.

La recuperación esperada en el segundo trimestre está sujeta a una elevada incertidumbre. El PIB de la zona del euro parece haber seguido una trayectoria positiva en los primeros meses de 2025. Sin embargo, las perspectivas para el segundo trimestre se han visto afectadas por las recientes perturbaciones adversas mundiales—nuevos aranceles estadounidenses y posible adopción de medidas de represalia, intensificación de la incertidumbre a escala global, aumento de la volatilidad en los mercados financieros—, así como por perturbaciones internas más favorables, como las nuevas políticas nacionales y de la UE en materia de gasto en infraestructuras y defensa. Los indicadores prospectivos ya presentaban un panorama dispar en marzo, muy probablemente como consecuencia de los factores adversos derivados de los anuncios esperados de la imposición de aranceles en Estados Unidos. El PMI de expectativas empresariales a doce meses vista descendió ligeramente en marzo, aunque se mantuvo por encima de su media de largo plazo. El PMI de nuevos pedidos de las manufacturas de la zona del euro aumentó en el mismo mes, pero permaneció por debajo de 50. Los contactos recientes mantenidos entre el BCE y sociedades no financieras de la zona del euro, que tuvieron lugar a mediados de marzo de 2025—antes de que Estados Unidos anunciara la imposición de aranceles—, apuntaban a una mejora gradual de la actividad a partir del segundo trimestre y, en particular, a una recuperación del sector industrial (véase [recuadro 4](#)). Sin embargo, el anuncio de aranceles «recíprocos» por el país norteamericano el 2 de abril, junto con la posible escalada

de las tensiones comerciales, constituyen una fuente de riesgo adicional tanto para las empresas como para las perspectivas de la zona del euro. Asimismo, los incrementos del gasto en infraestructuras y defensa recientemente anunciados pueden respaldar la confianza y la actividad en las manufacturas, pero no es probable que sus efectos positivos se aprecien en el segundo trimestre. Los contactos del BCE en las empresas manufactureras indicaron que la reposición de existencias y la adaptación de la capacidad productiva para futura producción en el ámbito de la defensa ya podrían estar contribuyendo a impulsar la actividad en 2025.

Gráfico 4
PMI de distintos sectores de la economía

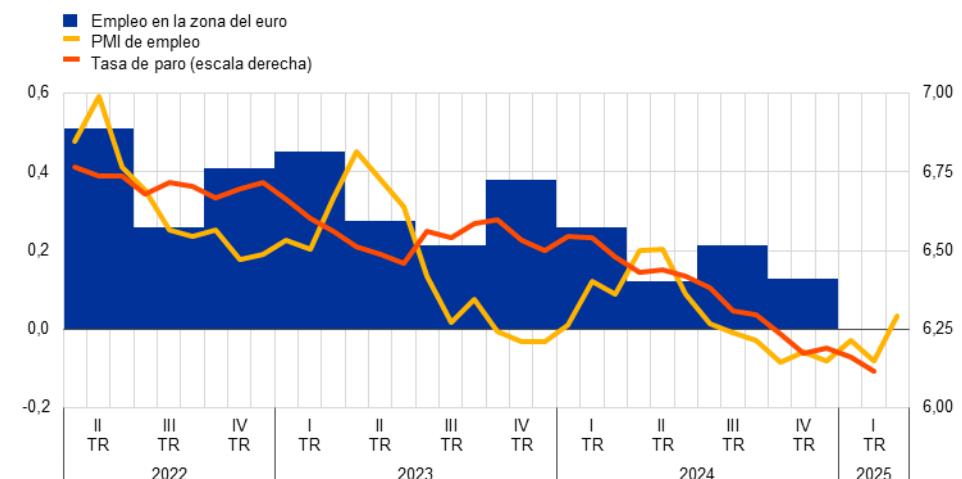


Fuente: S&P Global Market Intelligence.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

La tasa de paro permanece en niveles reducidos, pese a que se observan señales de una desaceleración gradual del mercado de trabajo. La tasa de paro se mantuvo en el mínimo histórico del 6,1 % en febrero de 2025, 0,1 puntos porcentuales por debajo de la observada en enero (gráfico 5). El total de horas trabajadas registró un incremento del 0,6 % en el cuarto trimestre de 2024, principalmente debido a la recuperación de las horas medias trabajadas. El total de horas trabajadas aumentó en España, Alemania e Italia (un 1,8 %, 0,6 % y 0,2 %, respectivamente) y se redujo en Francia (-0,2 %). El crecimiento del empleo se cifró en el 0,1 % en el cuarto trimestre en todos los sectores, excepto en la industria (-0,3 %). Con todo, el mercado laboral sigue mostrando señales de enfriamiento paulatino. La tasa de vacantes fue del 2,5 % en el citado trimestre, continuando su descenso sostenido desde el máximo alcanzado en 2022. La ratio vacantes/desempleo retornó a los niveles de 2021, y el indicador de empleo como factor que limita la producción se situó en el 24,5 % en el caso de los servicios y en el 14,8 % en el de la industria en el primer trimestre de 2025, frente al 26,5 % y el 16,4 %, respectivamente, del cuarto trimestre de 2024.

Gráfico 5**Empleo, PMI de empleo y tasa de paro en la zona del euro**

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



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

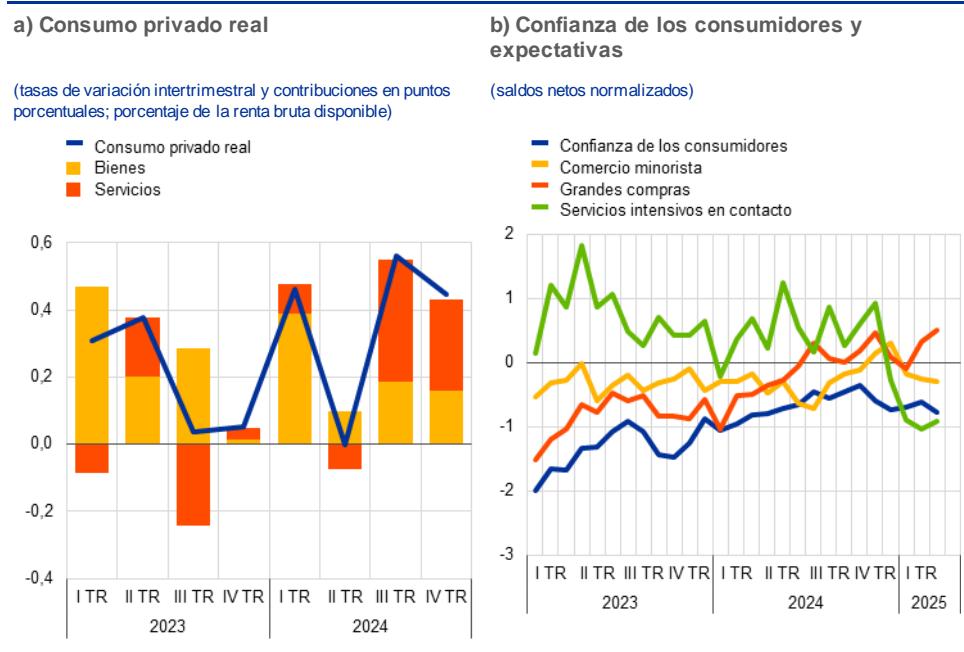
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50, divididas por 10. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para el empleo, a marzo de 2025 para el PMI de empleo y a febrero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

Los indicadores coyunturales sugieren que el mercado de trabajo habría seguido enfriándose en el primer trimestre de 2025. El PMI mensual compuesto de empleo fue prácticamente neutral y se elevó hasta situarse en 50,4 en marzo, desde un valor de 49,2 en febrero (gráfico 5). El valor del indicador compuesto aumentó en todos los sectores. Las percepciones sobre el crecimiento del empleo se mantuvieron en terreno contractivo en las manufacturas y la construcción, mientras que repuntaron hasta pasar a terreno expansivo en el sector servicios. Con todo, el PMI de empleo de este sector permanece muy por debajo de su media de 2024. En general, el menor dinamismo del empleo debería favorecer una recuperación gradual de la productividad del trabajo en el futuro.

El consumo privado siguió creciendo con fuerza en el cuarto trimestre de 2024 y es probable que se haya moderado a principios de 2025. El consumo privado experimentó un avance intertrimestral del 0,4 % en el último trimestre de 2024 (panel a del gráfico 6). El consumo de bienes aumentó a un ritmo mayor que el de servicios (un 0,8 % y un 0,4 %, respectivamente). Por su parte, la tasa de ahorro se stabilizó en el 15,3 % en dicho trimestre, en parte como reflejo de la elevada incertidumbre de los consumidores y la escasa confianza. El volumen de ventas minoristas creció un 0,1 % en los dos primeros meses de 2025 con respecto al cuarto trimestre de 2024, mientras que el consumo de servicios se incrementó un 0,4 % en enero en relación con el mismo período. Los datos más recientes siguen apuntando a un crecimiento sostenido, aunque más moderado, del gasto de los hogares a principios de 2025. El indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea disminuyó en marzo (panel b del gráfico 6). Esta disminución de la confianza de los consumidores coincidió con un descenso considerable de las expectativas empresariales sobre los servicios intensivos en contacto, lo que señala una posible moderación de la demanda de servicios. En cambio, según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los

consumidores, el gasto previsto en vacaciones en los próximos doce meses todavía es sólido. Al mismo tiempo, las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en el mismo plazo continuaron mejorando en marzo, pero, en promedio, apenas variaron en el primer trimestre de 2025 en comparación con el trimestre 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 los incrementos adicionales de las rentas reales del trabajo continúen sosteniendo el consumo en los próximos trimestres.

Gráfico 6
Consumo y expectativas de los consumidores



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

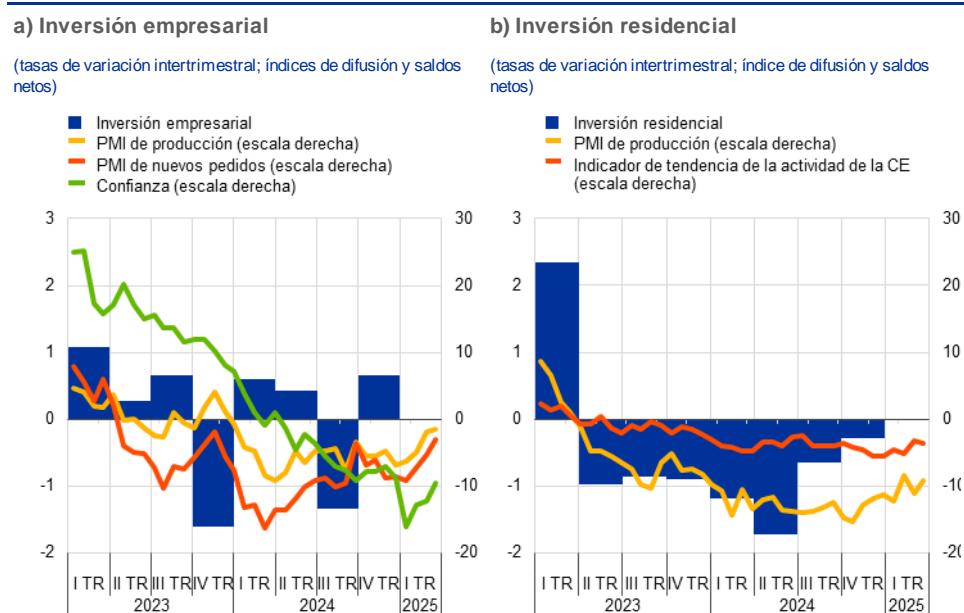
Notas: En el panel a, el consumo privado real se refiere al concepto nacional y los componentes aluden al concepto interno de consumo. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024. En el panel b, las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios intensivos en contacto y las expectativas sobre el comercio minorista se refieren a los tres meses siguientes, mientras que las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes. La primera serie se normaliza para el período enero 2005-2019 por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las otras tres series representadas en el gráfico se normalizan para el período 1999-2019. «Servicios intensivos en contacto» incluye servicios de alojamiento, turismo y viajes, y restauración. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

La inversión empresarial registró un crecimiento vigoroso en el cuarto trimestre de 2024, pero es probable que se haya debilitado en el primer trimestre de 2025. La inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) aumentó un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2024. Este incremento tuvo su origen en el repunte de la inversión en equipo de transporte, mientras que la realizada en maquinaria y otros equipos disminuyó, y la inversión en intangibles se mantuvo estable. La inversión se habría estancado en el primer trimestre de este año, como ponen de manifiesto los datos sobre bienes de equipo, que muestran una leve contracción de la producción industrial y unos niveles aún reducidos del PMI de producción, del PMI de nuevos pedidos y del indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (panel a del gráfico 7). Las perspectivas para el segundo trimestre y a más largo plazo son igualmente débiles, como sugiere el índice de

confianza Sentix de abril, que mide las perspectivas de los inversores de la zona del euro a seis meses vista y registró su mayor caída tras la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022. Las encuestas más recientes del BCE, llevadas a cabo antes de los anuncios de la Administración estadounidense del 2 de abril sobre la imposición de aranceles, apuntan a una recuperación gradual de la inversión este año, en un contexto de intensa incertidumbre. Los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras de la zona del euro sugieren que la elevada incertidumbre podría retrasar las inversiones, pero también señala que existe potencial para construir y adaptar la capacidad para el futuro gasto en infraestructuras y defensa (véase [recuadro 4](#)). La [encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación \(SAFE\)](#) indica que se espera cierta mejora de la actividad inversora en el segundo trimestre de 2025 partiendo de niveles reducidos. En resumen, las expectativas de incremento gradual de la demanda, las nuevas políticas nacionales y de la UE sobre gasto en infraestructuras y defensa, junto con unas condiciones de financiación más favorables en general, deberían respaldar el crecimiento de la inversión en el futuro. Con todo, existen riesgos a la baja relacionados con los aranceles, la elevada incertidumbre y la posible transmisión del reciente aumento de los rendimientos de la deuda pública a las condiciones del crédito a las sociedades no financieras, incluido el ligero deterioro de las perspectivas crediticias, como indica la [encuesta sobre préstamos bancarios del BCE de abril de 2025](#).

Gráfico 7

Dinámica de la inversión privada 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 refiere a la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Los datos mensuales reflejan el sector de bienes de equipo. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para la inversión empresarial, y a marzo de 2025 para los PMI y el indicador de confianza de la Comisión Europea. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la valoración del sector de construcción de edificios y especializada de dicha tendencia durante los tres meses precedentes. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024 para la inversión residencial y a marzo de 2025 para el PMI y el indicador de la Comisión Europea.

La inversión residencial volvió a descender en el cuarto trimestre de 2024, aunque a un ritmo más lento que en el tercer trimestre. La inversión en vivienda

se redujo un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2024, tras registrar una contracción del 0,6 % en el trimestre precedente (panel b del gráfico 7). Si se consideran los indicadores cuantitativos, los visados de obra nueva residencial permanecieron en niveles bajos en el cuarto trimestre, lo que apunta a una contribución limitada de los nuevos proyectos a corto plazo. Más recientemente, un indicador sintético relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en enero se situó un 0,8 % por encima del nivel observado en el cuarto trimestre. Sin embargo, los indicadores de actividad basados en encuestas, como el PMI de producción de la construcción residencial y el indicador de la Comisión Europea relativo a la actividad de la construcción de edificios y especializada en los tres meses anteriores, permanecieron en niveles reducidos hasta marzo, pese a mejorar ligeramente. En conjunto, esta evolución sugiere que es probable que la inversión en vivienda se haya estancado en general en el primer trimestre de 2025. De cara al futuro, las encuestas recientes del BCE apuntan a una persistente falta de dinamismo de la inversión residencial en los próximos trimestres. La última encuesta sobre las expectativas de los consumidores indica que las expectativas de los hogares en relación con el mercado de la vivienda, reflejadas en el atractivo de este activo como buena inversión, se han mantenido relativamente estables, fluctuando en torno a sus niveles medios en los meses transcurridos hasta marzo. La [encuesta del BCE sobre préstamos bancarios de abril de 2025](#) indica que se espera que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siga mejorando, pero que los criterios de concesión de préstamos podrían endurecerse en el segundo trimestre de 2025 (véase sección 5, «Condiciones de financiación y evolución del crédito»).

Las exportaciones de la zona del euro continúan mostrando falta de dinamismo, pese al repunte que experimentaron en enero. En enero de 2025, las exportaciones de bienes de la zona del euro crecieron un 0,5 %, en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores, lo que supuso el primer aumento desde abril de 2024. Esta evolución se debió, en parte, al fuerte crecimiento de las exportaciones de productos químicos de Irlanda a Estados Unidos, que puede sugerir un adelanto en previsión de la inminente aplicación de los aranceles. Pese a este repunte, se mantiene la falta de vigor de la actividad exportadora, y el PMI de nuevos pedidos exteriores refleja la persistencia de problemas de competitividad, lo que indica una contracción tanto de las manufacturas como de los servicios. La reciente apreciación del euro, en particular frente al dólar estadounidense y al renminbi chino, se está sumando asimismo a los factores adversos al erosionar potencialmente la competitividad-precio en mercados clave. Los datos actualizados sobre transporte de mercancías no muestran que el adelanto de las exportaciones esté impulsando la actividad exportadora de la zona del euro en gran medida, aunque sí se dispone de evidencia anecdótica en sectores concretos, como el químico (incluidos los productos farmacéuticos) y la automoción. Las importaciones de la zona del euro aumentaron un 0,3 %, en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores, con una contribución relativamente significativa de China. La revalorización del euro frente al renminbi chino y al dólar estadounidense puede reducir los costes de las importaciones en esas monedas, sobre todo de las materias primas cuyos precios se fijan en dólares estadounidenses. Sin embargo, la posible ampliación de los aranceles y las

represalias de la UE podrían contrarrestar esos beneficios. Además, el aumento del gasto en defensa puede impulsar el crecimiento de las importaciones a corto plazo, en particular de equipamiento militar de alta tecnología. De cara al futuro, las perspectivas comerciales son muy inciertas, dado que los posibles incrementos de aranceles y el deterioro de las condiciones económicas mundiales plantean riesgos importantes.

En general, las perspectivas de actividad de la zona del euro se han deteriorado debido al aumento de las tensiones comerciales. Es probable que la mayor incertidumbre reduzca la confianza de los hogares y de las empresas, y que la respuesta adversa y volátil de los mercados a las tensiones comerciales dé lugar a un endurecimiento de las condiciones de financiación. Se espera que estos factores lastren la actividad de la zona del euro en el segundo trimestre de 2025. Al mismo tiempo, la economía de la zona ha acumulado cierta fortaleza para hacer frente a las perturbaciones mundiales. Se espera que el crecimiento a medio plazo se vea respaldado por un mercado de trabajo sólido, por el incremento de las rentas reales y por la mayor accesibilidad gradual del crédito, lo que debería reforzar el consumo. Además, las importantes iniciativas puestas en marcha a nivel nacional y de la UE para aumentar el gasto en defensa y la inversión en infraestructuras deberían impulsar la actividad en las manufacturas, como también se refleja en las últimas encuestas.

3

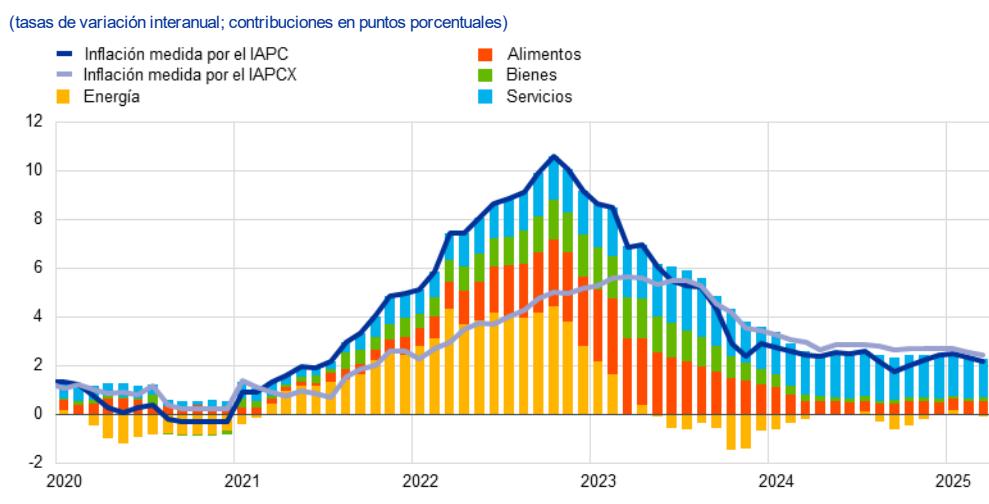
Precios y costes

El proceso de desinflación sigue avanzando. La inflación general de la zona del euro descendió hasta el 2,2 % en marzo de 2025, desde el 2,3 % registrado en febrero. Este descenso fue consecuencia, principalmente, de la caída de los precios de la energía y de que la inflación de los servicios —que se había reducido de forma notable en los últimos meses— continuó disminuyendo. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente apuntan a un retorno sostenido de la inflación al objetivo del BCE del 2 % a medio plazo. El avance interanual de la remuneración por asalariado fue del 4,1 % en el último trimestre de 2024, frente al 4,5 % del trimestre precedente, mientras que los beneficios unitarios disminuyeron, con lo que continuaron amortiguando el impacto de los costes laborales en la inflación. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguieron situados en torno al 2 %, lo que respalda el retorno sostenido de la inflación al objetivo del BCE.

La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta situarse en el 2,2 % en marzo, desde el 2,3 % registrado en febrero (gráfico 8). Esta reducción estuvo determinada principalmente por la disminución de la inflación de los servicios y de la energía, que contrarrestó con creces el aumento de la tasa de variación de los precios de los alimentos. El dato de inflación correspondiente al primer trimestre de 2025 fue acorde, en líneas generales, con lo indicado en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025.

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

La inflación de la energía descendió y se situó en el -1 % en marzo de 2025, desde el 0,2 % observado en febrero. Este descenso refleja principalmente la caída de la tasa de crecimiento intermensual de los precios energéticos. Asimismo, el desglose detallado mostró un acusado retroceso de la inflación interanual de los

combustibles para transporte asociado a la bajada de los precios del petróleo y, en menor medida, de la tasa de variación interanual de los precios de la electricidad, mientras que en el caso del gas, esta tasa se incrementó.

La inflación de los alimentos aumentó hasta el 2,9 % en marzo de 2025, desde el 2,7 % registrado en febrero, debido, en gran medida, al avance de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados. Esta última repuntó hasta el 4,2 % en términos interanuales en marzo, en comparación con el 3 % del mes anterior. Este acusado incremento estuvo impulsado por un avance intermensual ligeramente mayor de lo habitual de los precios de los alimentos no elaborados que podría estar asociado a los efectos de unas condiciones meteorológicas adversas, así como por la desaparición del impacto de la débil evolución registrada hace un año. Entretanto, la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados se mantuvo sin variación en el 2,6 %, en parte debido a la persistencia de elevadas presiones de los precios del tabaco. En el caso de los alimentos elaborados excluido el componente de tabaco, esta tasa permaneció inalterada en el 1,8 %.

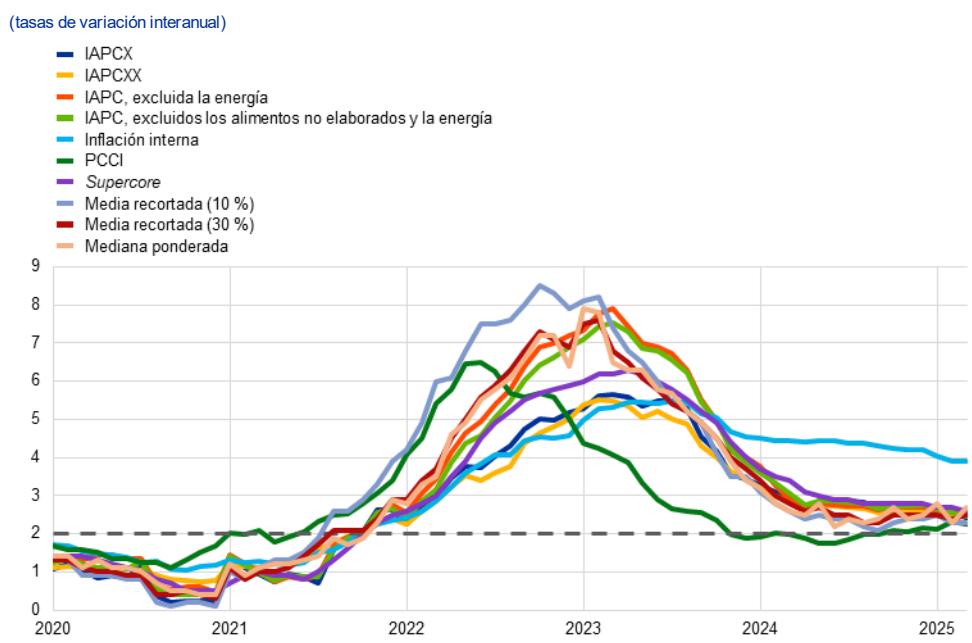
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), continuó descendiendo y se situó en el 2,4 % en marzo, frente al 2,6 % registrado el mes precedente. Este descenso obedeció principalmente a la caída de la inflación de los servicios, que se redujo hasta el 3,5 %, desde el 3,7 % de febrero. Varios factores contribuyeron a la moderación observada, entre ellos la menor demanda de servicios de ocio, la disminución de las presiones de los costes energéticos y salariales, y unos efectos algo más leves de las correcciones interanuales de los precios a principios de año. Al mismo tiempo, la inflación de los bienes industriales no energéticos se mantuvo en el 0,6 %, en consonancia con la moderación de las presiones inflacionistas. Esta tasa sostenida reflejó la disminución de la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo no duradero, que se vio contrarrestada por la subida de los de los bienes semiduraderos y duraderos, aunque en el caso de estos últimos, dicha tasa permaneció en terreno negativo.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente han evolucionado en consonancia con un retorno sostenido de la inflación general al objetivo del 2% a medio plazo (gráfico 9)¹. La mayor parte de los valores de los indicadores fluctuó entre el 2,2 % y el 2,7 %. Los indicadores basados en la exclusión de componentes, como el IAPC, excluida la energía, y el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, continuaron descendiendo. Al mismo tiempo, la media recortada al 10 % no varió, y la media recortada al 30 % y la mediana ponderada aumentaron en marzo. En cuanto a los indicadores basados en modelos, el indicador *Supercore* (que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico) se redujo hasta el 2,6 % en marzo, desde el 2,7 % registrado en febrero. Por su parte, el PCCI (componente persistente y común de la inflación), cuya capacidad predictiva de la inflación general futura suele ser superior a la de

¹ Para más información sobre los distintos indicadores de la inflación subyacente, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024» organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE, 24 de octubre de 2024.

otros indicadores, disminuyó ligeramente y se situó en el 2,2 % en marzo, frente al 2,3 % de febrero, y se mantuvo en la parte inferior del rango. Aunque el indicador de la inflación interna —que incluye principalmente partidas de los servicios— permaneció en un nivel alto, llevaba reduciéndose desde diciembre de 2024 y en marzo se situó en el 3,9 %.

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

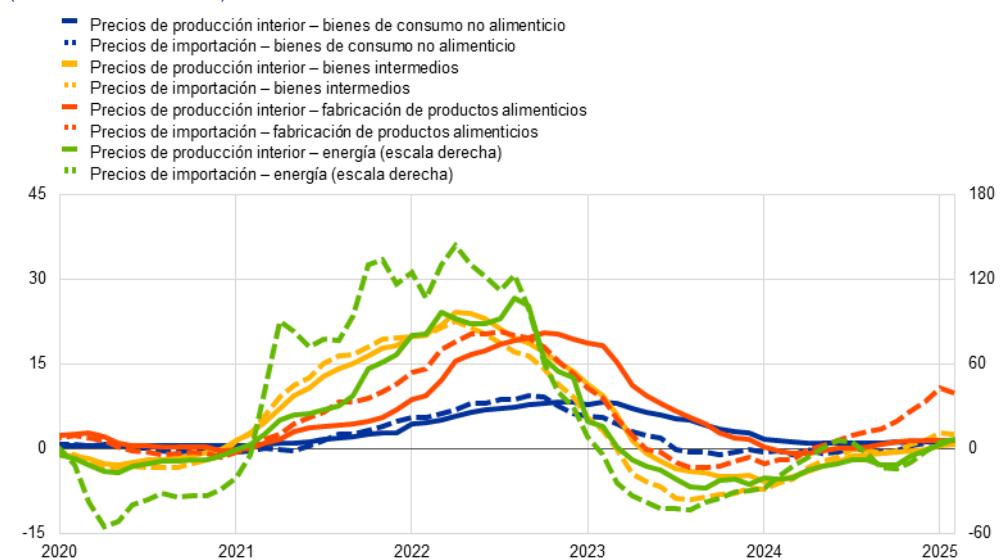
En febrero, la mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre los precios de los bienes en las primeras fases del proceso de formación de precios registraron aumentos moderados, mientras que, en las fases posteriores, los indicadores descendieron ligeramente (gráfico 10). En las primeras fases, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores se incrementó hasta situarse en el 0,9 % en febrero, frente al 0,5 % de enero. En cambio, en las fases posteriores del proceso, las tasas de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio descendieron hasta el 1,5 % en febrero, desde el 1,6 % de enero. El ritmo de avance interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados aumentó hasta el 1,5 %, desde el 1,4 % registrado en el mismo período, lo que confirmó los indicios previos de que la relajación gradual de las presiones latentes había disminuido en este segmento. La tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio permaneció inalterada en el 1,5 %. Al mismo tiempo, la tasa de variación de los precios de importación de los alimentos elaborados se redujo hasta el 9,9 % en febrero, desde el 10,7 % de enero, posiblemente como consecuencia de unas tasas de crecimiento todavía elevadas, pero en descenso, de los precios internacionales de las materias primas alimenticias. 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 precios de los bienes de consumo se ha ido diluyendo, pero no se ha producido un repunte apreciable.

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



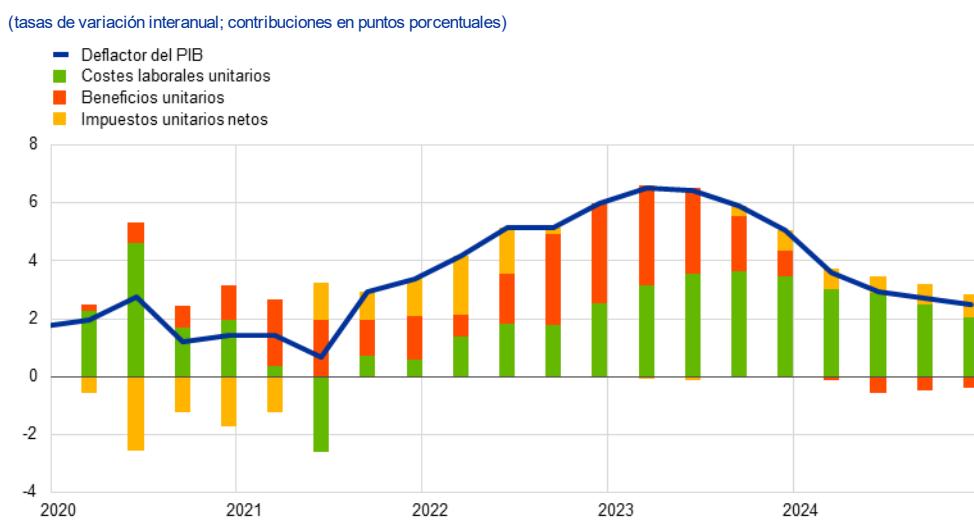
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.

Según se desprende del crecimiento del deflactor del PIB, las presiones de costes de origen interno siguieron disminuyendo en el cuarto trimestre de 2024, hasta el 2,5 %, frente al 2,7 % del trimestre anterior (gráfico 11). Esta disminución representa una caída sustancial con respecto al máximo del 6,5 % alcanzado en el primer trimestre de 2023, aunque la tasa de variación se ha mantenido por encima de su media de largo plazo del 1,6 % anterior a la pandemia de COVID-19. La desaceleración del deflactor del PIB tuvo su origen, en gran parte, en la moderación continuada del crecimiento de los costes laborales unitarios (el 3,7 % en el cuarto trimestre de 2024, frente al 4,5 % del tercer trimestre). Este descenso refleja la combinación del menor crecimiento salarial, medido por la remuneración por asalariado (el 4,1 % en el cuarto trimestre, frente al 4,5 % del trimestre precedente), y del mayor avance de la productividad (hasta el 0,4 %, desde el 0 % del trimestre anterior). En general, la moderación del crecimiento de los salarios reales fue acorde con la disminución del avance de los salarios negociados (hasta el 4,1 % en el cuarto trimestre de 2024, frente al 5,4 % del tercero). Aunque la contribución de los beneficios unitarios al deflactor del PIB fue menos negativa en el cuarto trimestre, estos siguieron conteniendo el crecimiento todavía elevado de los costes laborales. De cara al futuro, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios —que incluye datos sobre convenios colectivos negociados hasta la primera semana de abril de 2025— sugiere que las presiones sobre el avance de los salarios continuarán relajándose durante 2025. Esta perspectiva se ve respaldada por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento salarial, como la encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone

Survey) del BCE, en la que las expectativas de crecimiento de los salarios para 2025 se revisaron a la baja hasta el 3 %, desde el 3,6 % de la encuesta anterior². La moderación de las presiones sobre el avance de los salarios está en consonancia tanto con las menores exigencias de compensación por inflación durante las negociaciones como con el enfriamiento de la demanda de mano de obra.

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 de los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo de la zona del euro, medida por los *inflation fixings*, han descendido hasta situarse en niveles inferiores al 2 % para los próximos meses (gráfico 12).

Estos indicadores —que reflejan las expectativas de los participantes en los mercados sobre la inflación medida por el IAPC, excluido el tabaco— sugieren que los inversores esperan que esta medida de la inflación caiga por debajo del 2 % en los próximos meses y que siga descendiendo en torno al cambio de año hasta estabilizarse en niveles claramente inferiores a ese valor a mediados de 2026. Del mismo modo, el tipo swap de inflación a un año dentro de un año disminuyó hasta situarse en torno al 1,6 % durante el período de referencia. En cuanto al consumo, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de marzo de 2025 se señaló que la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se había situado en el 3,1 % en marzo de 2025, la tasa más baja observada desde septiembre de 2021. Al mismo tiempo, la tasa de inflación general mediana esperada para el próximo año aumentó hasta el 2,9 % en marzo, desde el 2,6 % registrado en febrero, y la esperada a tres años vista también experimentó un leve avance y se situó en el 2,5 %, desde el 2,4 % en el mismo período. Las mayores expectativas de inflación de los consumidores están

² Para más información, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2025.

relacionadas con el incremento de la incertidumbre percibida por algunos encuestados respecto a la inflación.

Los indicadores de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo y los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo permanecieron estables y la mayoría se mantuvo en torno al 2 % (gráfico 12).

Tanto en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de abril de 2025 (que se llevó a cabo entre el 31 de marzo y el 2 de abril) como en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2025 (realizada entre el 1 y el 4 de abril), la mediana y la media de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron sin variación en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo (basados en el IAPC, excluido el tabaco) disminuyeron en el período analizado, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2 %. Asimismo, 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 en torno al 2 % en el largo plazo.

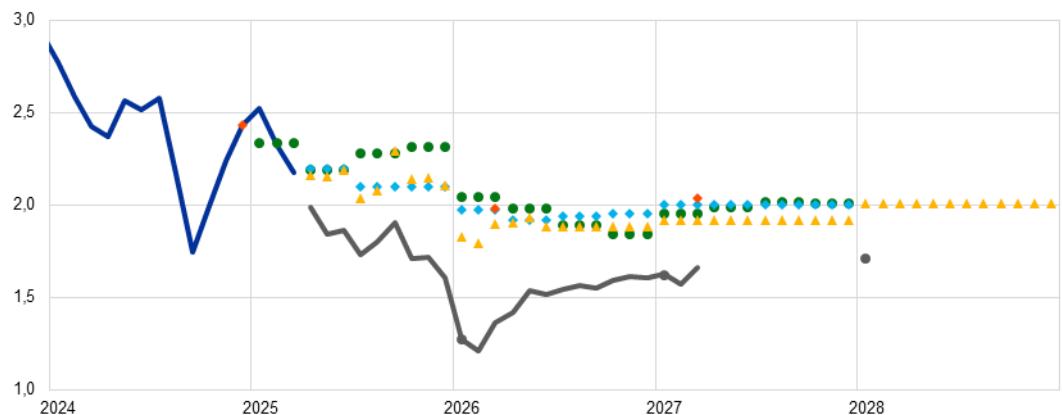
Gráfico 12

Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

a) Inflación general, indicadores de mercado de la compensación por inflación, proyecciones de inflación e indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

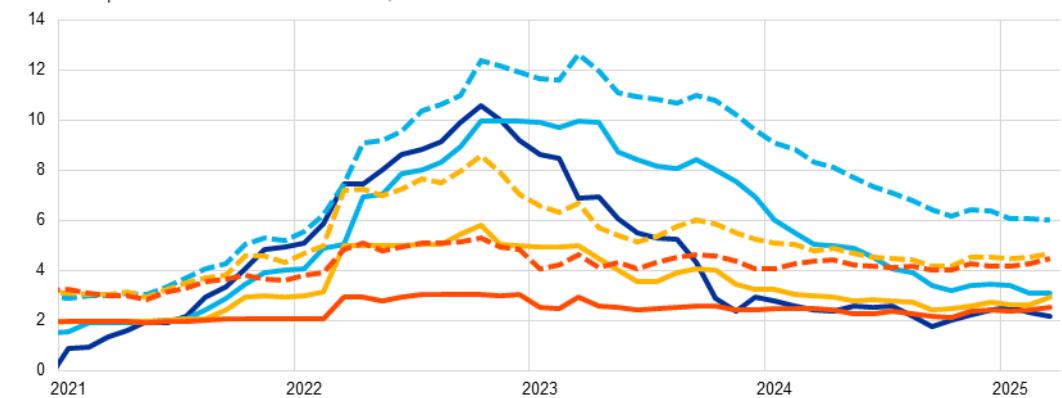
- IAPC
- Fixings (16 de abril de 2025)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (16 de abril de 2025)
- Proyecciones macroeconómicas del BCE (marzo de 2025)
- ◆ SMA (abril de 2025)
- ◆ EPE (II TR 2025)
- ▲ Consensus Economics (abril de 2025)



b) Inflación general y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Percepción de inflación pasada, mediana
- Expectativas de inflación a un año vista, mediana
- Expectativas de inflación a tres años vista, mediana



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2025, y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 16 de abril de 2025. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2025 se realizó entre el 1 y el 4 de abril de 2025. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue el 7 de abril de 2025. 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. Panel b: en la CES, las líneas discontinuas representan la media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

Durante el período de referencia comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, los mercados financieros de la zona del euro se vieron muy influidos por los cambios en las políticas comerciales iniciados por Estados Unidos. El anuncio realizado el 2 de abril sobre la imposición de aranceles generalizados en ese país provocó la corrección más abrupta de los precios de los activos financieros desde la pandemia, en un entorno de acusada volatilidad. La posterior tregua de 90 días para los aranceles ofrecida a la mayoría de los socios comerciales de Estados Unidos solo dio un respiro parcial a los mercados. En conjunto, la curva forward del tipo libre de riesgo a corto plazo del euro se desplazó a la baja y, al final del período analizado, los mercados descontaban reducciones acumuladas de los tipos de interés de unos 85 puntos básicos en la zona del euro para el final de 2025. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también cayeron en las distintas jurisdicciones, y su descenso fue ligeramente mayor que el registrado por los tipos de interés libres de riesgo. Los precios de las acciones de la zona del euro disminuyeron significativamente en un entorno de elevada volatilidad, en particular después del 2 de abril. Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro aumentaron para los emisores del segmento de grado de inversión y, sobre todo, del segmento de alto rendimiento. En los mercados de divisas, el euro se apreció con fuerza frente al dólar estadounidense (5,2 %) y en términos efectivos nominales (3,3 %).

Los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro disminuyeron durante el período de referencia, en un contexto de acusada volatilidad impulsada por la escalada de las tensiones comerciales, lo que dio lugar a un aumento de la pendiente de la curva forward. El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó, en promedio, en el 2,45 % durante el período analizado, tras la decisión ampliamente anticipada de reducir los tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos que adoptó el Consejo de Gobierno en su reunión de marzo. El exceso de liquidez descendió unos 44 mm de euros, hasta la cifra de 2.783 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la disminución de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosystem dejó de reinvertir el principal de los valores que fueron venciendo en el marco de sus programas de compras de activos. La curva de tipos *forward* se desplazó al alza tras el anuncio de la expansión fiscal prevista en Alemania y de la iniciativa «ReArmar Europa» justo antes del período de referencia, y una buena parte de este movimiento se revirtió gradualmente después ante las crecientes tensiones comerciales internacionales. El anuncio de aranceles en Estados Unidos el 2 de abril y la posterior escalada de las tensiones comerciales globales dieron lugar a una pronunciada corrección a la baja de la curva *forward*, que reflejó las expectativas de un ritmo más rápido de relajación de la política monetaria en la zona del euro. Al final del período de referencia, los mercados descontaban recortes acumulados de los tipos de interés de unos 85 puntos básicos para el final de 2025, alrededor de 40 puntos básicos más que al comienzo del período considerado. Los tipos libres de riesgo a más largo plazo de la zona del euro también disminuyeron durante el período analizado, aunque en menor medida, lo que resultó en un aumento de la pendiente de la curva *forward*, ya que el tipo OIS (*overnight index*

swap) nominal a diez años cayó al 2,4 %, 15 puntos básicos por debajo del nivel registrado al comienzo del período de referencia.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también cayeron, con algunas diferencias entre jurisdicciones (gráfico 13). Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se situó en el 3 %, 31 puntos básicos por debajo de su nivel inicial, y los diferenciales con respecto al tipo OIS se redujeron en torno a 15 puntos básicos. Los diferenciales soberanos disminuyeron en su mayoría con anterioridad al anuncio de los aranceles realizado por la Administración estadounidense el 2 de abril, al tiempo que los ajustes afectaron casi por igual a todas las jurisdicciones. Posteriormente, la escalada de las tensiones comerciales internacionales hizo que la dispersión de los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se incrementara algo al inclinarse los inversores por los activos más seguros. A nivel internacional, el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años registró fluctuaciones significativas y se incrementó alrededor de 5 puntos básicos hasta situarse en el 4,3 % al final del período de referencia, mientras que el rendimiento del bono soberano a diez años del Reino Unido disminuyó 7 puntos básicos y cerró el período en el 4,6 %.

Gráfico 13

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: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (6 de marzo de 2024). Las últimas observaciones corresponden al 16 de abril de 2025.

Durante el período de referencia, las tensiones comerciales provocaron una volatilidad significativa en los mercados bursátiles globales y de la zona del euro, lo que dio lugar a caídas notables de las cotizaciones. Los precios de las acciones disminuyeron con mayor intensidad tras la imposición de aranceles a las importaciones de automóviles por parte de la Administración estadounidense y en el período previo a los aranceles «recíprocos» generalizados anunciados el 2 de abril.

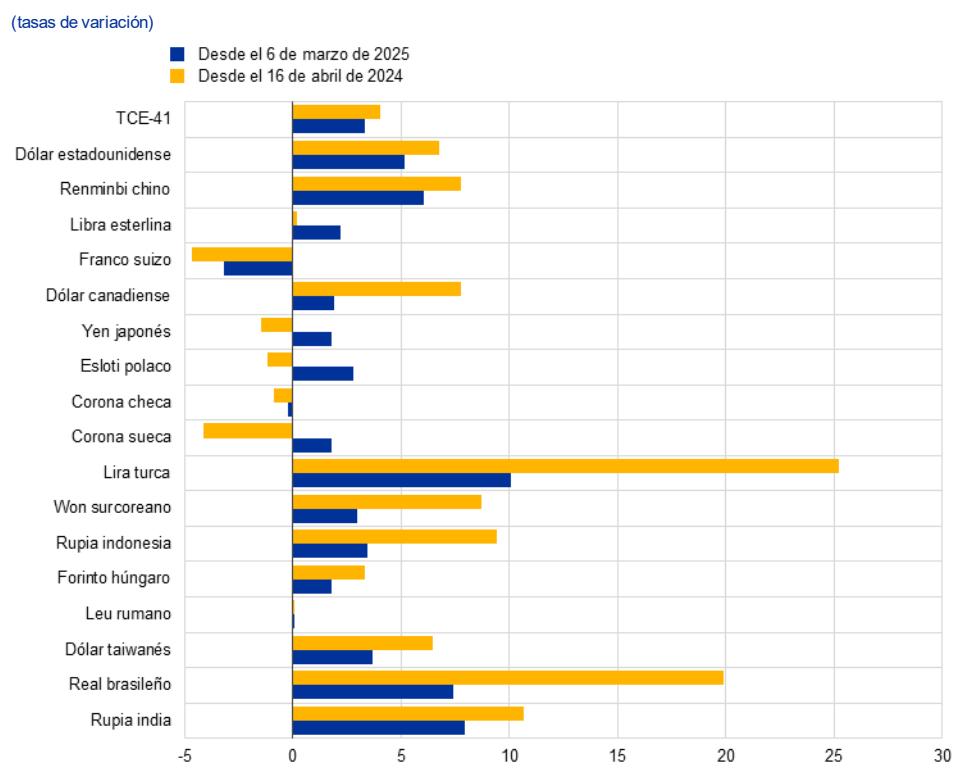
Entre el comienzo del año y el inicio del período analizado, las acciones de la zona del euro habían registrado un comportamiento mejor que el de los valores equivalentes en Estados Unidos, dado que el desplazamiento de los flujos de fondos de renta variable hacia Europa contrarrestó parcialmente el impacto negativo de las tensiones comerciales. Sin embargo, el anuncio del 2 de abril y la posterior escalada de las tensiones comerciales globales desencadenaron ventas masivas en los mercados internacionales de renta variable. Después de que la Administración estadounidense aplicara una tregua de 90 días a sus aranceles «recíprocos» para todos los países excepto China, las cotizaciones se recuperaron parcialmente, a pesar de la elevada incertidumbre sobre el comercio mundial. En el conjunto del período de referencia, los índices bursátiles de la zona del euro retrocedieron un 8,5 %, y los valores de las sociedades no financieras (SNF) y de las entidades de crédito perdieron un 9,4 % y un 7,9 %, respectivamente. Los índices de las bolsas de Estados Unidos cayeron un 8 %, con descensos del 9,9 % para las entidades de crédito y del 8,3 % para las SNF.

Los diferenciales de los bonos corporativos aumentaron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento. El clima de aversión al riesgo en los mercados también se reflejó en los mercados de renta fija privada. La ampliación de los diferenciales en el segmento de grado de inversión estuvo determinada por un aumento casi paralelo, de unos 30 puntos básicos, de los diferenciales de los bonos emitidos por las entidades financieras y las SNF. El efecto del anuncio de los aranceles fue más acusado en el segmento de alto rendimiento, en el que los diferenciales de los bonos de las SNF se incrementaron 110 puntos básicos y los de los bonos emitidos por las entidades financieras se ampliaron en torno a 85 puntos básicos.

En los mercados de divisas, el euro se apreció con fuerza frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 14). 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 revalorizó un 3,3 % durante el período analizado. Esta acusada apreciación del euro fue generalizada. La revalorización del 5,2 % frente al dólar estadounidense se debió en gran medida al cambio en las expectativas de los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos y del impacto potencial de las políticas estadounidenses, a raíz de los anuncios realizados a principios de abril sobre la aplicación de aranceles en este país. El euro también se fortaleció un 6 % frente al renminbi chino, que se debilitó a causa del impacto negativo esperado de los aranceles estadounidenses. La moneda única se apreció significativamente frente a la lira turca debido a los desarrollos específicos en esta economía emergente, que provocaron una gran pérdida de valor de su moneda. En cambio, el euro se depreció un 3,2 % frente al franco suizo en un entorno de incertidumbres y de mayor aversión al riesgo en los mercados.

Gráfico 14

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 16 de abril de 2025.

Las últimas estadísticas oficiales sobre préstamos a empresas, que se publicaron el 2 de abril de 2025, indican que los recortes de los tipos de interés del BCE han reducido de nuevo el coste del crédito para las empresas. En febrero, los costes medios de financiación de las entidades de crédito se mantuvieron próximos a su máximo reciente, mientras que los tipos de interés de los préstamos bancarios concedidos a las empresas continuaron disminuyendo gradualmente con respecto a sus niveles más altos. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas cayeron en febrero hasta situarse en el 4,1 %, mientras que los aplicados a las nuevas hipotecas registraron un ligero incremento, hasta el 3,3 %. El crecimiento del crédito a empresas y a hogares siguió aumentando en febrero, pero permaneció muy por debajo de las medias históricas, como consecuencia de una demanda todavía débil y de unos criterios de aprobación restrictivos. En el período comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante acciones se elevó, debido a la mayor prima de riesgo bursátil, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija se mantuvo prácticamente sin cambios. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2025, los criterios de aprobación del crédito a empresas volvieron a experimentar un ligero endurecimiento en el primer trimestre de 2025 y la demanda neta de préstamos retrocedió ligeramente, tras registrar una modesta recuperación en trimestres anteriores. Los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda se suavizaron y la demanda neta de esta modalidad de préstamo siguió aumentando con fuerza. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al primer trimestre de 2025, que se llevó a cabo entre el 10 de febrero y el 21 de marzo de 2025, las empresas señalaron una disminución de los tipos de interés bancarios y un leve endurecimiento adicional de otras condiciones del crédito. También indicaron que la necesidad de préstamos bancarios se había reducido algo y que su disponibilidad se había mantenido básicamente estable. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) continuó elevándose hasta situarse en el 4 % en febrero.

Los costes marginales de financiación de las entidades de crédito de la zona del euro volvieron a disminuir en febrero de 2025, mientras que sus costes medios de financiación solo experimentaron ligeros descensos. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro —es decir, el índice que mide sus costes marginales de financiación— se redujo en febrero (panel a del gráfico 15), como consecuencia de los recortes de tipos y de una mayor preferencia por la liquidez por parte de las empresas y los hogares, mientras que sus costes medios de financiación solo retrocedieron levemente. Los tipos de interés de los depósitos y los tipos del mercado monetario interbancario continuaron cayendo, de forma que el tipo sintético de los depósitos se situó en el 1,1 % en febrero, en comparación con un máximo del 1,4 % registrado en mayo de 2024. La rentabilidad de los bonos bancarios aumentó a principios de marzo y disminuyó de nuevo posteriormente, en un contexto de elevada incertidumbre macroeconómica y geopolítica (panel b del gráfico 15). Los tipos de interés de los depósitos a plazo de las empresas y los hogares experimentaron una

caída más pronunciada que los aplicados a los depósitos a la vista. En consecuencia, el considerable diferencial de tipos entre ambas categorías de depósitos continuó reduciéndose para esos dos sectores, debido a la disminución algo mayor de la remuneración de los depósitos a plazo.

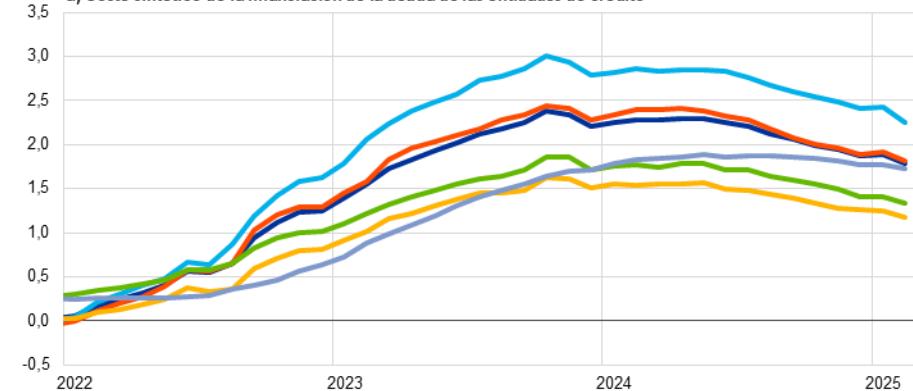
Gráfico 15

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

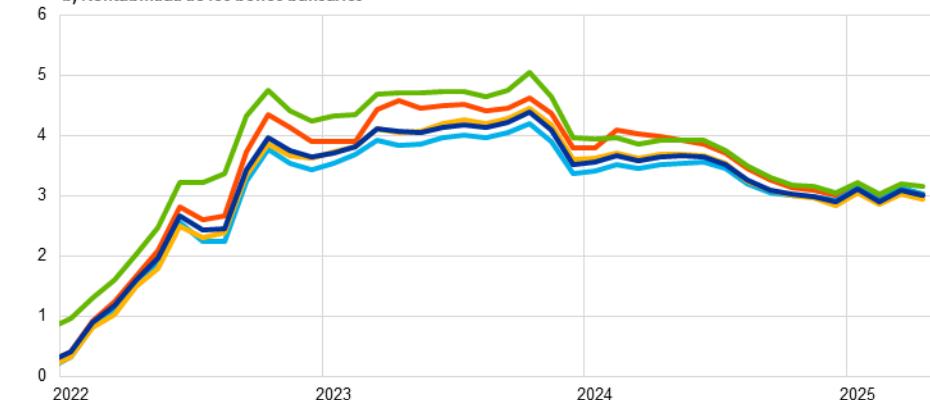
(porcentajes anuales)

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

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito utilizan las mismas ponderaciones, pero se basan en los tipos de interés de los saldos vivos en el caso de los depósitos y la financiación interbancaria, y en la rentabilidad hasta el vencimiento en el momento de la emisión en el caso de los bonos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 16 de abril de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

El sector bancario de la zona del euro mantuvo su capacidad de resistencia, con posiciones de capital fuertes y niveles de rentabilidad aún elevados, a pesar de la existencia de factores adversos relacionados con la falta de dinamismo del crecimiento económico. En el cuarto trimestre de 2024, la capitalización de las entidades de crédito se mantuvo básicamente estable, con

ratios de capital muy por encima del 15 % y unos colchones de capital voluntarios superiores a los requerimientos de capital de nivel 1 ordinario (CET1). La rentabilidad de los recursos propios de las entidades permaneció en cotas elevadas y se situó en el 10 % en el cuarto trimestre de 2024, a pesar de que las necesidades de provisiones aumentaron en algunas categorías de activos y el respaldo procedente del margen de intereses disminuyó con respecto al máximo observado en el primer trimestre de 2024. En un entorno de tipos de interés en niveles todavía altos, la calidad de los activos continuó deteriorándose lentamente, con diferencias considerables entre países. Las ratios de préstamos dudosos se mantuvieron estables y se situaron próximas a los mínimos históricos observados en el primer trimestre de 2023. La proporción de préstamos en vigilancia especial (*stage 2*) se incrementó sustancialmente en 2024, sobre todo la de los concedidos a pequeñas empresas y al sector inmobiliario comercial, lo que indujo a las entidades de crédito a aumentar sus provisiones para insolvencias.

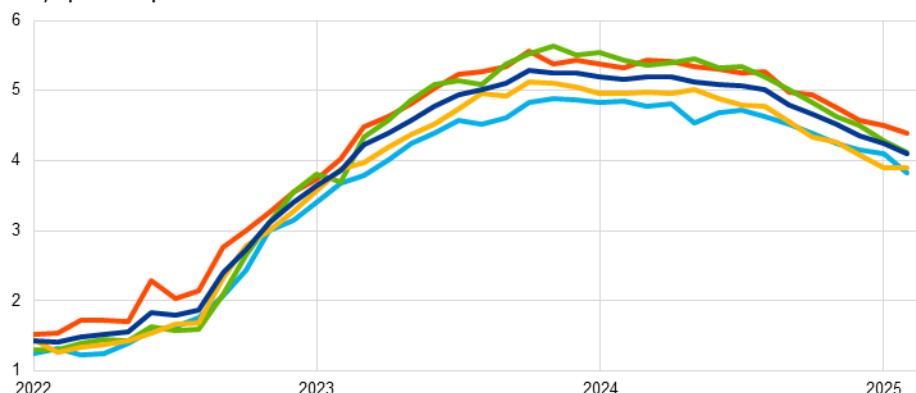
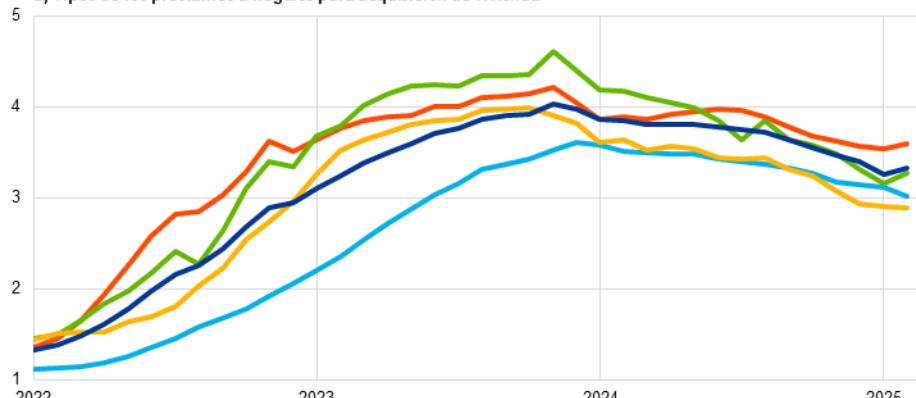
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas disminuyeron de nuevo, mientras que los aplicados a los préstamos a hogares se estabilizaron en febrero. Los tipos de interés de los préstamos han caído desde el verano de 2024 como consecuencia de los recortes de los tipos oficiales (gráfico 16). En febrero de 2025, los tipos aplicados a los nuevos préstamos concedidos a las sociedades no financieras (SNF) descendieron 15 puntos básicos y se situaron en el 4,10 %, alrededor de 1,2 puntos porcentuales por debajo de su máximo de octubre de 2023 (panel a del gráfico 16). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro y se concentró en los préstamos hasta un año. En cambio, los tipos de interés aplicados a los préstamos a más de un año se elevaron en respuesta al incremento de los tipos de interés libres de riesgo a más largo plazo. El coste de la emisión de valores de renta fija por parte de las empresas disminuyó hasta el 3,5 % en febrero, pero más recientemente se han registrado ciertas presiones al alza y los tipos subieron al 3,7 % en abril (gráfico 17). El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas aumentó algo en febrero, hasta los 0,47 puntos porcentuales —ligeramente por encima de su mínimo histórico—, en un entorno de heterogeneidad entre países. En cambio, los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda se incrementaron 8 puntos básicos y se situaron en el 3,33 % en febrero, 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023 (panel b del gráfico 16), con diferencias entre países. Este incremento se debió a la evolución de los tipos a largo plazo y fue más acusado en los plazos más largos.

Gráfico 16

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

(porcentajes anuales)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF**b) Tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda**

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 febrero de 2025.

En el período comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025, el coste de la financiación de las empresas mediante acciones se elevó, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija prácticamente no varió. Sobre la base de los datos mensuales disponibles hasta febrero de 2025, el coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— aumentó en dicho mes en comparación con el anterior y se situó en el 5,7 %, por debajo del máximo de varios años alcanzado en octubre de 2023 (gráfico 17)³. Esta evolución fue consecuencia del incremento del coste de las acciones debido a la mayor prima de riesgo bursátil, ya que los demás componentes del coste, o bien disminuyeron, o bien no variaron.

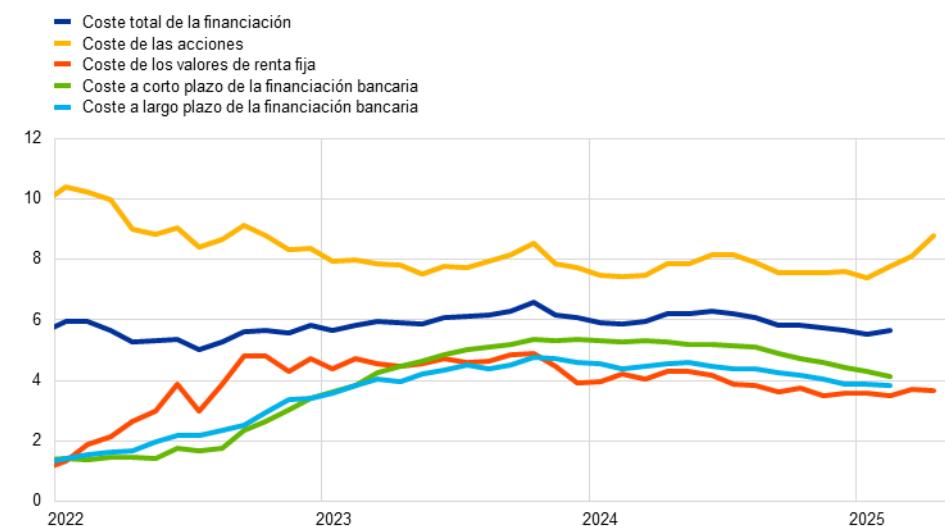
³ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta febrero de 2025.

Los datos diarios relativos al período comprendido entre el 6 de marzo y el 16 de abril de 2025 muestran que el coste de los valores de renta fija se mantuvo estable como consecuencia del desplazamiento a la baja de la curva del OIS (*overnight index swap*) en los plazos medios y largos, que fue contrarrestado casi íntegramente por la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos, especialmente en el segmento de alto rendimiento. En el mismo período, el coste de las acciones se elevó en respuesta al aumento de la prima de riesgo bursátil y a pesar de la caída del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS a diez años).

Gráfico 17

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

(porcentajes anuales)



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

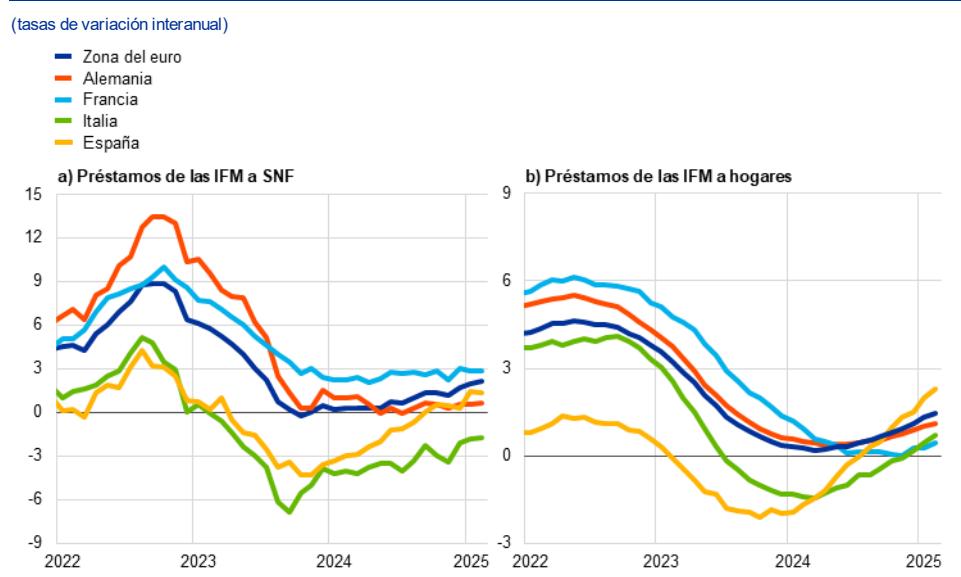
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada del coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 16 de abril de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a febrero 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 siguió aumentando gradualmente en febrero, como consecuencia de una demanda todavía débil y de unos criterios de aprobación restrictivos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se elevó hasta el 2,2 % en febrero de 2025, desde el 2 % de enero, muy por debajo de su media histórica del 4,8 % (panel a del gráfico 18). El incremento estuvo impulsado principalmente por los préstamos a corto plazo (hasta un año). Las emisiones de valores de renta fija privada en febrero mostraron una falta relativa de dinamismo, tras algunos meses de volatilidad, y crecieron a una tasa estable del 3,2 % en términos interanuales. El ritmo de avance interanual de los préstamos a hogares aumentó y se situó en el 1,5 % en febrero, frente al 1,3 % de enero, aunque se mantuvo en un nivel muy inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 18). Esta tendencia al alza continuó estando impulsada sobre todo por los préstamos para adquisición de vivienda, mientras que el crédito para consumo se estabilizó, con una tasa de crecimiento interanual del 3,9 % en febrero. En cambio, volvió a observarse falta de vigor en los préstamos a

hogares para otros fines, que incluyen los concedidos a empresarios individuales. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) de febrero 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 se había relajado; no obstante, los hogares esperan que el acceso al crédito se relaje algo en los próximos doce meses.

Gráfico 18

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 febrero de 2025.

En la [encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2025](#), las entidades de crédito señalaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas habían vuelto a experimentar un ligero endurecimiento en el primer trimestre de 2025 y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían relajado moderadamente ([gráfico 19](#)). El endurecimiento adicional de los criterios de concesión de los préstamos a empresas en el primer trimestre de 2025 fue inferior al esperado por las entidades de crédito en la encuesta anterior y se vio impulsado de nuevo por la mayor percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas y la situación específica de ciertos sectores y empresas. Las entidades indicaron que los criterios de concesión de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían relajado ligeramente, mientras que los aplicados al crédito para consumo habían registrado un pequeño endurecimiento adicional. En los préstamos para adquisición de vivienda, esta relajación se debió fundamentalmente a la competencia de otras entidades, mientras que el endurecimiento de los criterios de concesión del crédito para consumo fue atribuible sobre todo al aumento de la percepción de riesgos. Las entidades señalaron que el porcentaje de solicitudes denegadas apenas había variado en el caso de los préstamos a grandes empresas y del crédito para consumo, pero que se había

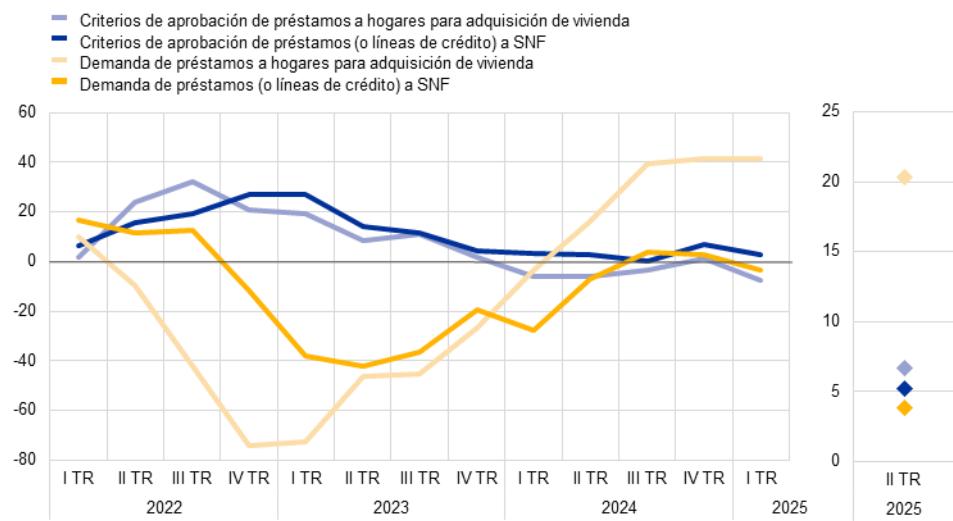
reducido algo, en términos netos, en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y se había incrementado más en el de los préstamos a pequeñas y medianas empresas (pymes). Para el segundo trimestre de 2025, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, para consumo y para adquisición de vivienda.

En el primer trimestre de 2025, las entidades de crédito señalaron un ligero descenso adicional de la demanda de préstamos por parte de las empresas, tras dos trimestres de débil recuperación, y un fuerte incremento de la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda. La demanda de crédito por parte de las empresas disminuyó, debido principalmente a la contribución negativa de las existencias y el capital circulante, a pesar del respaldo proporcionado por la caída de los tipos de interés. La inversión en capital fijo siguió teniendo un impacto prácticamente neutral en la demanda de préstamos, y algunos bancos mencionaron la incertidumbre económica y geopolítica como factor que dificultaba la planificación a más largo plazo de las empresas. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el fuerte aumento de la demanda fue atribuible, principalmente, a la caída de los tipos de interés y, en menor medida, a la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda y a la mayor confianza de los consumidores. El moderado ascenso de la demanda de crédito para consumo se sustentó, sobre todo, en la bajada de los tipos de interés, con pequeñas contribuciones adicionales de la confianza de los consumidores y el gasto en bienes duraderos. Para el segundo trimestre de 2025, las entidades prevén un leve incremento de la demanda de crédito por parte de las empresas y aumentos adicionales en la de los hogares, especialmente de préstamos para adquisición de vivienda.

Gráfico 19

Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a SNF y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: Encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la última encuesta. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

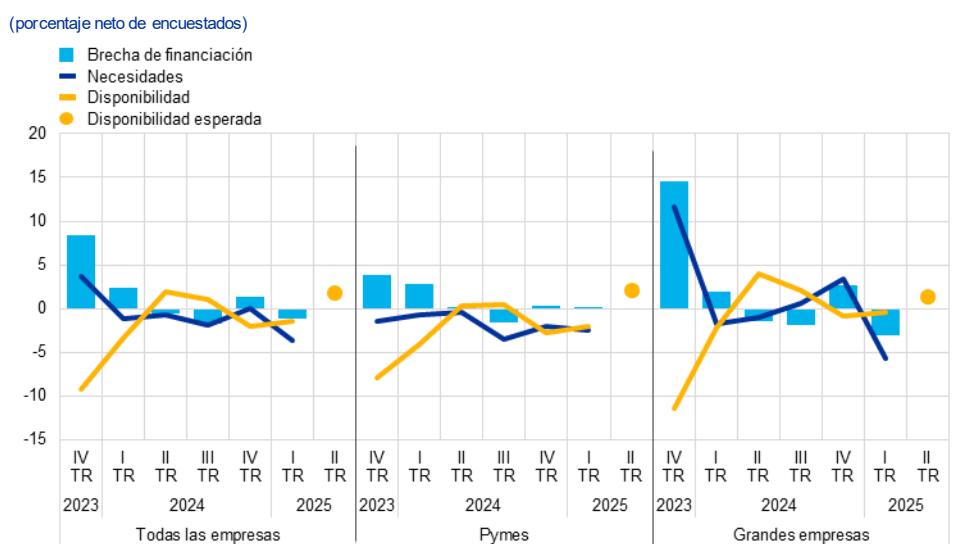
Según las entidades encuestadas, el acceso a la financiación no varió apenas, mientras que la percepción de riesgos en torno a la calidad crediticia tuvo un impacto negativo en las condiciones del crédito. En el primer trimestre de 2025, el acceso de los bancos a los mercados de financiación minorista se mantuvo casi sin variación, pero mejoró en el caso de la financiación mediante valores de renta fija, los mercados monetarios y las titulizaciones. Las entidades indicaron que la reducción de la cartera de activos del BCE relacionados con la política monetaria había tenido un impacto ligeramente negativo en su financiación y en las condiciones de los préstamos en los seis últimos meses, así como en su situación de liquidez, y que el impacto sobre los criterios de concesión había sido prácticamente neutral. Las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al endurecimiento de las condiciones aplicadas a los préstamos a empresas y al crédito para consumo en el primer trimestre de 2025, pero su impacto había sido neutral en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. Asimismo, manifestaron que las decisiones relativas a los tipos de interés oficiales del BCE tanto pasadas como esperadas habían tenido un impacto neto negativo adicional sobre su margen de intereses en los seis últimos meses, y que el efecto a través de los volúmenes había continuado siendo ligeramente adverso. Las entidades esperan que estas decisiones tengan un impacto neto negativo de una magnitud similar sobre sus márgenes en los próximos seis meses, que lastraría la

rentabilidad general pese a la contribución levemente positiva de los volúmenes de activos.

En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE), las empresas indicaron una disminución adicional de los tipos de interés de los préstamos bancarios y continuaron señalando, al mismo tiempo, un endurecimiento de otras condiciones del crédito. En el primer trimestre de 2025 se incrementó notablemente el número neto de grandes empresas que observaron un descenso de los tipos de interés, mientras que, en términos netos, las pymes manifestaron que los tipos de interés habían permanecido prácticamente sin variación. Asimismo, un 24 % neto de las empresas (frente al 22 % en el cuarto trimestre de 2024) apuntó a un aumento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones, y un 13 % neto (frente al 15 % en el cuarto trimestre de 2024) indicó un endurecimiento de las garantías requeridas.

Gráfico 20

Variación de las necesidades y la disponibilidad actual y esperada de préstamos bancarios y de la brecha de financiación de las empresas de la zona del euro



Fuentes: Encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.

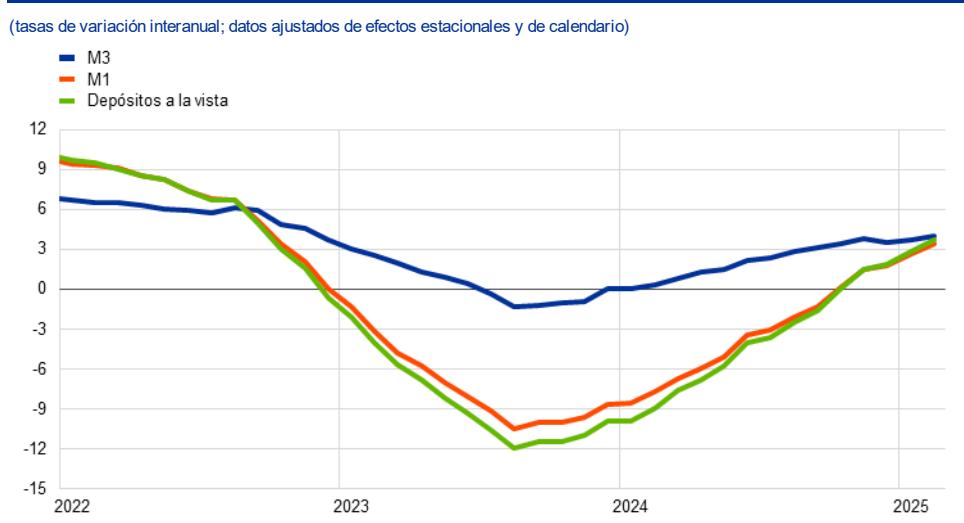
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Las cifras se refieren a la segunda encuesta piloto y a las ediciones 30 a 34 de la encuesta (entre octubre-diciembre de 2023 y enero-marzo de 2025).

Las empresas observaron que la necesidad de préstamos bancarios se había reducido algo y que su disponibilidad se había mantenido prácticamente estable, aunque se prevé una ligera mejora de la disponibilidad en los tres meses siguientes (gráfico 20). El porcentaje neto de empresas que señalaron una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 1 % (frente al 2 % en el trimestre anterior). Aunque la disponibilidad se redujo ligeramente para las pymes, se mantuvo sin cambios para las grandes empresas. Esta evolución fue reflejo del leve endurecimiento neto de las políticas crediticias de las entidades y, en

particular, de los criterios de aprobación de préstamos, tal como pone de relieve la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro para el mismo período. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios —un índice que capta la diferencia entre la necesidad y la disponibilidad de estos préstamos— básicamente no varió. De cara al futuro, las empresas esperan una leve mejora de la disponibilidad de préstamos bancarios en los tres meses siguientes.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se estabilizó en febrero, en un contexto de debilitamiento progresivo de las entradas netas del exterior y de recuperación gradual del crédito a empresas y a hogares (gráfico 21). El crecimiento interanual de M3 continuó aumentando y se situó en el 4 % en febrero, frente al 3,8 % observado en enero. El avance interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los activos más líquidos de M3— se elevó notablemente hasta alcanzar el 3,5 % en febrero, frente al 2,7 % de enero. El incremento se debió al continuo ascenso de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista, que fue del 3,8 % en febrero, frente al 2,9 % de enero, lo que refleja la mayor preferencia de los inversores por la liquidez en un entorno de elevada incertidumbre y de caída de los tipos de interés de los depósitos de ahorro. Los flujos netos del exterior —cada vez más débiles— y la progresiva recuperación de los préstamos bancarios a empresas y a hogares contribuyeron positivamente a la creación de dinero en febrero, y las compras netas de deuda pública por parte de las entidades de crédito se ralentizaron, en un contexto de disminución sustancial de las emisiones netas de estos valores. Al mismo tiempo, la contracción continuada del balance del Eurosistema y las emisiones de bonos bancarios a largo plazo (que no se incluyen en M3) continuaron contribuyendo negativamente al crecimiento de M3.

Gráfico 21
M3, M1 y depósitos a la vista



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025.