



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 4/2025



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	9
2 Actividad económica	16
3 Precios y costes	24
4 Evolución de los mercados financieros	31
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	37
6 Evolución de las finanzas públicas	44
Recuadros	48
1 Las condiciones financieras en Estados Unidos y su vínculo con la actividad económica: el papel de las valoraciones bursátiles	48
2 Las políticas comerciales de Estados Unidos y la actividad de las empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro	54
3 Perspectivas de inversión empresarial en la zona del euro: resultados de una encuesta del BCE a grandes empresas	61
4 Las presiones inflacionistas derivadas del ajuste de los precios: situación actual	68
5 Mayor comovimiento entre la volatilidad en los mercados financieros y la incertidumbre sobre las políticas económicas	75
6 Determinantes de las expectativas de inflación de las empresas encuestadas en la SAFE	82
7 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 5 de febrero y el 22 de abril de 2025	89
Artículos	95
1 La transmisión de la política monetaria: de los tipos hipotecarios al consumo	95
2 Avanzar en la unión de los mercados de capitales en Europa: una hoja de ruta para armonizar la poscontratación de valores	98
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 5 de junio de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE. En particular, la decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.

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

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

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

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

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

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

Actividad económica

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

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

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

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

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

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

Inflación

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

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

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

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

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

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

Evaluación de riesgos

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

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

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

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

Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se redujeron hasta el 2,00 %, el 2,15 % y el 2,40 %, respectivamente, con efectos a partir del 11 de junio de 2025.

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

Conclusión

En su reunión del 5 de junio de 2025, el Consejo de Gobierno decidió bajar 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE. En particular, la decisión de reducir el tipo de interés aplicable a la facilidad de depósito —mediante el que el Consejo de Gobierno guía la orientación de la política monetaria— se basó en su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establezca de forma sostenida en su objetivo del 2 % a medio plazo. Especialmente en el contexto actual de excepcional incertidumbre, aplicará un enfoque dependiente

de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. Las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

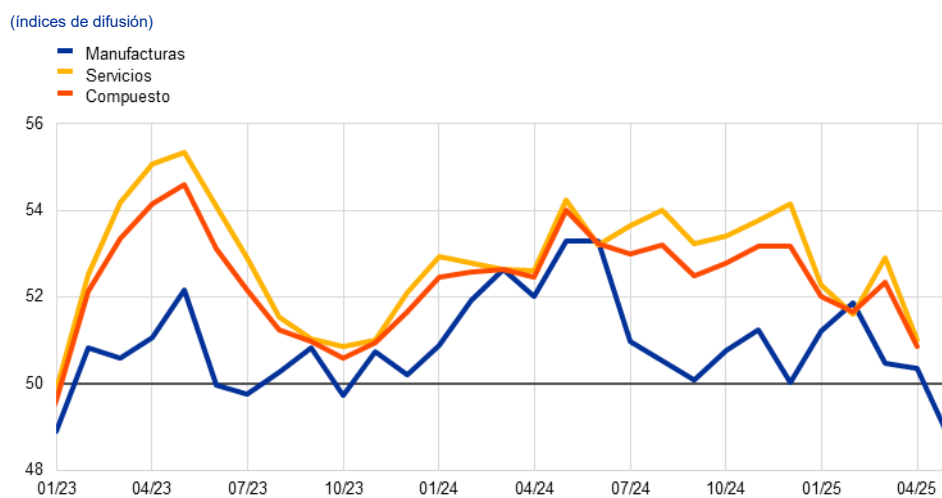
Las subidas arancelarias impuestas por la Administración estadounidense, junto con la elevada incertidumbre sobre las políticas comerciales, están determinando las perspectivas de la economía mundial. Desde que el 6 de febrero de 2025 se finalizaron las proyecciones macroeconómicas de los expertos del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

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

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

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



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

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

Los conflictos comerciales están debilitando las perspectivas de crecimiento mundial.

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

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

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

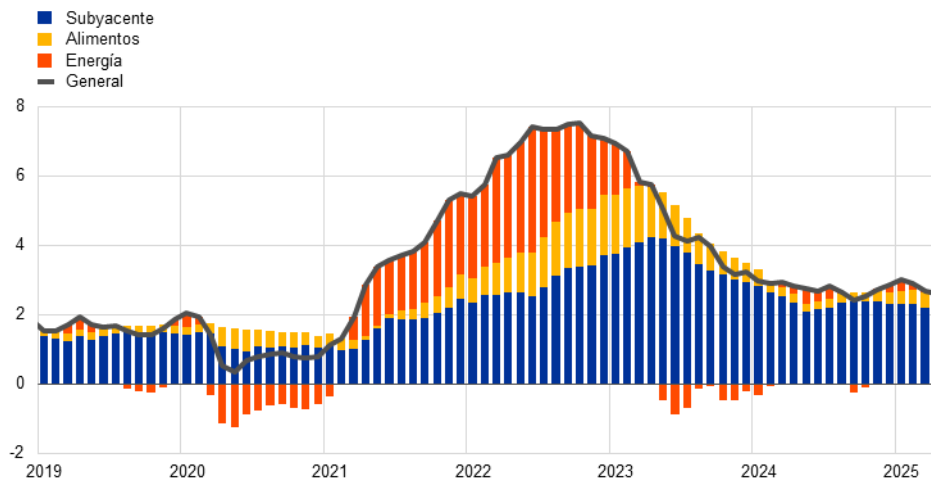
Se prevé que el crecimiento del comercio mundial se desacelere notablemente en los próximos dos años. El indicador de seguimiento (*tracker*) mensual del comercio mundial elaborado por el BCE sugiere que las importaciones globales empezaron a ralentizarse de forma considerable a partir de abril. Esta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

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

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

A tenor de las proyecciones, la inflación general interanual medida por el IPC de un amplio grupo de economías avanzadas y emergentes se moderará a lo largo del horizonte de proyección.

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

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

³ Las proyecciones del BCE abarcan un conjunto más amplio de países, en particular grandes mercados emergentes (como China, India, Brasil y Rusia) que no están incluidos en la inflación medida por el IPC de la OCDE.

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

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

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

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

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

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

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real repuntó en el primer trimestre de 2025, gracias al fuerte avance de las inversiones y a la demanda exterior neta.

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

Según la información disponible en la fecha de cierre, la economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2025, tras registrar un avance del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2024, con contribuciones modestas de la demanda interna y la demanda exterior neta⁴. El empleo aumentó un 0,3 % en el primer trimestre, al mismo ritmo que el PIB. Por sectores, la actividad industrial se habría recuperado como consecuencia de la mejora de la demanda de bienes de equipo, en parte debido al adelanto de los intercambios comerciales en previsión de las subidas arancelarias. Al mismo tiempo, los servicios solo habrían registrado un crecimiento moderado. Los indicadores de opinión apuntan a una desaceleración de la actividad en el segundo trimestre de 2025. En mayo, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad descendió hasta un nivel próximo al umbral de crecimiento, mientras que la producción manufacturera superó dicho umbral por tercer mes consecutivo. Entretanto, la actividad de los servicios disminuyó ligeramente con respecto al primer trimestre. Es probable que se produzcan nuevos efectos adversos derivados del aumento del proteccionismo y de medidas que distorsionan el comercio, que podrían afectar de manera desproporcionada a las manufacturas frente a otros sectores económicos. Aunque el mercado de trabajo se ha ralentizado en los últimos meses, mantiene su vigor. De cara al futuro, se espera que el alto grado de incertidumbre, las tensiones comerciales y las persistentes pérdidas de competitividad limiten el ritmo de la recuperación económica de la zona del euro. Con todo, la recuperación prevista debería verse respaldada por el incremento de las rentas del trabajo y por la mayor accesibilidad del crédito, debido en parte a las bajadas anteriores de los tipos de interés.

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

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

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

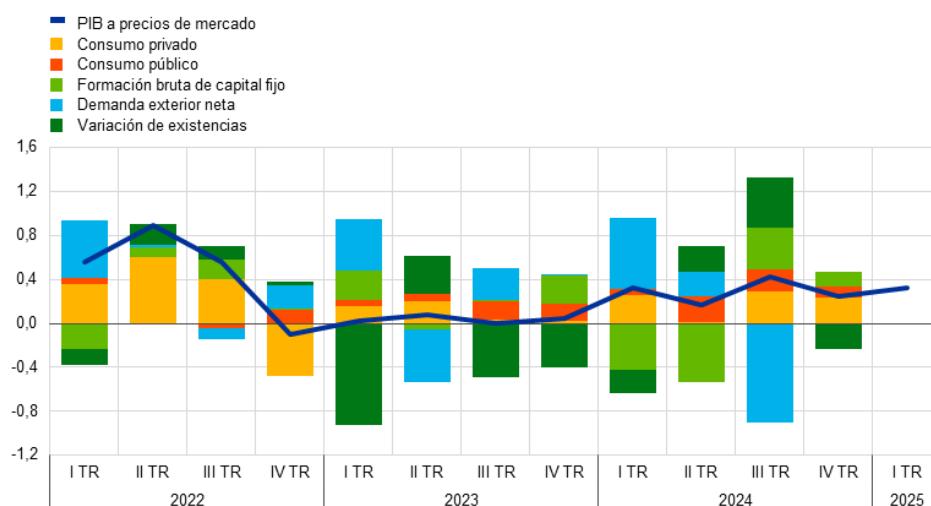
⁵ Para más información, véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2025», publicadas en el sitio web del BCE.

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

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

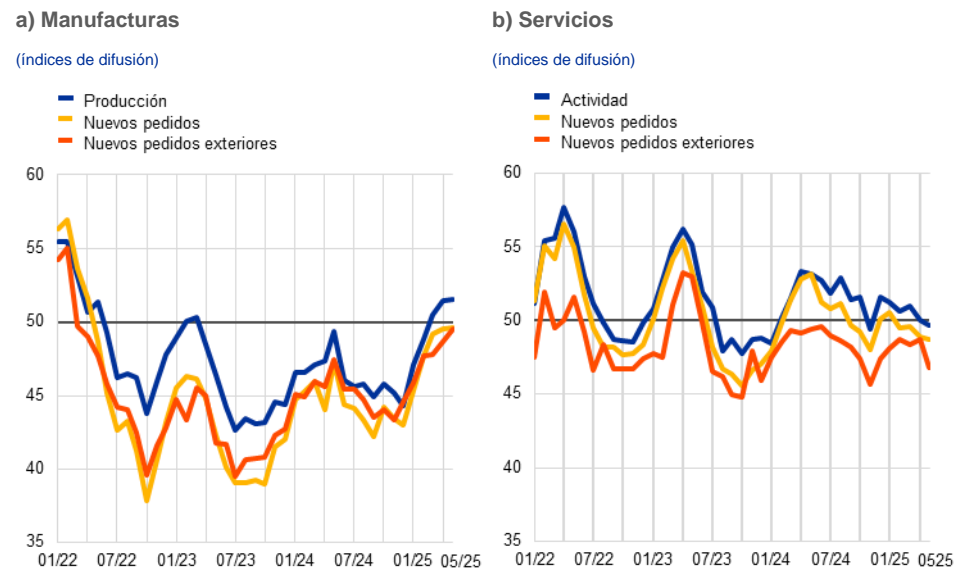
Los datos procedentes de encuestas apuntan a una desaceleración del crecimiento en el segundo trimestre de 2025, en un contexto de elevada incertidumbre.

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

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

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

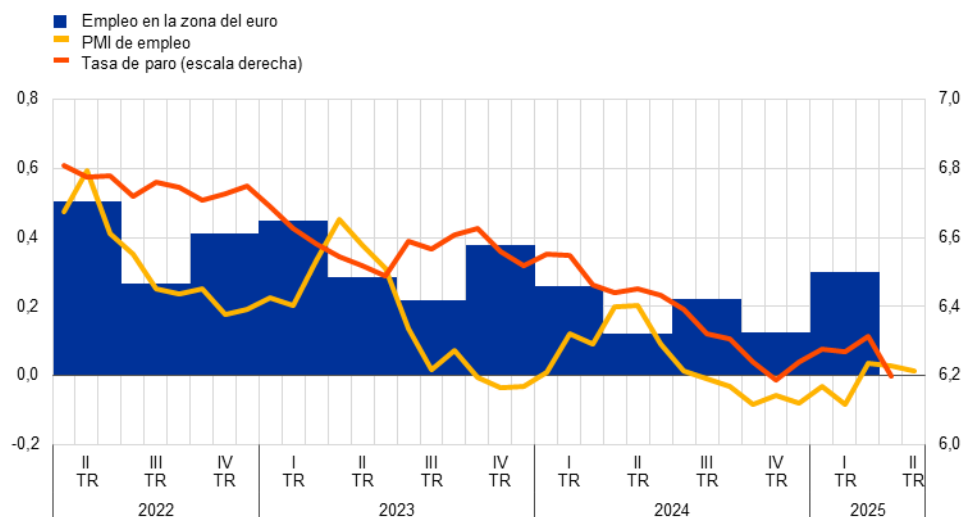
El empleo creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2025. Tras registrar un avance más tímido —del 0,1 %— en el cuarto trimestre de 2024, el crecimiento del empleo aumentó hasta el 0,3 % en el primer trimestre de 2025 (gráfico 5)⁶. Esta evolución oculta tendencias dispares en la zona del euro. Entre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

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

Gráfico 5

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento nulo del empleo en el segundo trimestre. El PMI mensual

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

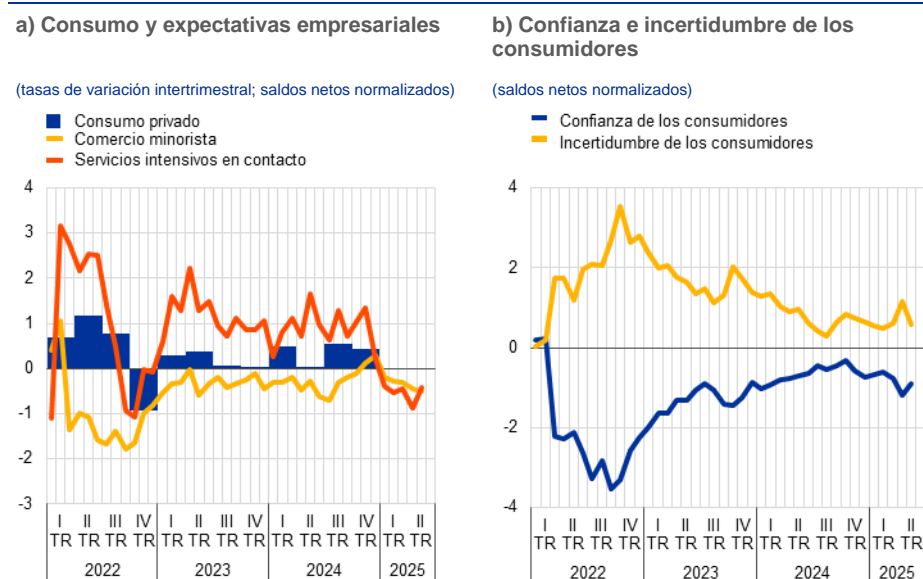
El consumo privado habría crecido a un ritmo más moderado en el primer trimestre de 2025. Tras registrar un avance intertrimestral del 0,4 % en el cuarto

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

las expectativas sobre el comercio minorista volvieron a descender por quinto mes consecutivo. De cara al futuro, pese al apoyo de los recientes aumentos de poder adquisitivo, la persistencia de la incertidumbre sobre las políticas económicas, en particular en el contexto de la evolución económica mundial, debería seguir pesando en las decisiones de gasto de los hogares.

Gráfico 6

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

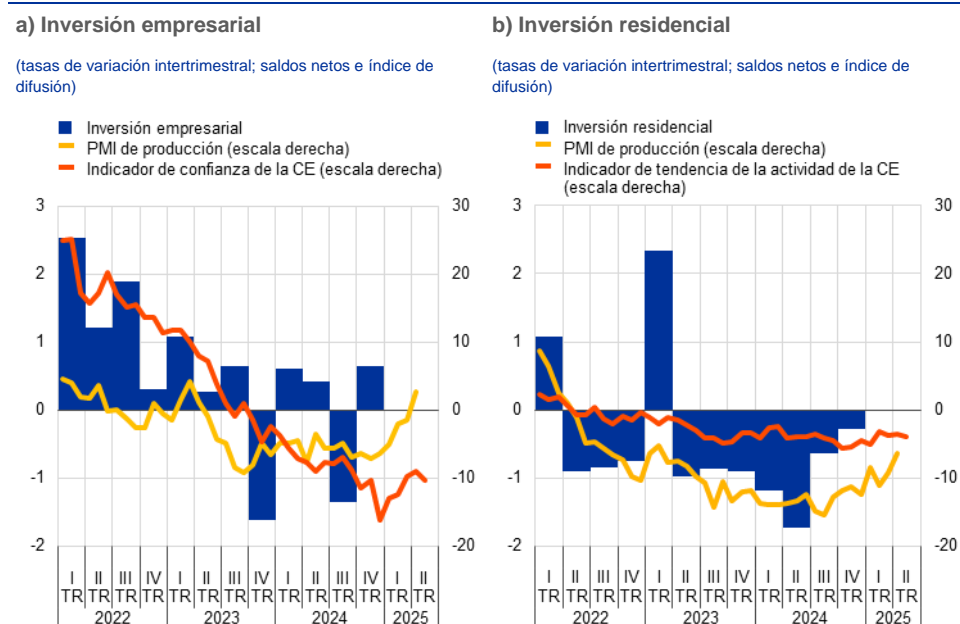
Es probable que la inversión empresarial se haya visto impulsada por un cierto adelanto de las exportaciones en el primer trimestre de 2025, pero se espera que experimente una desaceleración más adelante, dada la persistencia de las tensiones comerciales⁷. Los indicadores disponibles —como la producción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

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

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

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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

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

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

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

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

Las exportaciones de bienes de la zona del euro aumentaron significativamente en el primer trimestre de 2025, impulsadas por el adelanto de los intercambios comerciales en previsión de los aranceles estadounidenses, aunque persisten los retos.

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

En comparación con las proyecciones de marzo de 2025, el crecimiento del PIB real no se ha modificado para 2025 y 2027, pero se ha corregido ligeramente a la baja para 2026.

De acuerdo con las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema de junio de 2025, la economía crecerá el 0,9 % en 2025, el 1,1 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. El mantenimiento de la proyección para 2025 refleja un primer trimestre más vigoroso de lo esperado junto con unas perspectivas más débiles para el resto del año. Aunque se espera que la incertidumbre sobre las políticas comerciales afecte a la inversión empresarial y a las exportaciones a corto plazo, el aumento de la inversión pública en defensa e infraestructuras respaldará progresivamente el crecimiento a medio plazo. El aumento de las rentas reales y un mercado de trabajo sólido permitirán a los hogares gastar más, lo que, unido a unas condiciones de financiación más

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

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

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

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

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

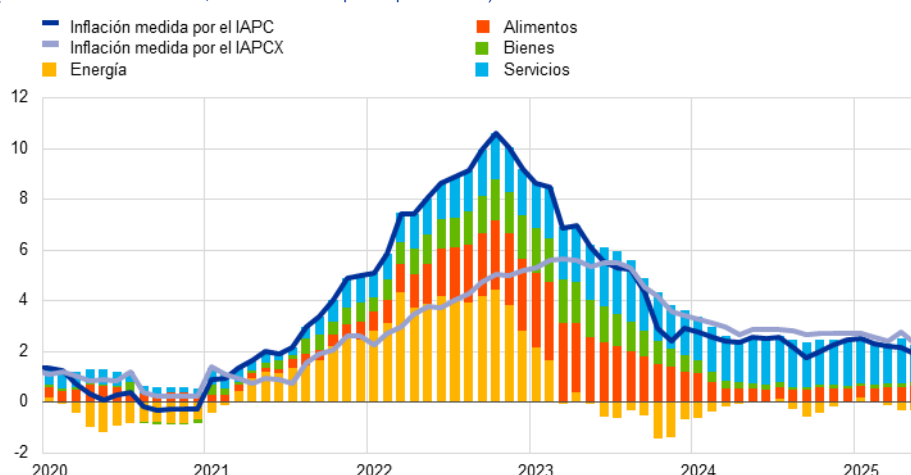
¹⁰ Para más información sobre los escenarios alternativos de políticas comerciales de las proyecciones, véase el recuadro 2, titulado «Aranceles estadounidenses e incertidumbre en torno a la política comercial», [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del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

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

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Los datos disponibles relativos a mayo señalan que los indicadores de la inflación subyacente asociados a los servicios de turismo y viajes disminuyeron tras aumentar en abril, mientras que otros indicadores disponibles solo hasta abril mostraron señales dispares. Los valores de los

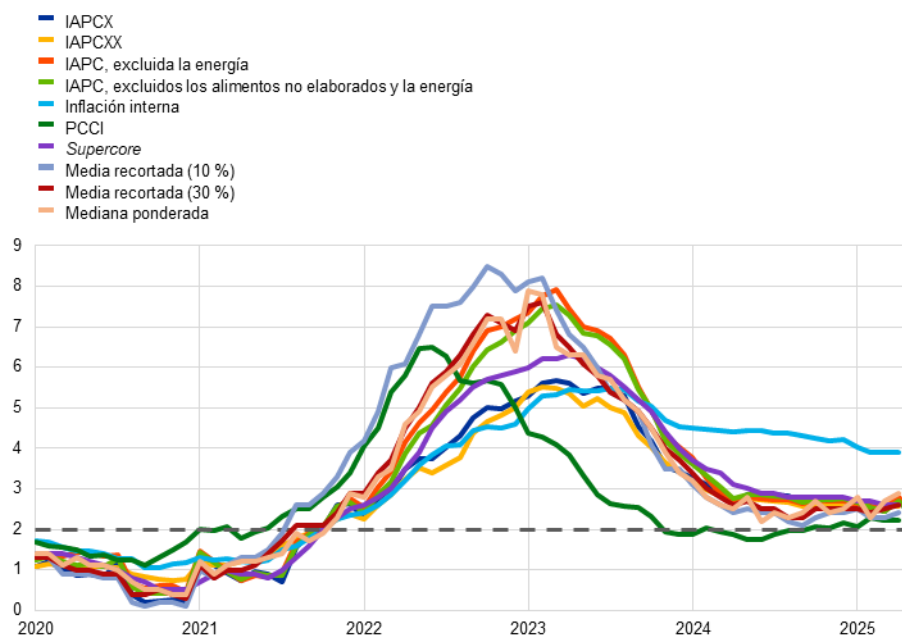
indicadores de la inflación subyacente fluctuaron entre el 2,2 % y el 2,9 % en abril de 2025¹¹. Los datos disponibles referidos a mayo ponen de manifiesto que el IAPC sin energía y el IAPC sin energía y alimentos no elaborados, que incluyen componentes de los servicios de turismo y viajes, cayeron hasta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

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

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

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

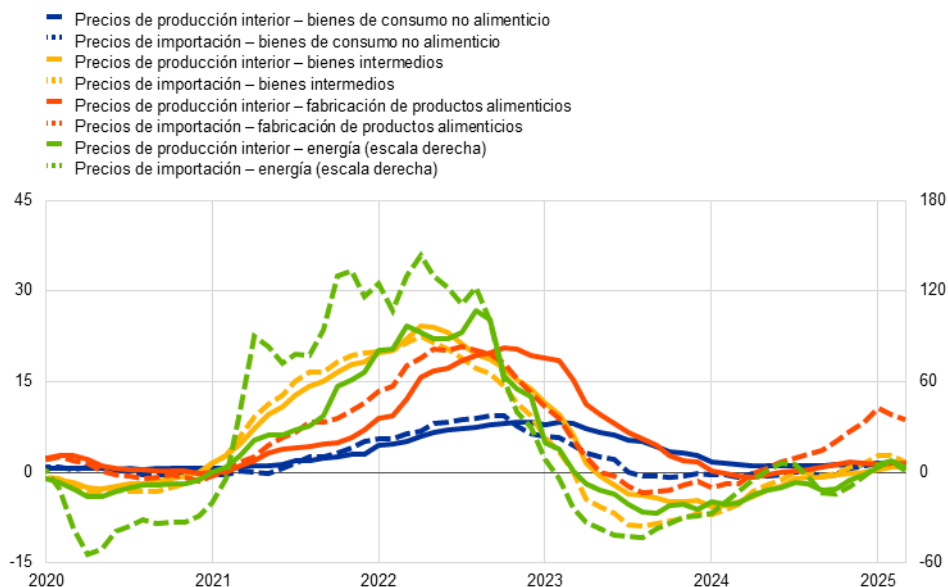
La mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre los precios de los bienes disminuyeron en marzo y se mantienen en niveles moderados (gráfico 10).

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

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

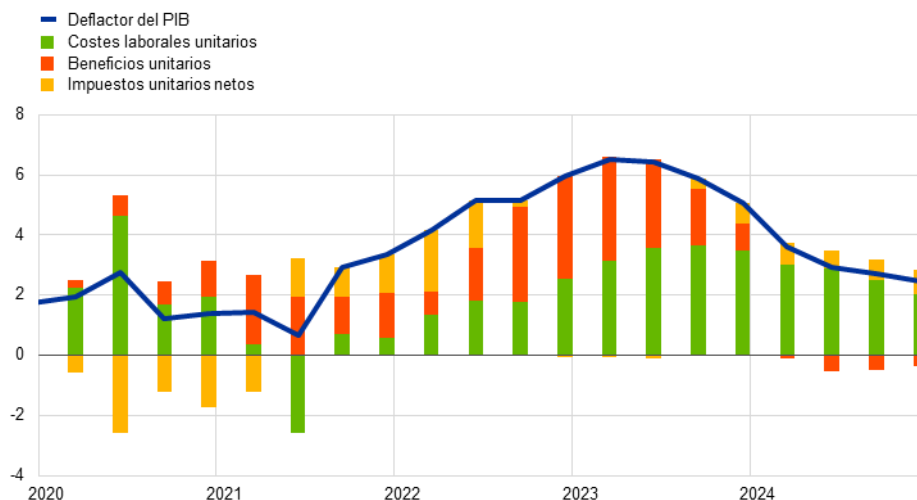
Nota: Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2025.

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

Gráfico 11

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

Gráfico 12

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

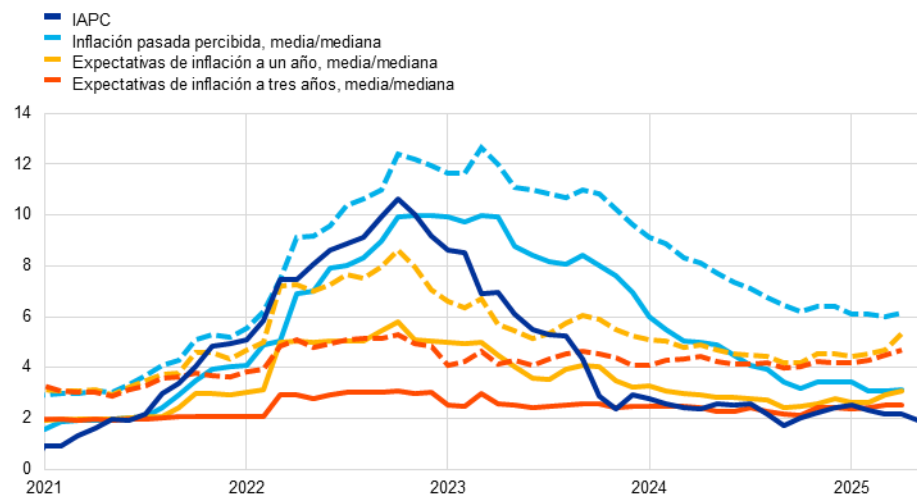
a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



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

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

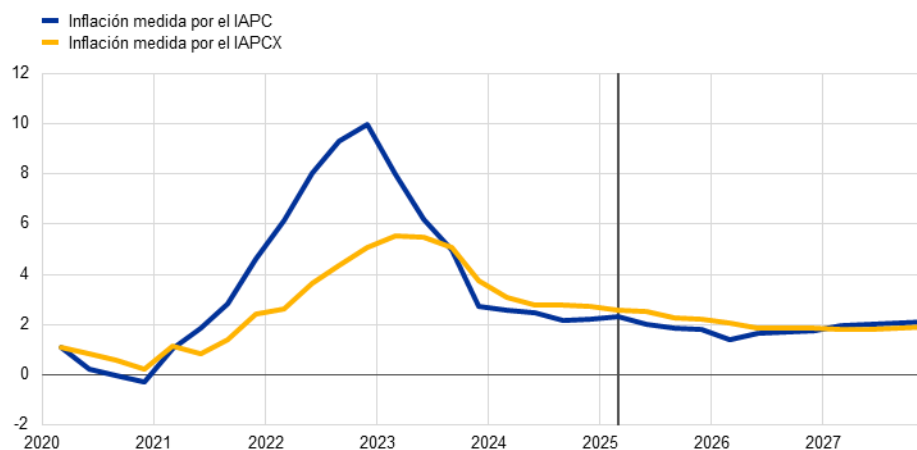
De acuerdo con las proyecciones de junio de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2 % en 2025 y en el 1,6 % en 2026, antes de retornar al 2 % en 2027 (gráfico 13). Se espera que la inflación general descienda hasta

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

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



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

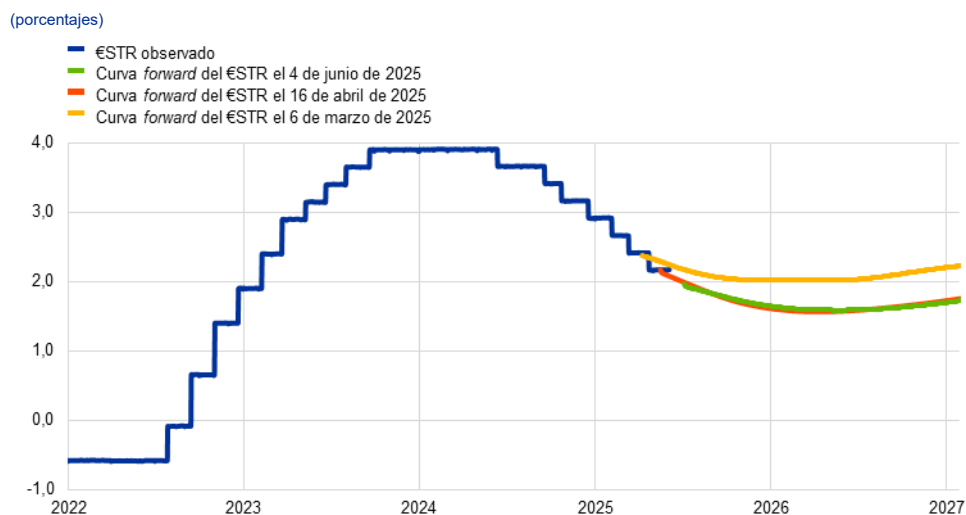
Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025 (datos) y al cuarto trimestre de 2027 (proyecciones). Las proyecciones de junio de 2025 se finalizaron el 21 de mayo de 2025 y la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

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

Durante el período de referencia, los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro disminuyeron de forma significativa debido a que los participantes en los mercados aumentaron sus expectativas de recortes a corto plazo del tipo aplicado a la facilidad de depósito (gráfico 14). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó en el 2,17 % al final del período analizado, tras las decisiones ampliamente anticipadas de recortar 25 puntos básicos los tipos de interés oficiales del BCE que adoptó el Consejo de Gobierno en sus reuniones de marzo y de abril. El exceso de liquidez descendió unos 117 mm de euros, hasta la cifra de 2.710 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la disminución de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema dejó de reinvertir el principal de los valores que fueron venciendo en el marco de sus programas de compras de activos. La curva de tipos *forward* se desplazó al alza tras los anuncios, justo antes del comienzo del período de referencia, de la expansión fiscal prevista en Alemania y de las iniciativas para impulsar el gasto militar en la UE (el Plan ReArmar Europa), y una proporción considerable de este movimiento se revirtió gradualmente después a la luz de las crecientes tensiones comerciales internacionales. El anuncio de aranceles en Estados Unidos el 2 de abril de 2025 y la posterior escalada de las tensiones comerciales globales desencadenaron una pronunciada corrección a la baja de la curva *forward* del €STR, que reflejó las

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

Gráfico 14
Tipos *forward* del €STR



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

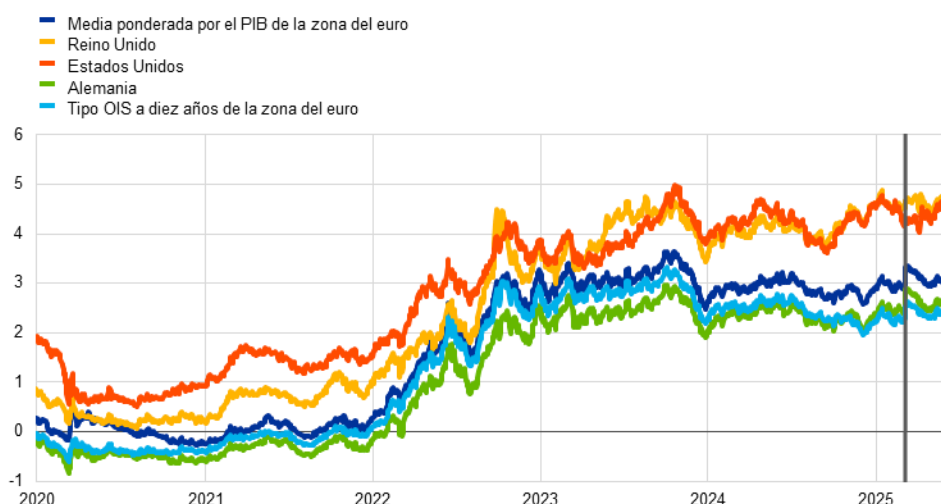
Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo también cayeron en un contexto de tensiones comerciales, lo que vino acompañado de una reducción de los diferenciales (gráfico 15). Al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el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

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

Gráfico 15

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

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

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

Gráfico 16

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 1 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

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

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

Gráfico 17

Diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona del euro

(puntos básicos)

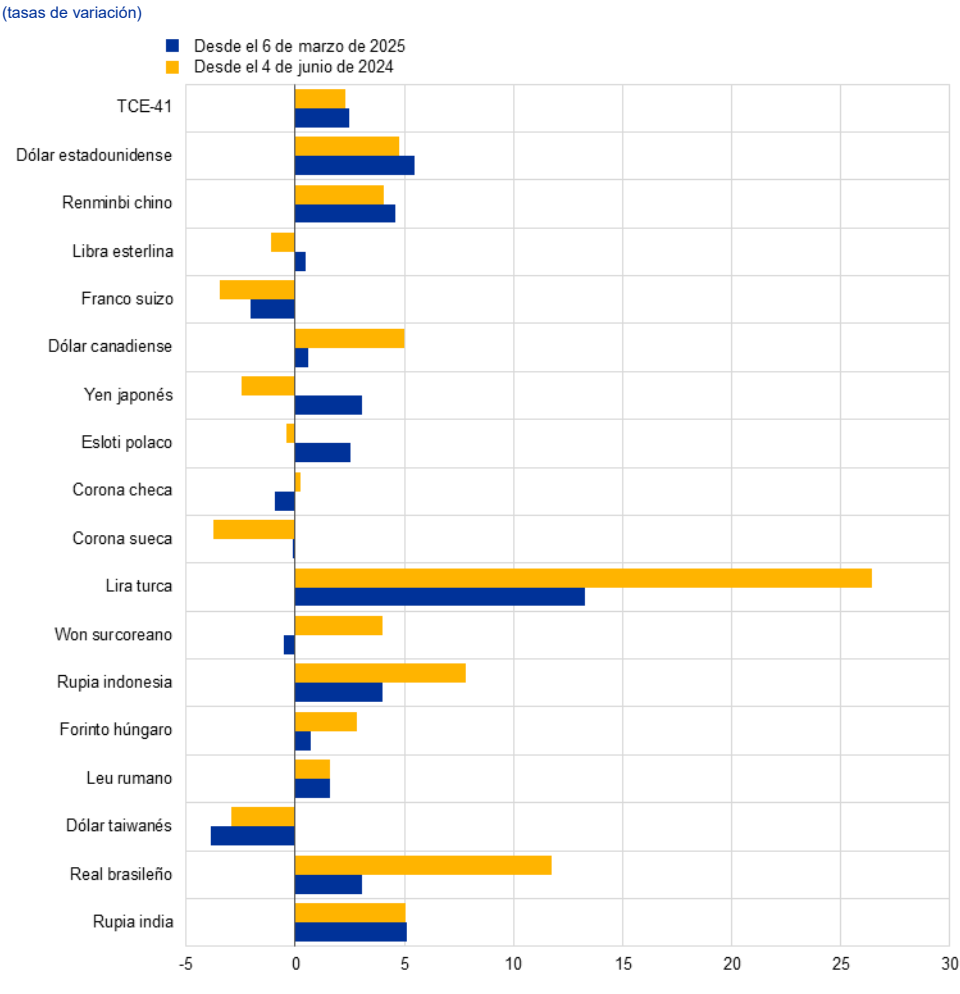


Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

En los mercados de divisas, el euro se apreció notablemente frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 18). El tipo de cambio efectivo nominal del euro, medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro, se incrementó un 2,5 % durante el período analizado. Esta apreciación fue generalizada. La fuerte revalorización del 5,4 % frente al dólar estadounidense se debió en gran medida al cambio en las expectativas de los mercados acerca de las perspectivas de crecimiento y de inflación para Estados Unidos y del impacto potencial de las políticas de la Administración estadounidense sobre la demanda de activos de ese país, sobre todo a raíz de los anuncios realizados a principios de abril sobre la aplicación de aranceles. También puede atribuirse al sentimiento más positivo de los inversores con respecto al euro después del anuncio sobre el gasto fiscal efectuado por Alemania y la reunión extraordinaria que celebró el Consejo Europeo a principios de marzo sobre el reforzamiento de las capacidades de defensa de la UE. La moneda única también se fortaleció un 4,6 % frente al renminbi chino, que se debilitó inicialmente a causa del impacto adverso esperado de los aranceles estadounidenses, pero se recuperó algo tras la relajación parcial de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China. El euro se apreció considerablemente frente a las monedas de las economías emergentes, que también se vieron lastradas por la preocupación acerca de los aranceles estadounidenses y el crecimiento mundial. En cambio, se depreció un 2 % frente al franco suizo, una moneda refugio tradicional, en un entorno de sentimiento de cautela general en los mercados.

Gráfico 18
Variaciones del tipo de cambio del euro frente a una selección de monedas



Fuente: Cálculos del BCE.
Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 4 de junio de 2025.

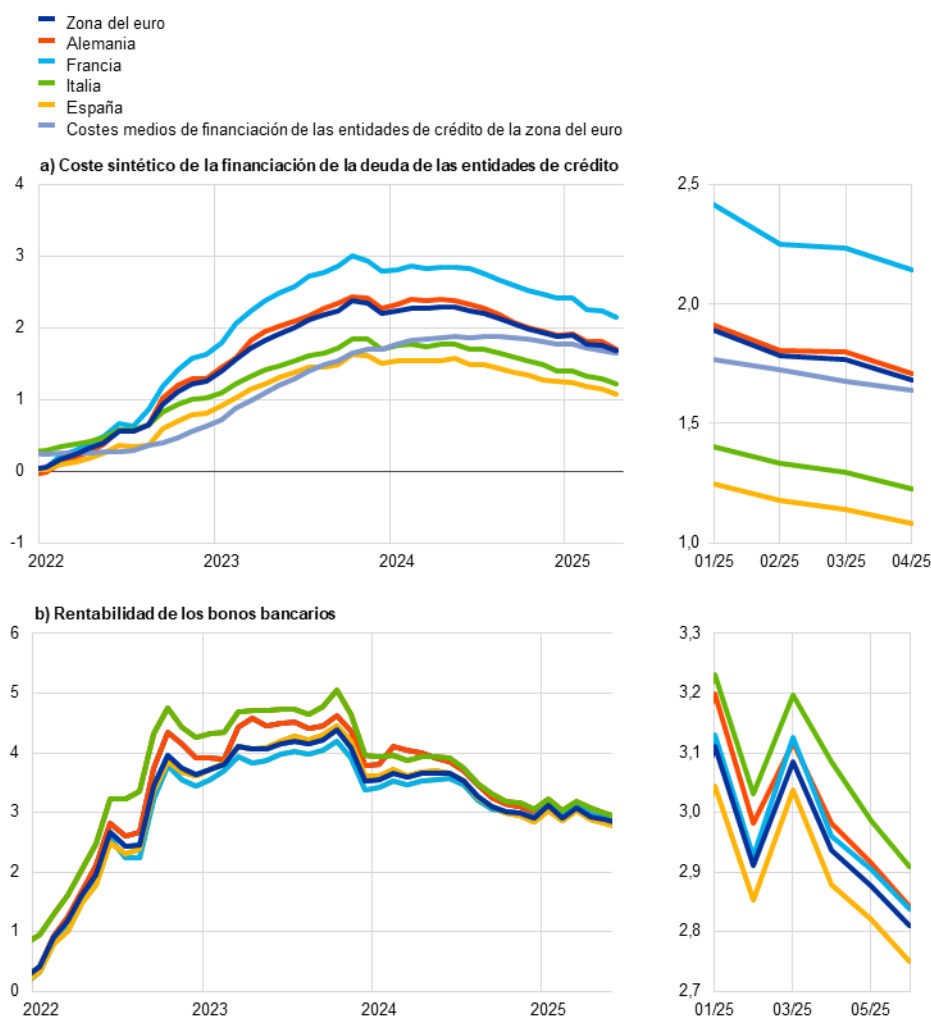
En abril, los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron cayendo como consecuencia de los recortes de los tipos oficiales. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas disminuyeron en abril hasta situarse en el 3,8 %, mientras que los aplicados a las nuevas hipotecas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

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

Gráfico 19

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

(porcentajes anuales)



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

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

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas continuaron disminuyendo, mientras que los aplicados a los préstamos hipotecarios otorgados a los hogares se mantuvieron prácticamente estables, reflejo de las diferencias en los períodos de fijación. En abril de 2025, los tipos de interés de los nuevos préstamos a sociedades no financieras (SNF) descendieron 14 puntos básicos y se situaron en el 3,79 %, alrededor de 1,5 puntos porcentuales por debajo de su máximo de octubre de 2023 (panel a del gráfico 20). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro y estuvo determinado por los préstamos a corto plazo con vencimiento hasta un año. En cambio, los tipos de los préstamos a plazos más largos permanecieron

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

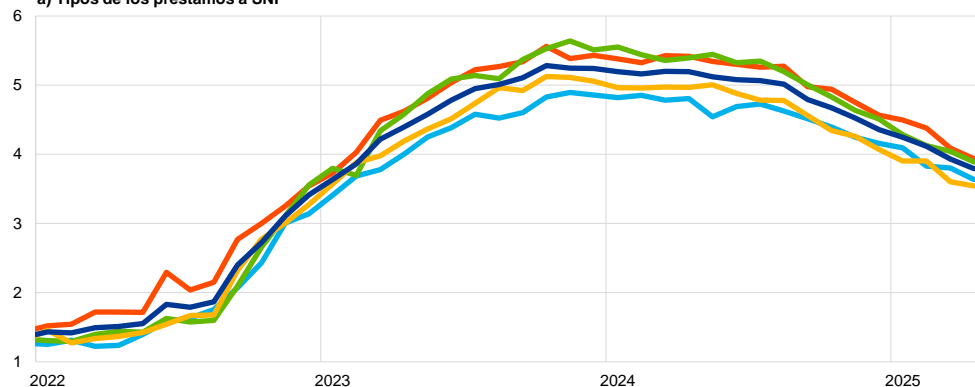
Gráfico 20

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

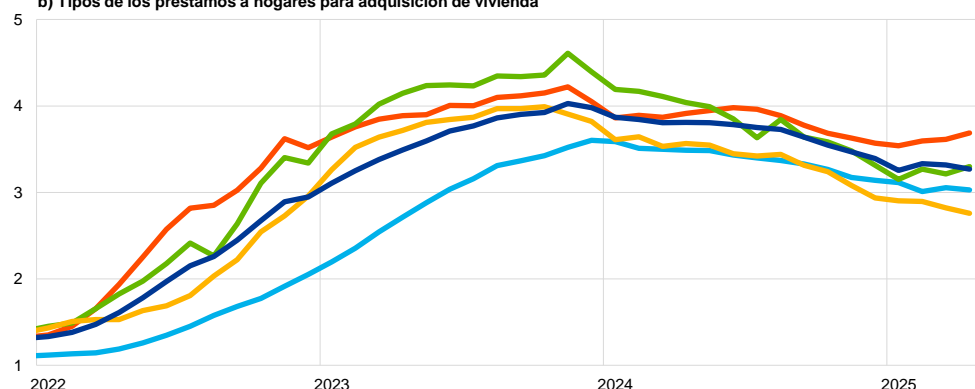
(porcentajes anuales)

■ 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 abril de 2025.

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

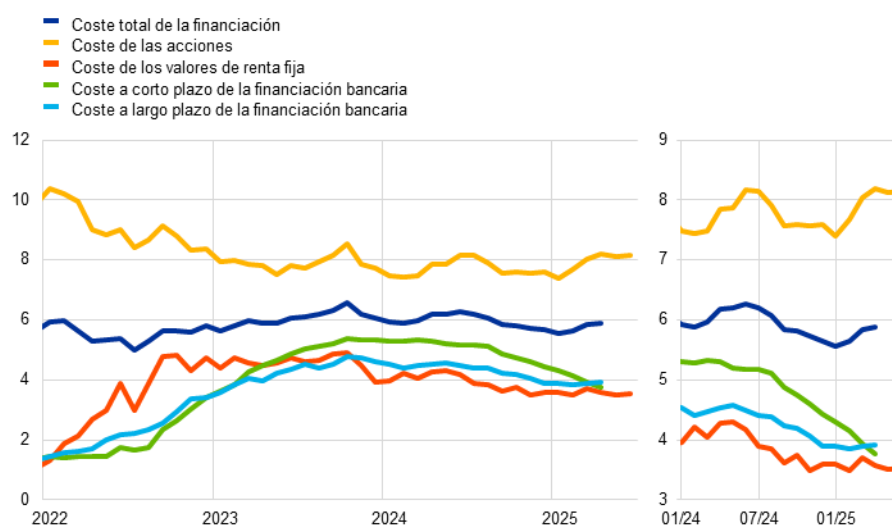
¹² A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta abril de 2025.

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

Gráfico 21

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

(porcentajes anuales)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 4 de junio de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a abril de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares continuó

aumentando gradualmente en abril, reflejo de la dinámica más débil a corto

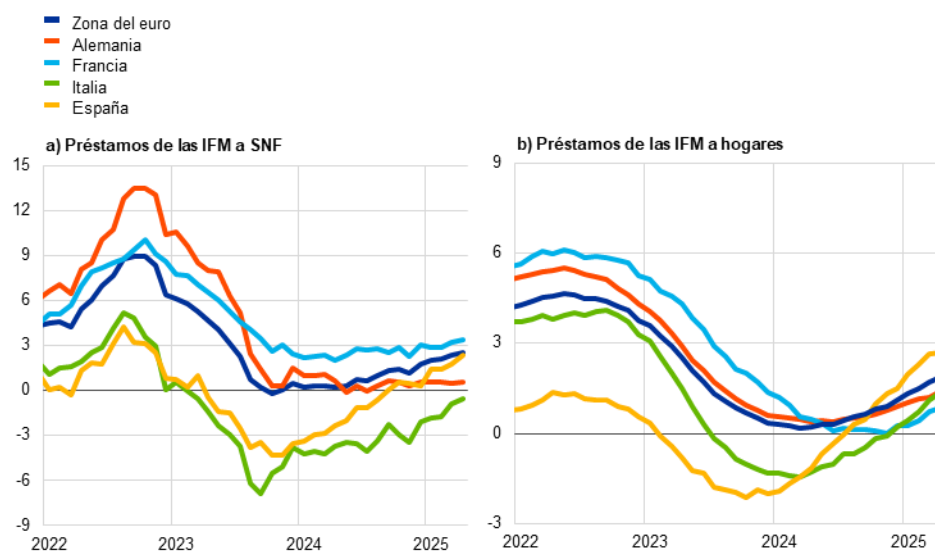
plazo. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se elevó hasta el 2,6 % en abril de 2025, desde el 2,4 % de marzo, pero permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,3 % desde enero de 1999 (panel a del gráfico 22). En cambio, la tasa de avance interanual de los valores de renta fija privada disminuyó hasta el 2,1 % en abril, desde el 3 % de marzo, lo que contribuyó al ligero debilitamiento del crecimiento de la financiación total mediante deuda de las empresas. Entretanto, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares siguió incrementándose gradualmente hasta situarse en el 1,9 % en abril, frente al 1,7 % registrado en marzo. Sin embargo, esta tasa ha perdido su impulso y se mantiene muy por debajo de su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 22). Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal determinante de esta tendencia al alza, al tiempo que el crédito para consumo también experimentó un ascenso moderado, con una tasa de avance interanual del

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

Gráfico 22

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

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

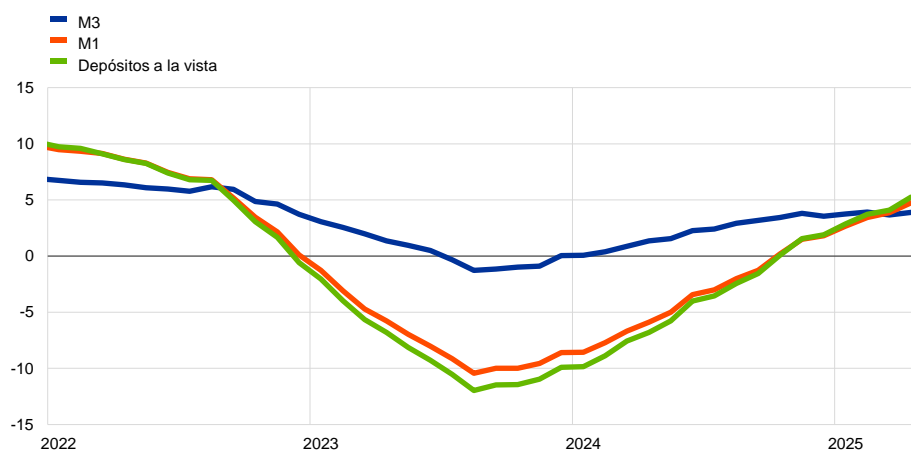
¹³ Las simulaciones realizadas utilizando la distribución actual de los préstamos entre hogares indican que, a pesar de los recientes recortes de tipos de interés, una parte significativa del anterior endurecimiento de la política monetaria sigue pendiente de transmisión. Las estimaciones sugieren que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

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

Gráfico 23

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

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

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

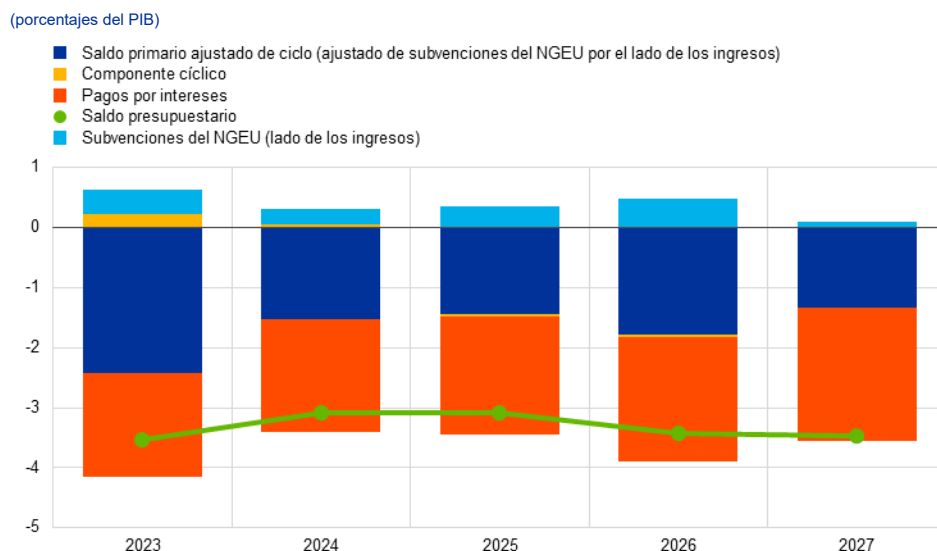
¹⁴ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 5 de junio de 2025.

¹⁵ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «The euro area fiscal stance», *Boletín Económico*, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

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

Gráfico 24

Saldo presupuestario y sus componentes



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

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

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

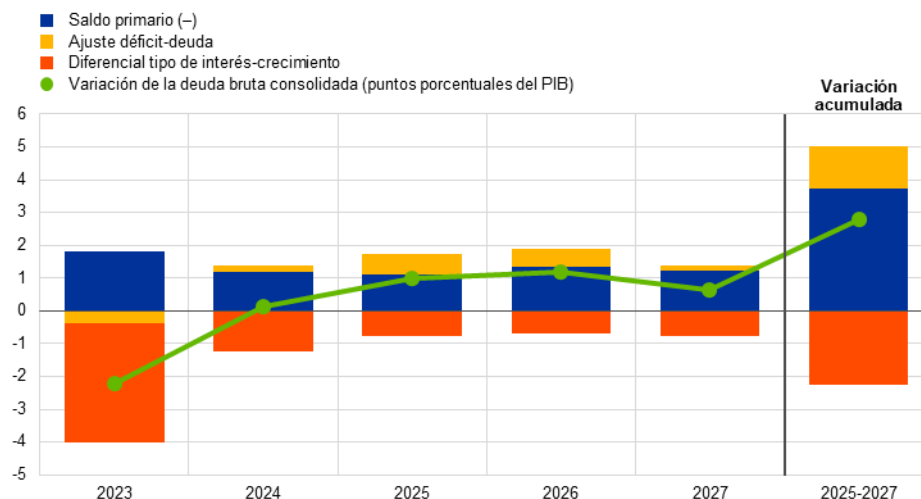
discrecionales se están traduciendo en un endurecimiento sostenido de la política fiscal, aunque a un ritmo más lento. Esta evolución refleja incrementos de las cotizaciones sociales y los impuestos indirectos que, no obstante, se están viendo compensados en gran parte por el crecimiento continuado del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

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

Gráfico 25

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



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

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

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

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

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

Recuadros

1 Las condiciones financieras en Estados Unidos y su vínculo con la actividad económica: el papel de las valoraciones bursátiles

Cajsa Klass y Ana-Simona Manu

Las condiciones financieras son importantes para la actividad económica y la inflación. Los índices de condiciones financieras (FCI, por sus siglas en inglés) ofrecen una medida consolidada de con qué facilidad y a qué coste los hogares, las empresas y los Gobiernos pueden acceder a la financiación, lo que a su vez influye en las decisiones de gasto e inversión del conjunto de la economía. Profesionales y académicos han propuesto varios índices FCI, que difieren en cuanto a su especificación y alcance, pero suelen incluir variables financieras fundamentales como los tipos de interés, los precios de las acciones, los diferenciales de los bonos corporativos y los tipos de cambio¹. Los bancos centrales, por ejemplo, examinan estos índices porque ofrecen información sobre la forma en que las decisiones de política monetaria afectan a los mercados financieros y, por extensión, a la actividad económica y la inflación.

Los precios de las acciones suelen formar parte de los índices FCI por su influencia en el consumo y en la inversión. Los mercados bursátiles influyen de forma importante en la toma de decisiones de los hogares y las empresas. Por ejemplo, el retroceso de las cotizaciones en estos mercados puede debilitar el consumo y la capacidad de endeudamiento de los hogares debido a la reducción de la riqueza, lo que posiblemente se ve acentuado por la disminución de la confianza. Unas valoraciones más bajas de las acciones también pueden repercutir directamente en las pensiones de los trabajadores, al afectar a la seguridad de la jubilación en el futuro y al patrón de gasto. En el caso de las empresas cotizadas, el descenso de los precios de las acciones puede incrementar el coste de la financiación mediante este instrumento, lo que dificulta que puedan invertir y expandirse. En consecuencia, las caídas de las cotizaciones bursátiles en Estados Unidos desde los máximos alcanzados en febrero han provocado el aumento de los índices FCI (es decir, el endurecimiento de las condiciones financieras). Sin embargo, como esos descensos se produjeron desde niveles de posible sobrevaloración, en este recuadro se analiza si el impacto económico de dicho endurecimiento difiere del registrado en períodos en los que los precios de las acciones se ajustan más a lo observado históricamente.

¹ Véanse, entre otras publicaciones, E. P. *et al.*, «[The Estimation of Financial Conditions Indices for the Major OECD Countries](#)», *OECD Economics Department Working Papers*, 1335, OECD Publishing, 2016; Fondo Monetario Internacional, *Informe sobre la Estabilidad Financiera Mundial*, capítulo 3, abril de 2017; Goldman Sachs, «Financial conditions: A unified approach», *Research Note*, 2016, y S. Arrigoni *et al.*, «[The simpler, the better: Measuring financial conditions for monetary policy and financial stability](#)», *Working Paper Series*, n.º 2451, BCE, 2021.

Desde finales de febrero de 2025, las condiciones financieras en Estados Unidos han comenzado a endurecerse debido a la venta masiva de activos de riesgo, en un contexto de menores expectativas de crecimiento en el país y de incertidumbre en torno a los aranceles. Al aproximar el índice FCI de Estados

Unidos por una media ponderada de los tipos de interés a corto y a largo plazo, los diferenciales de crédito corporativo, la ratio precio/beneficio ajustada al ciclo (CAPE, por sus siglas en inglés) del S&P 500 y el tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense —a semejanza de Arrigoni *et al.*— se observa un endurecimiento significativo en abril (panel a del gráfico A)². El optimismo de los mercados sobre las perspectivas de crecimiento en Estados Unidos empezó a desvanecerse como consecuencia de la publicación de una serie de datos desfavorables, entre ellos el deterioro de la confianza de los consumidores. El 2 de abril, el anuncio por parte de la Administración estadounidense de la imposición de aranceles recíprocos a gran escala provocó ventas masivas en los mercados de renta variable y de bonos corporativos estadounidenses, lo que dio lugar a una mayor volatilidad en los mercados financieros y a la ampliación de los diferenciales de crédito. Estos acontecimientos, junto con la creciente preocupación por una recesión en el país y las medidas de represalia anunciadas por China, hicieron que el índice S&P 500 cayera un 12 % en pocos días. Las cotizaciones bursátiles repuntaron tras la suspensión de los aranceles recíprocos el 9 de abril y el acuerdo comercial alcanzado entre China y Estados Unidos el 12 de mayo, si bien, el 30 de mayo, el S&P 500 permanecía un 3,8 % por debajo del máximo histórico de febrero. Así pues, el índice FCI de Estados Unidos aumentó hasta alcanzar cotas que no se observaban desde principios de 2023 y posteriormente volvió a situarse en los niveles previos al 2 de abril³. Un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) con datos diarios, que identifica el factor determinante del alza del FCI estadounidense, confirma que esta se debió en su mayor parte a perturbaciones adversas en las perspectivas macroeconómicas internas de Estados Unidos (panel b del gráfico A)⁴.

Los precios de las acciones en Estados Unidos se mantienen en niveles que habían suscitado inquietud acerca de su sobrevaloración. Las medidas de las valoraciones bursátiles estadounidenses indican que, en general, dichas valoraciones siguen siendo elevadas en comparación con las referencias habituales. La ratio CAPE del S&P 500 se sitúa actualmente en torno a 34, por encima del percentil 75 de su distribución histórica. Esto sugiere que el mercado de renta variable continúa siendo más caro de lo que indican los patrones históricos (panel a del gráfico B), si bien la ratio ha descendido ligeramente con respecto al máximo

² Tanto la elección de las variables como las ponderaciones coinciden con las de S. Arrigoni *et al.*, *op. cit.*, que basaron su elección en los índices FCI desarrollados por Goldman Sachs, en los que las ponderaciones se calculan en función de los efectos de las variables financieras sobre el crecimiento del PIB real en un horizonte de un año. Una diferencia es que, en este análisis, el FCI incorpora la ratio CAPE del S&P 500, en lugar de la ratio precio/beneficio tradicional empleada en el estudio original, pero la ponderación del índice bursátil en el FCI es la misma (25 %). La elevada ponderación asignada a los precios de las acciones en este FCI podría afectar a los resultados.

³ Es importante señalar que este índice incluye solo un conjunto limitado de variables, y que otros índices pueden ponderar las acciones de manera distinta, lo que podría dar lugar a interpretaciones algo diferentes.

⁴ El modelo BVAR se basa en L. Chițu, M. Grothe, T. Schulze e I. Van Robays, «Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraints channel», *Working Paper Series*, n.º 2860, BCE, 2023.

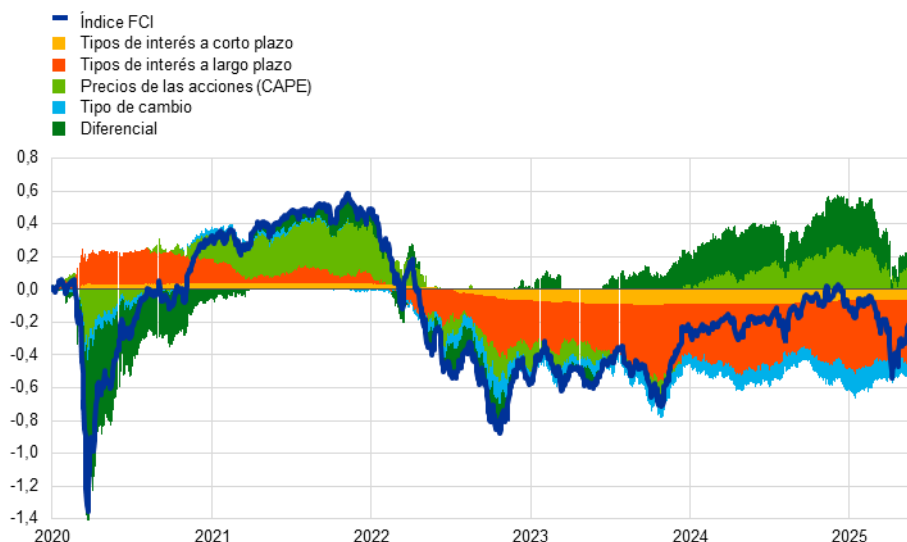
histórico de 36. Durante los períodos de valoraciones excesivas, la contribución de las variaciones de los precios de las acciones a la evolución general del índice FCI de Estados Unidos tiende a ser significativa, lo que refleja el peso de los valores de renta variable en este índice concreto, así como su notable rentabilidad cuando las cotizaciones entran en el rango de la sobrevaloración (panel b del gráfico B). Por ejemplo, cuando la ratio CAPE se eleva por encima de su percentil 75, el componente de precios de las acciones representa alrededor del 40 % de la variación del FCI, lo que duplica con creces su contribución en comparación con una situación en la que se sitúa por debajo del percentil 75.

Gráfico A

Componentes del índice de condiciones financieras (FCI) de Estados Unidos

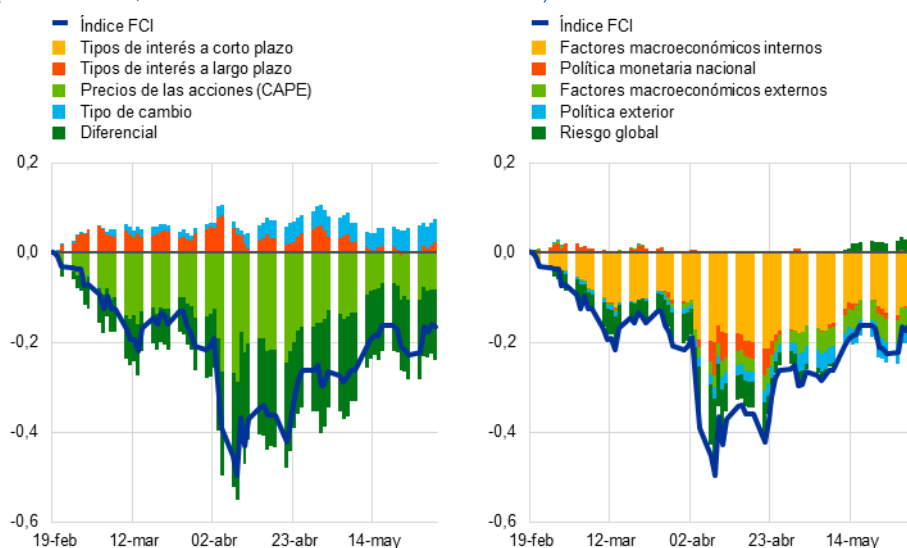
a) Componentes del índice FCI de Estados Unidos

(Índice normalizado, variaciones acumuladas desde el 2 de enero de 2020)



b) Componentes del índice FCI de Estados Unidos y determinantes estructurales desde el máximo de febrero del S&P 500

(Índice normalizado, variaciones acumuladas desde el 19 de febrero de 2025)

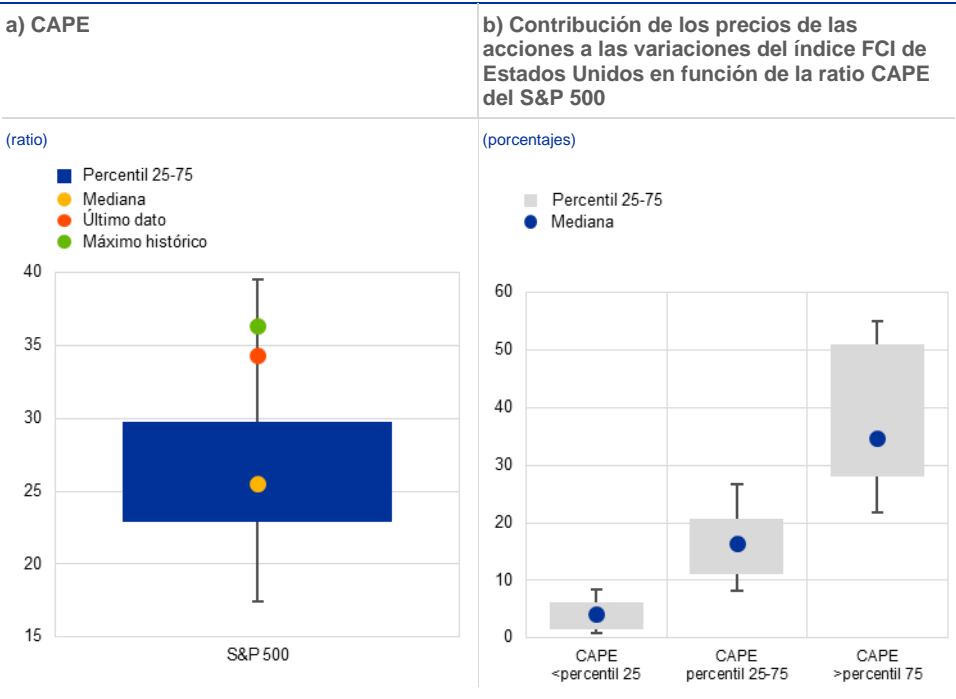


Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El FCI se calcula como una media ponderada de cinco variables financieras, es decir, los rendimientos de la deuda pública a diez años, los tipos de interés a corto plazo, la ratio precio/beneficio ajustada al ciclo (CAPE), el tipo de cambio efectivo nominal y los diferenciales de los bonos corporativos. Los gráficos muestran las variaciones registradas desde enero de 2020 (panel a) y desde el 19 de febrero de 2025 (panel b), y la última observación corresponde al 22 de abril de 2025 (datos diarios). La descomposición estructural se obtiene a partir de un modelo BVAR estructural con datos diarios para Estados Unidos utilizando los tipos de interés a corto plazo, los rendimientos de la deuda pública a diez años, el TCEN del dólar estadounidense, la ratio CAPE y los diferenciales de los bonos corporativos. Se emplea una combinación de restricciones de signo, de magnitud relativa y de narrativa basada en una versión ampliada del conjunto de herramientas BEAR; véase A. Dieppe, B. van Roye y R. Legrand, «BEAR toolbox», *Working Paper Series*, n.º 1934, BCE, Frankfurt am Main, julio de 2016.

Gráfico B

Contribución de los precios de las acciones al índice FCI de Estados Unidos en función de los niveles de valoración de estos instrumentos



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: La muestra abarca el período transcurrido desde principios de 1995. «Máximo histórico» se refiere al nivel máximo del S&P 500 del 19 de febrero de 2025. La última observación corresponde al 6 de mayo de 2025 (datos diarios). Panel b: Porcentaje de variaciones de los precios de las acciones en relación con las variaciones totales absolutas del índice FCI desde 1995.

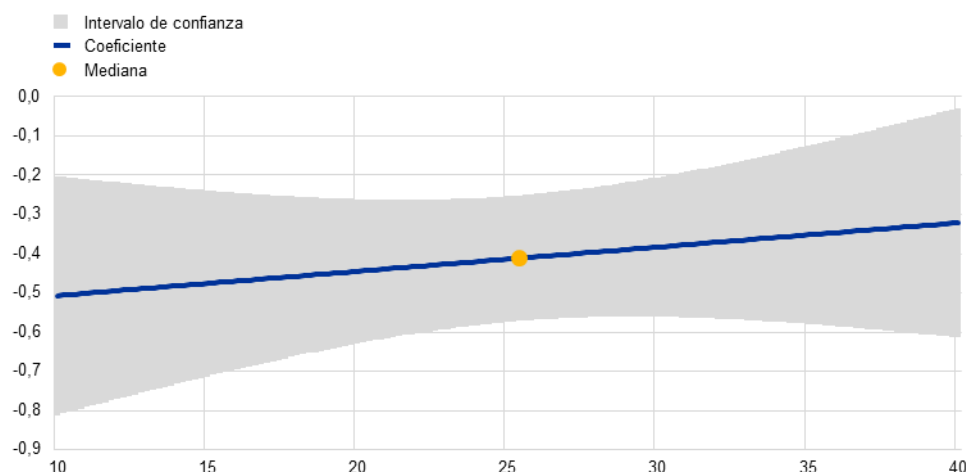
El análisis empírico sugiere que la influencia de las condiciones financieras en la actividad económica disminuye cuando los mercados de renta variable presentan valoraciones muy elevadas. Para analizar si el impacto de las condiciones financieras depende de la situación del mercado bursátil estadounidense, se aplica un procedimiento en dos fases. En primer lugar, se pone el foco en la parte del índice FCI de Estados Unidos determinada por perturbaciones macroeconómicas internas, según la estimación del modelo BVAR. Ello se debe a que estas perturbaciones reflejan los cambios en la percepción de los mercados sobre las perspectivas macroeconómicas del país americano, que fueron el principal factor determinante del reciente aumento de ese índice (panel b del gráfico A). Además, centrarse en este aspecto también ayuda a eliminar las variaciones del FCI que puedan tener una relación menos directa con el crecimiento económico del país, como los cambios en la percepción del riesgo global. En segundo lugar, para determinar si el efecto económico depende de la situación del mercado de renta variable, se estima el impacto de las variaciones del FCI provocadas por perturbaciones macroeconómicas en Estados Unidos sobre la actividad económica futura en este país utilizando métodos de proyecciones locales que permiten efectos no lineales de interacción a partir de la ratio CAPE del S&P 500. Los resultados obtenidos sugieren que el efecto adverso del alza del FCI en la actividad estadounidense es considerablemente menor cuando los mercados de renta variable se sitúan por encima del percentil 75, si bien estas estimaciones están sujetas a una incertidumbre significativa (gráfico C). Aunque en este análisis no se

profundiza en las razones específicas que explican la mayor debilidad de la señal observada en períodos de valoraciones bursátiles elevadas, puede haber varios factores que contribuyan a ello⁵. En esos períodos, las variaciones de los precios de las acciones tienden a afectar de manera desproporcionada a los hogares con rentas altas, que invierten en mayor medida en estos valores y que, en general, tienen una menor propensión marginal al consumo. Además, si los movimientos agregados de las cotizaciones están dominados por un número reducido de empresas que no son representativas de la economía en general, como las «Siete Magníficas» (las siete empresas tecnológicas principales de Estados Unidos), la señal podría debilitarse aún más.

Gráfico C

Impacto del aumento del índice FCI provocado por perturbaciones macroeconómicas en Estados Unidos sobre el PIB estadounidense al cabo de un año en función del nivel de valoración de la renta variable

(eje de abscisas: ratio CAPE, eje de ordenadas: porcentajes)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la respuesta del PIB de Estados Unidos a una perturbación de una desviación típica del índice FCI estadounidense provocada por perturbaciones macroeconómicas internas sobre el crecimiento del PIB estimada mediante proyecciones locales. Se hace interactuar la variación de dicho índice por efecto de las perturbaciones macroeconómicas con la ratio CAPE, con un desfase de un mes y se muestra el impacto al cabo de 12 meses. La muestra se basa en datos mensuales del período comprendido entre 1995 y febrero de 2025.

En conclusión, los cambios en las condiciones financieras no deben valorarse de forma mecánica, en particular porque los precios inflados de las acciones pueden distorsionar dichas condiciones y podrían debilitar su señal de crecimiento económico. Aunque la indicación general que proporcionan los índices FCI resulta valiosa, los responsables de las políticas y los analistas deben prestar atención al papel de los componentes individuales y al contexto económico general, sobre todo en períodos de valoraciones excesivas.

⁵ Para conocer las limitaciones que presenta el uso de los índices FCI, véase también J. B. Bullard, «What Do Financial Conditions Indexes Tell Us?», *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, marzo de 2023.

Las políticas comerciales de Estados Unidos y la actividad de las empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro

Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris, Martin Schmitz y Tobias Schuler

Las filiales de empresas multinacionales con sede en Estados Unidos contribuyen sustancialmente a la actividad económica de la zona del euro. Por lo tanto, las tensiones comerciales actuales podrían tener implicaciones importantes para sus operaciones. Las multinacionales estadounidenses sirven al mercado de la zona del euro, o bien exportando bienes y servicios directamente a clientes de la zona, o bien a través de filiales radicadas en ella¹. Estas filiales pueden operar con Estados Unidos y con terceros mercados, por lo que las tensiones comerciales actuales podrían afectar a las multinacionales estadounidenses en la zona del euro debido a la subida de los aranceles y a las disrupciones en los intercambios intraempresa, así como a los consiguientes cambios en las estrategias de planificación fiscal. Las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses representan más del 5 % del valor añadido, del excedente bruto de explotación y de las compras de bienes y servicios de la zona del euro, así como el 2 % de las personas ocupadas, con porcentajes notablemente más elevados en Irlanda (gráfico A)².

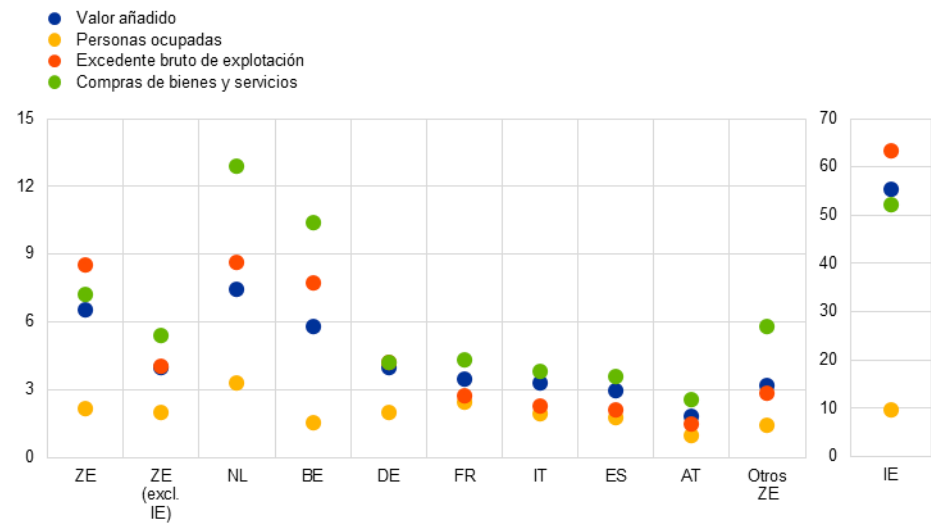
¹ Una empresa multinacional (o «multinacional») está compuesta por una entidad matriz y sus filiales en el extranjero. Estas últimas son empresas residentes en un país que están bajo el control o son propiedad de multinacionales residentes en otro país.

² Para más información sobre el impacto de las multinacionales estadounidenses en Irlanda, véase Irish Economic Analysis Division, «[Goeconomic risks to the outlook: The possible impact of escalating trade tensions, alternative tariff and tax regimes on the Irish economy](#)», *Quarterly Bulletin*, Issue 4, Central Bank of Ireland, diciembre de 2024.

Gráfico A

Actividad de las empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro

(proporción de filiales bajo control estadounidense con respecto al total del país; 2022)



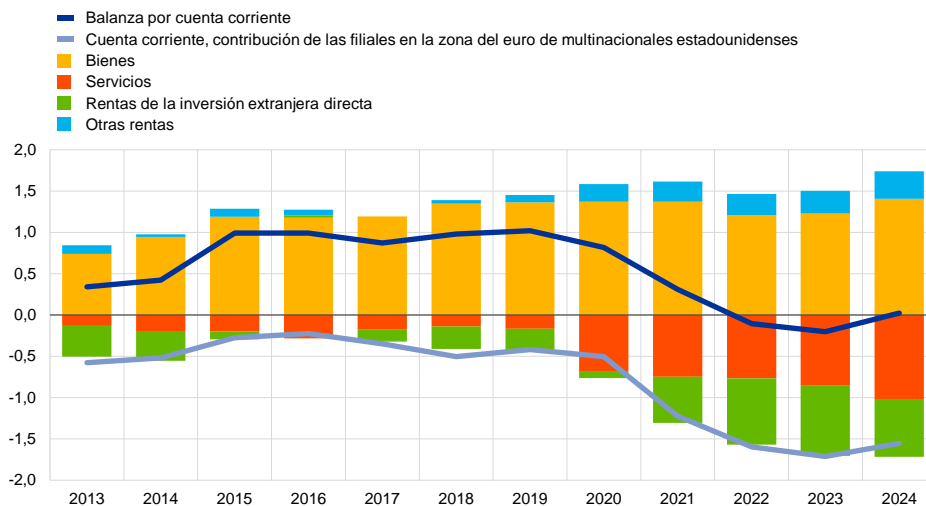
Fuentes: Estadísticas de filiales extranjeras (FATS, por sus siglas en inglés) de Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: «ZE» corresponde a la zona del euro. «Otros ZE» incluye todos los países de la zona del euro con menos del 2 % del valor añadido bruto total de la zona. No se incluyen datos de Chipre y Portugal, ya que no están disponibles para todas las variables indicadas.

La dinámica de la cuenta corriente bilateral de la zona del euro frente a Estados Unidos también refleja la actividad de las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses. La balanza por cuenta corriente de la zona del euro frente a Estados Unidos estaba prácticamente equilibrada en 2024, ya que el creciente superávit de la balanza de bienes se vio compensado casi en su totalidad por los déficits de la balanza de servicios y de las rentas de la inversión extranjera directa, y las multinacionales estadounidenses contribuyeron de forma significativa a estos componentes (gráfico B). Las estimaciones del BCE sugieren que casi el 30 % del superávit de la balanza de bienes de la zona del euro frente a Estados Unidos en 2024 estuvo asociado al comercio de las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses, mientras que estas empresas representaron en torno al 90 % del déficit de la balanza de servicios de la zona del euro.

Gráfico B

Balanza por cuenta corriente de la zona del euro frente a Estados Unidos

(flujos anuales en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las contribuciones de las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses se estiman combinando los datos sobre el comercio bilateral de bienes y servicios y los flujos de rentas de la inversión extranjera directa procedentes de las estadísticas de balanza de pagos del BCE con información sobre los intercambios comerciales por tipo de propiedad (interna y control extranjero) procedente de las bases de datos de Eurostat sobre el comercio de bienes y servicios por características de las empresas (TEC/STEC) e información sobre la proporción de la cifra de negocios y las compras de bienes y servicios de las filiales bajo control estadounidense obtenida de FATS de Eurostat.

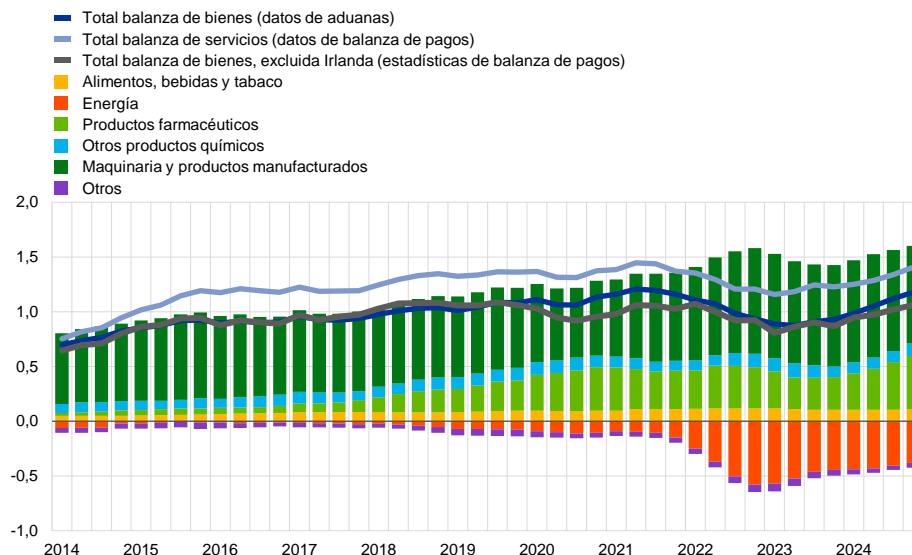
Las multinacionales estadounidenses contribuyen al intercambio de bienes de la zona del euro con Estados Unidos a través de un voluminoso comercio intragrupo, exportaciones de productos farmacéuticos y la fabricación subcontratada.

El aumento del superávit de la balanza de bienes frente a Estados Unidos se debe principalmente al acusado incremento de las exportaciones de productos farmacéuticos (gráfico C), que se atribuye en su mayor parte a los flujos comerciales de filiales irlandesas de multinacionales con sede en Estados Unidos. Además, las multinacionales estadounidenses residentes en la zona del euro contratan a empresas de fuera de la zona la fabricación de bienes que se venden en terceros países (incluido Estados Unidos) y no entran nunca en la zona del euro. Estas exportaciones se registran en las estadísticas de balanza de pagos, lo que eleva el superávit de la balanza de bienes.

Gráfico C

Balanza de bienes de la zona del euro frente a Estados Unidos

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



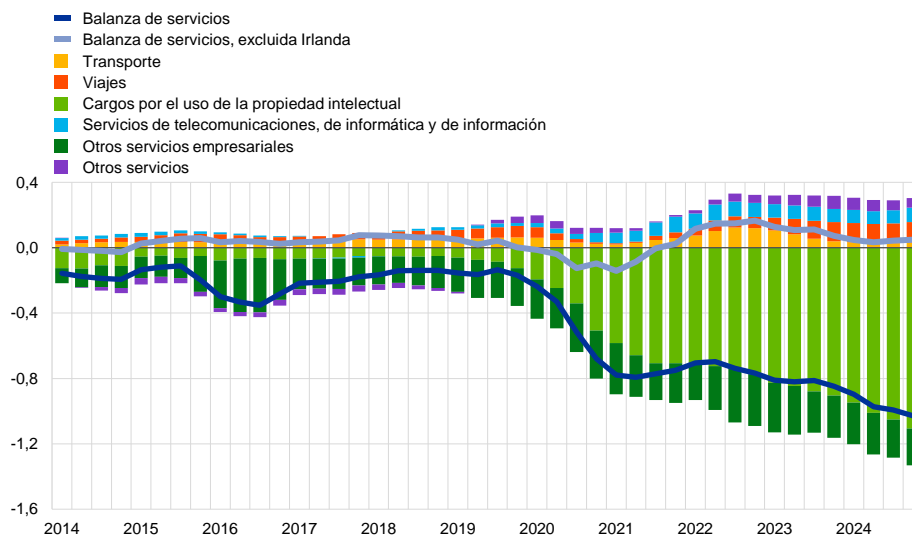
Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024. La descomposición de la balanza de bienes por categorías de productos sigue la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional, Revisión 3, de las estadísticas de comercio de bienes.

Gráfico D

Balanza de servicios de la zona del euro frente a Estados Unidos

(sumas móviles de cuatro trimestres en porcentaje del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2024.

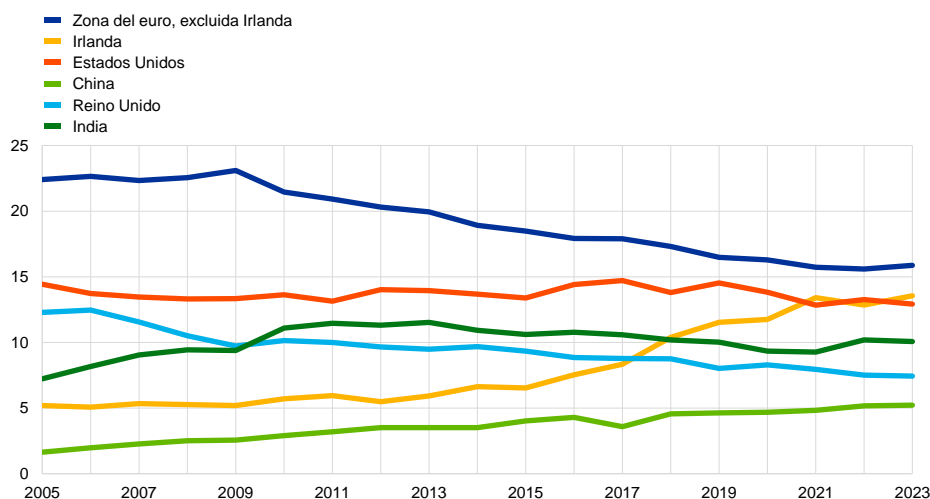
La producción vinculada a empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro está estrechamente relacionada con las correspondientes importaciones de servicios, que son reflejo de sus cadenas de suministro y de sus estrategias de optimización fiscal. Las multinacionales estadounidenses utilizan productos de propiedad intelectual (PPI) importados como insumos básicos

en sus actividades de producción en la zona del euro. Desde 2020, la zona del euro ha registrado valores cada vez más altos de los servicios importados de Estados Unidos, que se deben a los cargos por el uso de PPI vinculados a filiales de multinacionales estadounidenses ubicadas en la zona del euro, principalmente en Irlanda (gráfico D)³. Además de para su empleo en la producción de bienes de alto valor añadido (por ejemplo, medicamentos), estas importaciones de PPI también se utilizan para producir servicios de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC). Esto significa que la presencia de multinacionales estadounidenses en la zona del euro también aumenta las exportaciones de servicios de la zona del euro, impulsando las cuotas de mercado de las exportaciones de la zona, en particular de servicios de TIC, a través de Irlanda, que representa una cuota de mercado comparable a la de Estados Unidos, del 14 % aproximadamente (gráfico E). Esta configuración particular de las cadenas de suministro, que incluye importaciones de servicios relacionados con PPI, permite a las multinacionales estadounidenses obtener beneficios sustanciales en la zona del euro y beneficiarse de una fiscalidad de las empresas más favorable, lo que tiene su reflejo en el abultado déficit de las rentas de la inversión extranjera directa de la zona del euro frente a Estados Unidos (gráfico B)⁴.

Gráfico E

Cuotas de mercado de las exportaciones de servicios de tecnologías de la información y las comunicaciones

(porcentajes)



Fuentes: Base de datos de la OCDE y la OMC sobre el comercio de servicios (BaTIS, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.
Notas: Las cifras correspondientes a los países de la zona del euro solo tienen en cuenta las exportaciones a países no pertenecientes a la zona. Las últimas observaciones corresponden a 2023.

³ Los cargos por el uso de PPI incluyen cánones pagados por patentes, marcas comerciales, derechos de autor (*copyrights*), algoritmos, etc.

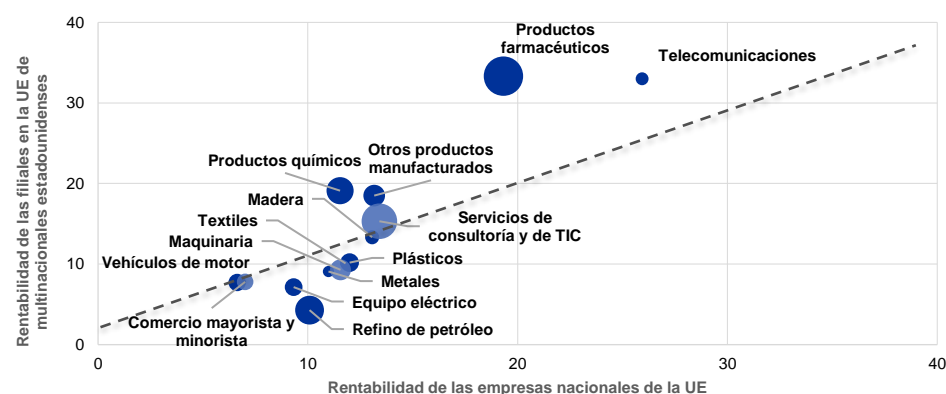
⁴ Las recientes reformas regulatorias y del impuesto sobre sociedades en Estados Unidos e Irlanda llevaron a las multinacionales estadounidenses a trasladar la propiedad de los PPI desde centros financieros extraterritoriales a Estados Unidos, aumentando los pagos por servicios y los flujos de rentas entre la zona del euro y el país americano, que anteriormente se canalizaban a través de centros financieros extraterritoriales y no se contabilizaban en la cuenta corriente entre la zona del euro y Estados Unidos. Para más detalles, véase L. Boller *et al.*, «[The End of the Double Irish: Implications for US Multinationals and Global Tax Competition](#)», *Budget Model*, Penn Wharton University of Pennsylvania, octubre de 2024.

El aumento de las barreras arancelarias podría afectar al producto y a los beneficios de las multinacionales estadounidenses en la zona del euro, incluido el sector farmacéutico, dependiendo de si estas empresas ajustan los precios o desplazan la producción. Dado que las exportaciones de productos farmacéuticos de la zona del euro a Estados Unidos están estrechamente vinculadas a la cadena de suministro y a las estrategias de optimización fiscal de las multinacionales estadounidenses, estos flujos comerciales son vulnerables a los riesgos de relocalización. Aunque la elevada rentabilidad de sus filiales (gráfico F) puede permitir a las multinacionales estadounidenses absorber parcialmente los aranceles adicionales de Estados Unidos, estos podrían restar atractivo a su modelo de negocio, especialmente si van acompañados de cambios en los regímenes tributario y regulatorio de ese país que incentiven la relocalización de la producción en Estados Unidos⁵. Las políticas comerciales de Estados Unidos también podrían afectar indirectamente a las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses si estas están sujetas a medidas de represalia de la UE.

Gráfico F

Rentabilidad sectorial de las filiales en la UE de multinacionales estadounidenses

(ratio del excedente bruto de explotación sobre la cifra de negocios neta)



Fuentes: FATS de Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la información disponible para los años 2021-2022. La rentabilidad se calcula como la ratio entre el excedente bruto de explotación y la cifra de negocios neta. Un punto de datos por encima (por debajo) de la línea de 45 grados indica que, para ese sector concreto, la rentabilidad de las filiales de multinacionales estadounidenses es mayor (menor) que la de las empresas nacionales de la UE. El tamaño de la burbuja muestra la relevancia, en términos de cifra de negocios, de las filiales de multinacionales estadounidenses en cada sector (calculada como la proporción de la cifra de negocios neta de las filiales de multinacionales estadounidenses comparada con la de las empresas con sede en la UE).

Una relocalización de las operaciones de las multinacionales estadounidenses fuera de la zona del euro podría provocar un descenso del PIB de la zona debido a la reducción de la producción y las exportaciones, aunque es probable que la renta nacional bruta (RNB) y el empleo se vieran afectados en menor grado. En los casos en que los PPI siguen siendo propiedad de la multinacional matriz estadounidense, el traslado de las operaciones de las multinacionales estadounidenses fuera de la zona del euro reduciría el PIB de la zona principalmente a través de la pérdida de exportaciones, que solo se compensa

⁵ Las operaciones de las multinacionales farmacéuticas estadounidenses en la zona del euro también podrían verse afectadas por D. J. Trump, «Executive Order 14297—Delivering Most-Favored-Nation Prescription Drug Pricing to American Patients», en G. Peters y J. T. Woolley (eds.), *The American Presidency Project*, University of California, Santa Bárbara, mayo de 2025, que da instrucciones a las agencias estadounidenses para que alineen los precios de los medicamentos de Medicare con los precios más bajos pagados por países desarrollados comparables.

en parte con menores importaciones de servicios de PPI. Sin embargo, el empleo y, en particular, la RNB, se verían afectados en menor grado, ya que la producción de dichas multinacionales es intensiva en capital y depende en gran medida de los PPI importados, que generan grandes pagos en forma de beneficios repatriados a Estados Unidos (gráfico B). En los casos en los que las filiales en la zona del euro de multinacionales estadounidenses sean propietarias de PPI que sustentan la producción y las exportaciones, su relocalización en Estados Unidos también afectaría negativamente al PIB de la zona del euro como consecuencia de un efecto mecánico de depreciación⁶. A más largo plazo, la productividad puede sufrir si la economía dentro de la UE deja de beneficiarse de los efectos positivos derivados del comercio con las multinacionales estadounidenses⁷.

⁶ El efecto inmediato de las importaciones de PPI sobre el PIB tiende a compensarse en gran medida con la inversión correspondiente (ya que la adquisición de PPI se incluye en la contabilidad nacional). Sin embargo, en años posteriores, la depreciación del *stock* de capital adquirido (consumo de capital fijo) se añade a la inversión y, por tanto, aumenta mecánicamente el PIB. Para más detalles, véase M. Andersson *et al.*, «[Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area activity](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 350, BCE, 2024.

⁷ Véase M. Di Ubaldo, M. Lawless e I. Siedschlag, «[Productivity spillovers from multinational activity to local firms in Ireland](#)», *OECD Productivity Working Papers*, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 30 de noviembre de 2018.

3 Perspectivas de inversión empresarial en la zona del euro: resultados de una encuesta del BCE a grandes empresas

Malin Andersson, Valerie Jarvis, Gwenaél Le Breton y Richard Morris

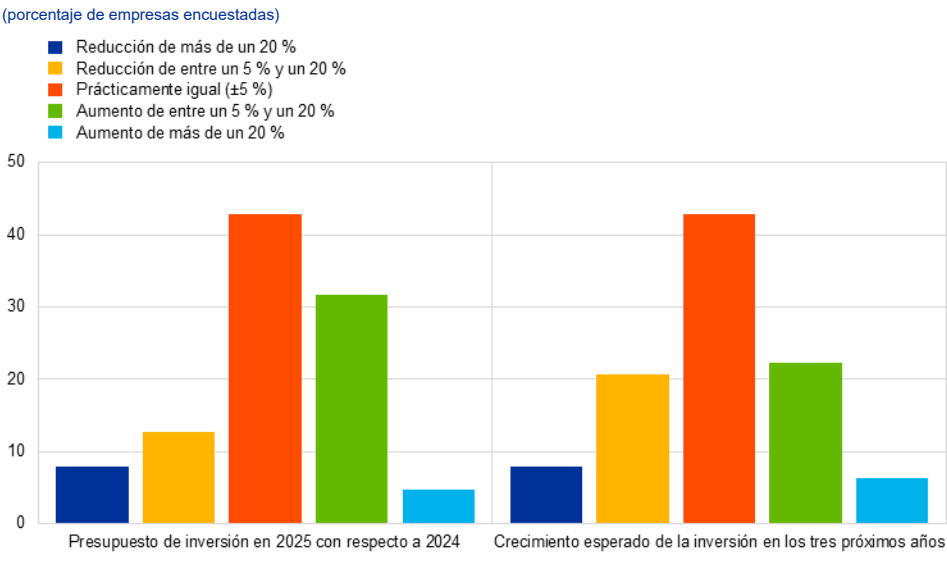
En este recuadro se resumen los resultados de una encuesta reciente del BCE a grandes sociedades no financieras sobre las perspectivas de inversión empresarial¹. En la encuesta, que se llevó a cabo entre el 7 de abril y el 14 de mayo, se preguntó a las empresas acerca de sus decisiones de inversión recientes y esperadas en la zona del euro y a escala global, así como sobre los factores que las impulsan o las limitan. Se recibieron respuestas de 64 empresas con unas ventas totales globales equivalentes a casi el 4 % del PIB de la zona del euro. De ellas, 39 operan principalmente en la industria, mientras que las otras 25 desarrollan la mayor parte de su actividad en los servicios.

Las empresas encuestadas señalaron unas perspectivas de inversión más débiles en la zona del euro en los años posteriores a 2025 (gráfico A). A la pregunta acerca de cómo habían evolucionado su presupuesto de inversión en 2025 con respecto a 2024, el número de empresas que indicó que este había aumentado fue significativamente mayor que las que manifestaron que se habían reducido. No obstante, para los tres años siguientes, el 40 % de las empresas esperaba que la inversión se mantuviera, en general, estable, y el número de empresas que preveía un incremento o una disminución de su inversión fue casi el mismo. La debilidad de las perspectivas refleja sobre todo las respuestas de las empresas industriales, de las que un tercio anticipaba reducir sus inversiones en la zona en los tres años siguientes, mientras que solo una cuarta parte esperaba aumentarlas.

¹ La encuesta se envió a empresas con las que el BCE mantiene contactos periódicos con el fin de recopilar inteligencia de negocio (*business intelligence*), como se explica en el artículo titulado «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

Gráfico A

Inversión en la zona del euro: situación actual y evolución en los tres años siguientes



Fuente: BCE.

Nota: El gráfico muestra las respuestas a las preguntas: «¿Cómo ha evolucionado su presupuesto de inversión total en la zona del euro en 2025 en comparación con 2024?» y «¿Cómo espera que evolucione su inversión en la zona del euro en los tres próximos años?».

Las débiles perspectivas de inversión en la zona del euro contrastan con las expectativas de aumento de la inversión en otras áreas geográficas

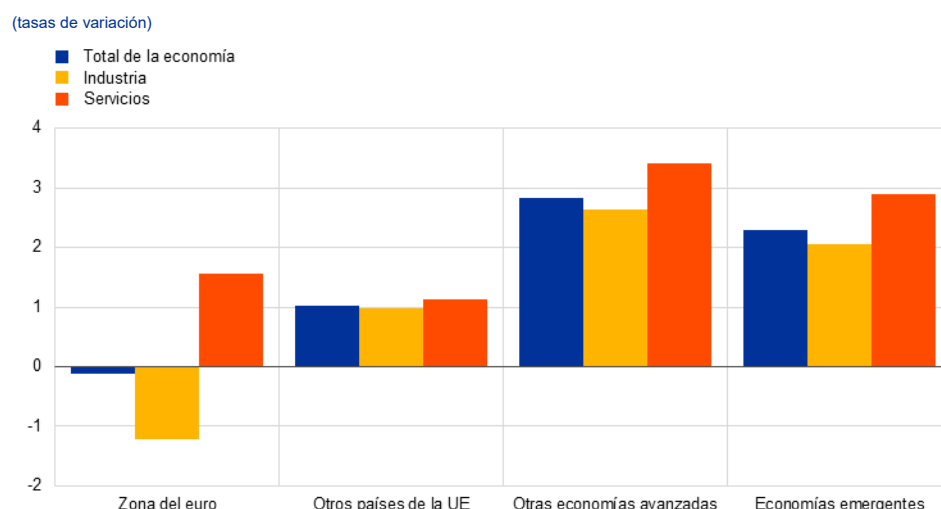
(gráfico B). Casi dos tercios de la inversión actual de las empresas encuestadas se ha realizado en la zona del euro, alrededor del 5 % en otras economías de la UE y aproximadamente una sexta parte en otras economías avanzadas y otra sexta parte en mercados emergentes². En términos netos, las respuestas señalan expectativas de que la inversión empresarial en la zona del euro se mantenga prácticamente estancada en los tres años siguientes, pero que se incremente fuera de la zona, en especial en las economías avanzadas no pertenecientes a la UE y en las emergentes. Las débiles perspectivas de inversión en la zona del euro en comparación con otras economías avanzadas y emergentes reflejan las expectativas de las empresas industriales de que la inversión se reduzca en la zona, pero que crezca en el exterior. En cambio, las empresas del sector servicios esperan que aumente tanto dentro como fuera de la zona del euro, y a tasas más similares. La demanda es el principal factor que influye en la orientación geográfica de la inversión, por delante de unas mayores oportunidades de crecimiento y del deseo de entrar en nuevos mercados. Otros factores mencionados con frecuencia están relacionados con el deseo de diversificar y reforzar la resiliencia de las cadenas de suministro, la proximidad a los clientes (producción «local para los

² Las empresas industriales encuestadas son, en promedio, más globales, y solo realizan la mitad de sus inversiones en la zona del euro y alrededor de una quinta parte en economías avanzadas no pertenecientes a la UE y otra quinta parte en mercados emergentes. En promedio, las actividades de las empresas de servicios están más concentradas, con tres cuartas partes de su inversión en la zona del euro y alrededor de una décima parte en economías avanzadas no pertenecientes a la UE y otra décima parte en economías emergentes.

locales»), los diferentes aranceles, una regulación más favorable y la estabilidad económica y política³.

Gráfico B

Inversión por región: evolución en los tres años siguientes



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a la pregunta: «¿Cómo espera que evolucione su inversión en las siguientes áreas geográficas en los tres años siguientes?». La inversión esperada se obtiene sumando los porcentajes de empresas que han respondido: «se reducirá más de un 20 %» (redondeado al -20 %), «se reducirá entre un 5 % y un 20 %» (promediado al -12,5 %), «se mantendrá prácticamente igual» (± 5 %) (promediado al 0 %), «aumentará entre un 5 % y un 20 %» (promediado al 12,5 %) y «aumentará más del 20 %» (redondeado al 20 %).

El cambio tecnológico y la situación geopolítica han pasado a ser consideraciones clave para las estrategias de inversión de las empresas (gráfico C).

Entre las respuestas a la pregunta sobre la importancia de cinco desarrollos y acontecimientos recientes destacados que han llevado a las empresas a reconsiderar sus estrategias de inversión a nivel global en los últimos años, el cambio tecnológico ocupó el primer lugar en la muestra completa. Las empresas industriales consideraban que la geopolítica y las políticas comerciales y arancelarias eran algo más importantes que el cambio tecnológico, mientras que las del sector servicios indicaron que estaban menos expuestas a estos factores. La crisis climática también se situó en una posición relativamente destacada, mientras que la pandemia de COVID-19 se consideró algo menos importante (al menos en retrospectiva)⁴.

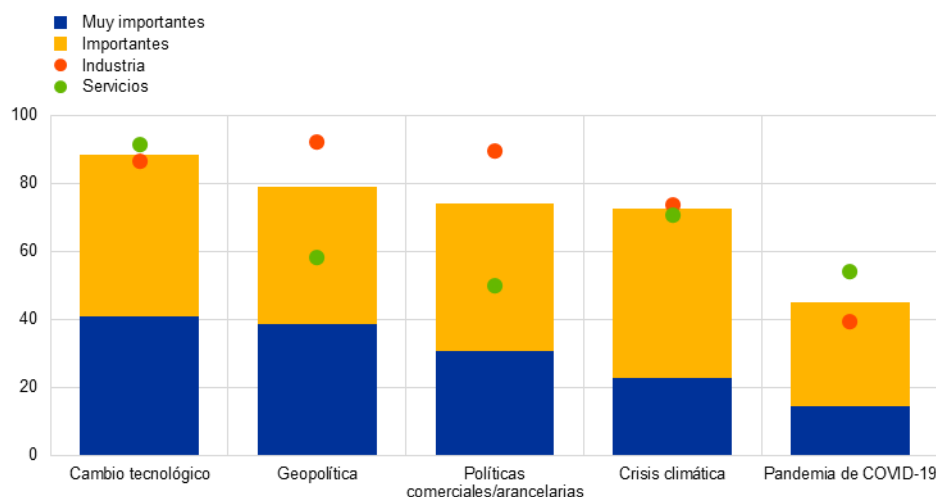
³ Para conocer resultados anteriores de una encuesta similar sobre diversificación, resiliencia de las cadenas de suministro y proximidad a los clientes, véase el recuadro titulado «La producción mundial y los riesgos en las cadenas de suministro: resultados de una encuesta a empresas líderes», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2023.

⁴ No obstante, según los contactos periódicos mantenidos con las empresas en ese período, la pandemia dio lugar a una reorganización considerable de las cadenas de suministro y a una reorientación creciente de las estrategias de gestión de existencias de «just in time» a «just in case».

Gráfico C

Importancia de los principales desarrollos y acontecimientos de la década de 2020 que han llevado a las empresas a reconsiderar sus estrategias de inversión

(porcentajes de empresas encuestadas)



Fuente: BCE.

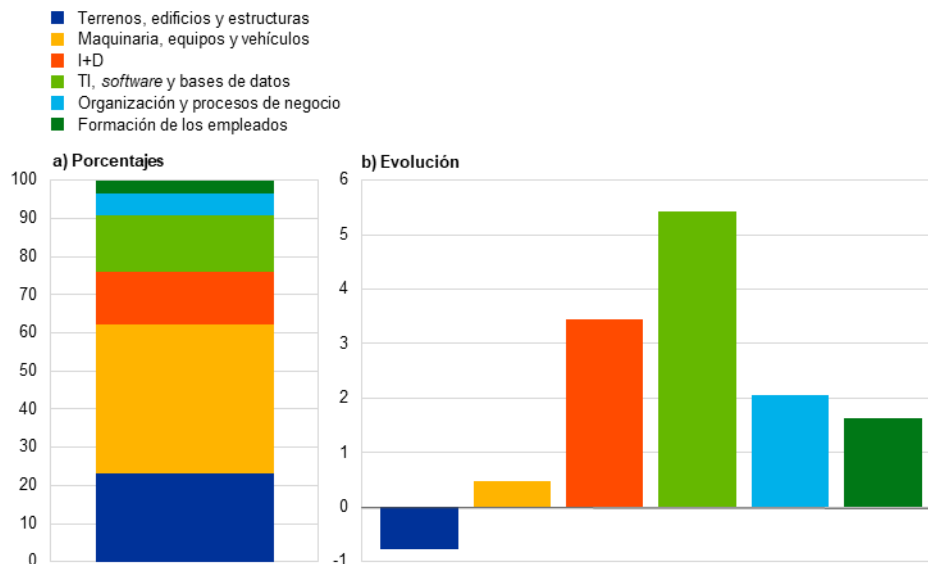
Notas: El gráfico muestra las respuestas a la pregunta: «¿Qué importancia han tenido los siguientes desarrollos y acontecimientos destacados a la hora de reconsiderar su estrategia de inversión global en los últimos años?». Las barras indican los porcentajes de las 64 empresas participantes en la encuesta. Los puntos muestran la suma por sectores de los porcentajes correspondientes a los factores «importantes» y «muy importantes».

Las empresas encuestadas esperan que su inversión en la zona del euro en los tres años siguientes se vea impulsada principalmente por los activos intangibles, en especial por las tecnologías de la información (TI), el *software* y las bases de datos. En promedio, las empresas indicaron que habían destinado alrededor del 60 % de su gasto en inversión en la zona del euro a «activos tangibles» (como maquinaria y equipos), el 30 % a «activos intangibles» (investigación y desarrollo [I+D]) y TI, *software* y bases de datos) —que en las cuentas de las empresas suelen registrarse como gastos de explotación, pero se contabilizan como inversión en las cuentas nacionales— y el 10 % a organización y procesos de negocio y a la formación de los empleados (panel a del gráfico D). Para los tres años siguientes, las empresas preveían que su inversión en activos tangibles prácticamente se estancara, mientras que esperaban aumentar el gasto en I+D y, en particular, en TI, *software* y bases de datos (panel b del gráfico D).

Gráfico D

Inversión por activos: porcentajes en 2025 y evolución en los tres años siguientes

(panel a: porcentajes de la inversión total en 2025; panel b: tasas de variación en los tres años siguientes)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a las preguntas: «¿De su inversión total en la zona del euro, aproximadamente qué porcentaje se destina a cada uno de los siguientes tipos de activo?» y «¿Cómo espera que evolucione su inversión en la zona del euro en cada uno de estos activos en los tres años siguientes?». La evolución en los tres años siguientes se obtiene sumando los porcentajes de empresas que han respondido: «se reducirá más de un 20 %» (redondeado al -20 %), «se reducirá entre un 5 % y un 20 %» (promediado al -12,5 %), «se mantendrá prácticamente igual (±5 %» (promediado al 0 %), «aumentará entre un 5 % y un 20 %» (promediado al 12,5 %) y «aumentará más de un 20 %» (redondeado al 20 %).

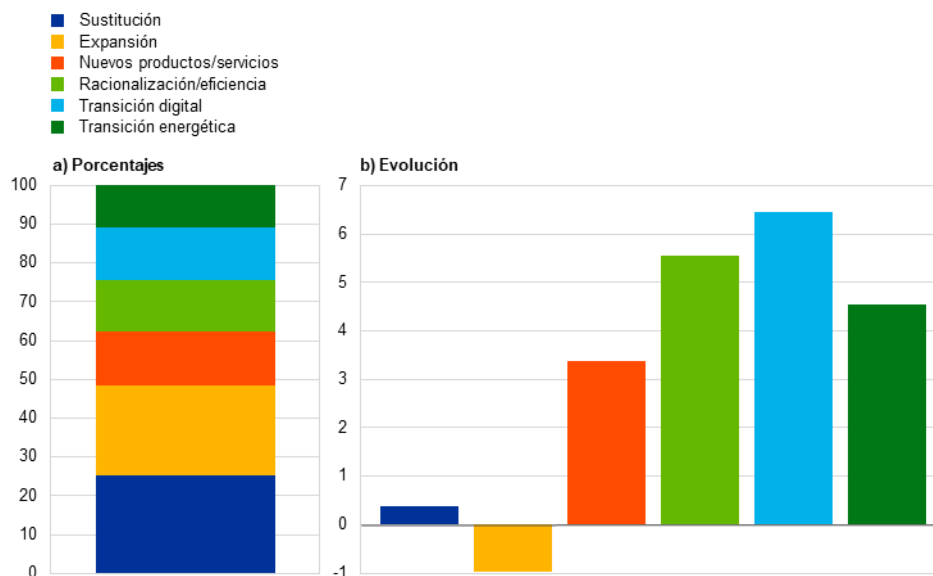
Es probable que el foco en la inversión en activos intangibles refleje la creciente priorización de las transiciones digital y energética, así como la búsqueda de la racionalización y la eficiencia. En promedio, las empresas encuestadas manifestaron que alrededor de la mitad de su inversión está focalizada en la sustitución y la expansión, y el resto, más o menos en la misma medida, se dedica al desarrollo de nuevos productos, a la consecución de los objetivos de racionalización y eficiencia, a la transición digital y a la transición energética (panel a del gráfico E)⁵. Con respecto a los tres años siguientes, las empresas esperaban que la transición digital fuera el motor principal de los planes de inversión actuales, seguida de la racionalización y la eficiencia, la transición energética y el desarrollo de nuevos productos y servicios (panel b del gráfico E).

⁵ Cabe señalar que muchas inversiones tienen más de una finalidad, e identificarlas con las categorías que figuran en la lista puede ser bastante subjetivo.

Gráfico E

Inversión por finalidad: porcentajes en 2025 y evolución en los tres años siguientes

(panel a: porcentajes de la inversión total en 2025; panel b: tasas de variación en los tres años siguientes)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a las preguntas: «¿De su inversión total en la zona del euro, aproximadamente qué porcentaje se dedica a cada una de las siguientes finalidades?» y «¿Cómo espera que evolucione su inversión en la zona del euro para cada una de estas finalidades en los tres años siguientes?». La suma de los porcentajes indicados por las empresas se ha reescalado al 100 % (el total fue superior al 100 %, ya que en algunas respuestas se señalaba que algunas inversiones tienen varias finalidades). La evolución en los tres años siguientes se obtiene sumando los porcentajes de empresas que han respondido: «se reducirá más de un 20 %» (redondeado al -20 %), «se reducirá entre un 5 % y un 20 %» (promediado al -12,5 %), «se mantendrá prácticamente igual (±5 %)» (promediado al 0 %), «aumentará entre un 5 % y un 20 %» (promediado al 12,5 %) y «aumentará más de un 20 %» (redondeado al 20 %).

Las débiles perspectivas de demanda y la baja rentabilidad se sitúan a la cabeza de la lista de limitaciones a la inversión en la zona del euro (gráfico F).

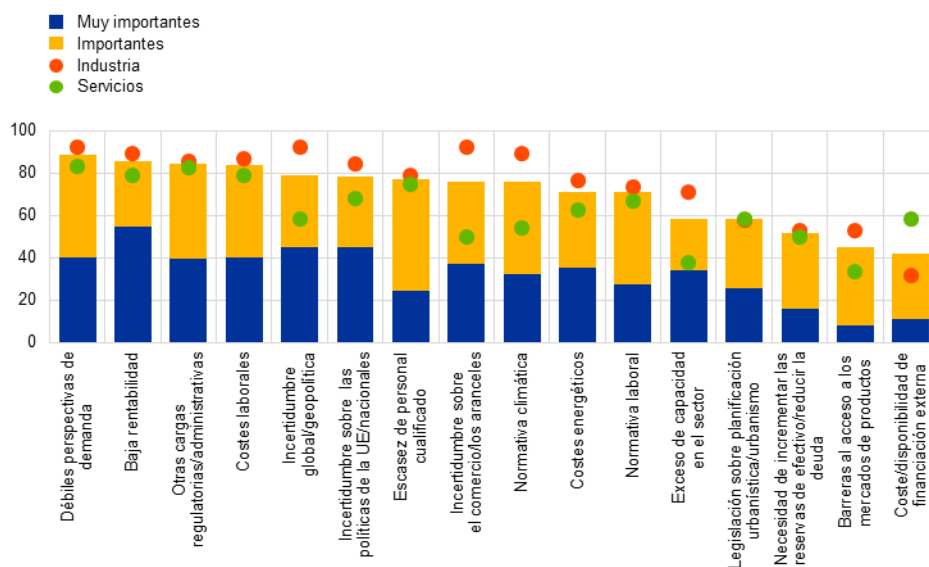
Nueve de cada diez empresas encuestadas señaló que la atonía de la demanda era la limitación más importante (a menudo «muy importante») para la inversión en la zona del euro, seguida de cerca por la baja rentabilidad, otras cargas regulatorias y administrativas, y los costes laborales (mencionados por el 80 %-85 % de la muestra)⁶. Entre las empresas industriales, la incertidumbre geopolítica global, y la incertidumbre sobre el comercio y sobre las políticas de la UE/nacionales se consideraron factores limitativos particularmente relevantes. A la pregunta sobre qué cambios cabía esperar que promuevan un aumento de la inversión en la zona del euro, más de la mitad de las empresas participantes en la encuesta apuntaron a una menor regulación y/o una regulación más estable. Otros factores que también se citaron con frecuencia fueron una política climática más favorable al crecimiento y más predecible, así como un mayor estímulo de la demanda, estabilidad política y económica y menores costes laborales y energéticos. Las empresas otorgaron mucha menos importancia al coste y la disponibilidad de financiación externa, lo que probablemente se deba, en parte, a la mayor disponibilidad de financiación externa para las grandes empresas encuestadas que para las más pequeñas.

⁶ La normativa laboral y la normativa climática figuraban como factores separados en el cuestionario.

Gráfico F

Factores que limitan la inversión en la zona del euro

(porcentaje de empresas encuestadas)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas a la pregunta: «¿Qué importancia tienen los siguientes factores a la hora de limitar su inversión en la zona del euro?». Las barras corresponden a los porcentajes de las 64 empresas participantes en la encuesta. Los puntos muestran la suma por sectores de los porcentajes correspondientes a los factores «importantes» y «muy importantes».

El aumento previsto del gasto en defensa se percibe de manera bastante generalizada como un posible catalizador de la inversión.

La mitad de las empresas industriales y una quinta parte de las de servicios esperaban que el aumento del gasto en defensa respaldara su inversión en los tres años siguientes. En general, estas empresas ya están abasteciendo (directa o indirectamente) al sector de defensa o están explorando o tienen intención de explorar la posibilidad de adaptar la producción actual a las oportunidades de crecimiento relacionadas con los anuncios recientes relativos al gasto en defensa, o esperan beneficiarse indirectamente del impulso que recibirá la actividad económica general. En comparación, solo alrededor de una quinta parte de las empresas de la muestra (predominantemente empresas radicadas en el sur de Europa) percibía que el programa Next Generation EU ha contribuido a la inversión en su sector. Las empresas que tenían esa percepción indicaron que, por lo general, la inversión se estaba focalizando en proyectos relacionados con infraestructuras medioambientales y digitales.

Las presiones inflacionistas derivadas del ajuste de los precios: situación actual

Katalin Bodnár, Andrea Fabbri, Ieva Rubene y Zivile Zekaite

La desinflación de los servicios de la zona del euro ha sido más lenta que la del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) general (gráfico A). Esto puede atribuirse a una combinación de factores: el retraso de los precios de algunos servicios en responder al repunte de la inflación general, las elevadas presiones salariales y la fuerte demanda de servicios (especialmente actividades recreativas)¹. Este recuadro se centra en el primer factor y examina el papel que desempeñan las partidas de servicios de la cesta del IAPC cuyos precios suelen ajustarse con menos frecuencia y que, por lo tanto, pueden seguir impulsando al alza la inflación, mientras que otras partidas ya se encuentran en proceso de desinflación.

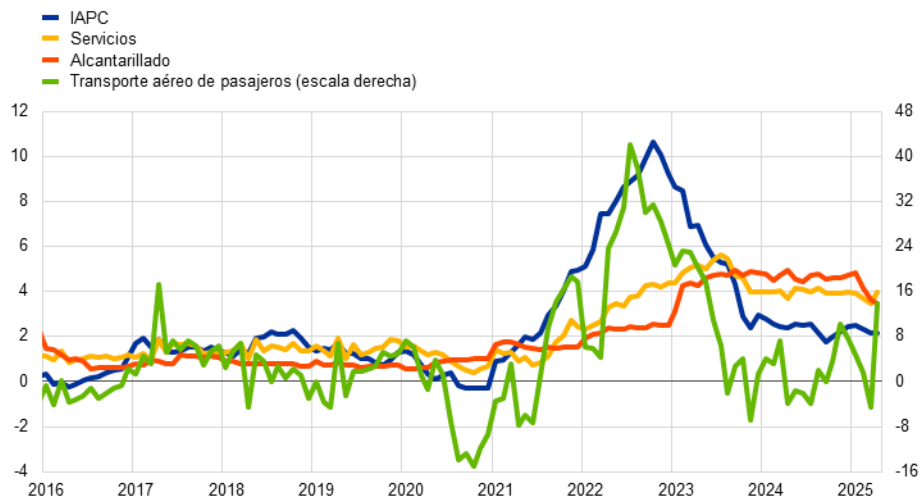
Los componentes de servicios de la cesta de consumo del IAPC incluyen índices de precios con tasas de inflación interanual muy diferentes. Por una parte, los servicios incluyen partidas relacionadas con turismo y viajes, en las que los precios tienden a ajustarse a las condiciones y a las perturbaciones económicas con gran rapidez. Por ejemplo, el aumento interanual de los precios del transporte aéreo de pasajeros se disparó hasta el 40 % a mediados de 2022, antes de que se alcanzara un máximo en el total de los servicios en julio de 2023, y desde mediados de 2023 se han registrado ocasionalmente tasas negativas. Por otra parte, los precios de otros componentes han mostrado incrementos interanuales estables, con una volatilidad muy baja, como es el caso de los servicios de alcantarillado, cuyos precios han subido de manera muy gradual, a la zaga de los precios del total de los servicios (gráfico A).

¹ Para obtener información sobre el papel de los costes energéticos y salariales en los precios de los servicios, véase el recuadro titulado «Descomposición de la inflación medida por el IAPC en componentes sensibles a la energía y a los salarios», *Boletín Económico*, número 3, BCE, 2024.

Gráfico A

IAPC general, servicios y selección de componentes de servicios de la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

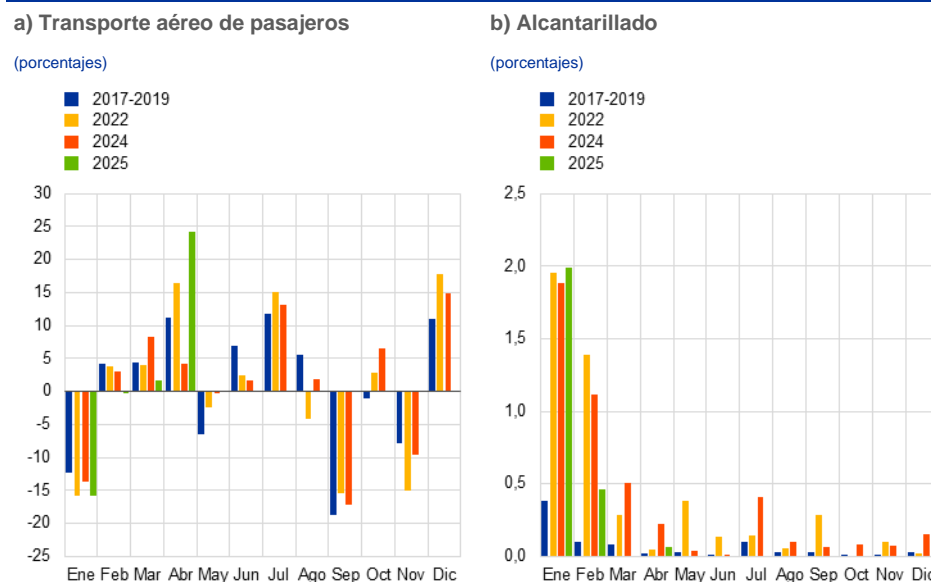
Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

Las diferencias observadas en las tasas de inflación interanual de los diversos componentes de la inflación de los servicios se deben, en parte, a la distinta frecuencia con la que se producen las variaciones de precios durante el año.

Por ejemplo, los precios del transporte aéreo de pasajeros son muy volátiles, y el índice de precios puede aumentar o disminuir más de un 10 % cada mes, dependiendo de la demanda asociada a los períodos vacacionales (panel a del gráfico B). En cambio, las variaciones de los precios de otras partidas, como alcantarillado, se concentran en determinados momentos del año (panel b del gráfico B). Cabe esperar que los precios de los servicios que experimentan cambios de precios menos frecuentes reaccionen con cierto retraso a perturbaciones generales de precios y costes. En estas dos categorías, y también más en general, las variaciones de precios han aumentado en los últimos años, pero siguen estando en línea con los patrones previos a la pandemia en cuanto a su ocurrencia dentro del año (es decir, se producen en los mismos meses, con fluctuaciones estacionales en el caso del transporte aéreo de pasajeros y registrando el cambio más acusado en enero en el caso de los servicios de alcantarillado).

Gráfico B

Variaciones intermensuales de los precios de una selección de partidas de servicios del IAPC



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «2017-2019» se refiere a la media de las tasas de variación intermensual en este período. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

La escasa frecuencia de ajuste de los precios puede deberse a las relaciones a largo plazo entre vendedores y compradores, o al hecho de que los precios sean fijados directamente o estén muy influenciados por los Gobiernos. La modificación de los precios puede resultar costosa, lo que hace que se ajusten con poca frecuencia, ya que la relación contractual entre el proveedor de servicios y el cliente es fija o se prolonga por un período de tiempo específico. Por ejemplo, los precios de los alquileres de vivienda o de los contratos de seguros de salud tienden a renovarse o a ajustarse anualmente. Los precios de los servicios no contractuales también pueden modificarse con poca frecuencia para preservar las relaciones a largo plazo entre vendedores y compradores, como ocurre con las reparaciones de electrodomésticos, equipos deportivos o de jardinería, servicios de corte de pelo, etc. Además, los precios de algunos servicios son fijados o están muy influenciados por los Gobiernos, como es el caso de los servicios «administrados». Por lo general, los precios de los servicios administrados se ajustan menos frecuentemente que los de los servicios no administrados². Algunos ejemplos típicos son los servicios públicos (recogida de basuras y alcantarillado), la educación terciaria y los servicios de protección social (como el cuidado de menores). Dado que la clasificación de los precios administrados se establece a escala nacional, existen muchos servicios cuyos precios están administrados en algunos países, pero no en otros, lo que puede desdibujar en cierto modo el patrón de la zona del euro.

² Véase F. Fritzer, «Administered Prices, Inflation and the Business Cycle – Selected Aspects», *Monetary Policy & the Economy*, Oesterreichische Nationalbank (Banco Central de Austria), número 1, 2011, pp. 41-57. Véase también el recuadro titulado «Cuantificar y evaluar el impacto de los precios administrados en la inflación medida por el IAPC», *Boletín Mensual*, mayo de 2007, BCE.

En alrededor de una cuarta parte de las partidas de servicios, las variaciones de precios se concentran en uno o dos meses del año.

Los precios pueden cambiar en momentos diferentes en los distintos países, lo que significa que no es sencillo encontrar un patrón claro de ajuste de precios para el agregado de la zona del euro. El método empleado en este estudio se basa en las 39 subclases de servicios de la zona del euro de la clasificación del consumo individual por finalidad a nivel de cuatro dígitos (COICOP-4) en el período comprendido entre 2016 y 2024. Para cada subclase, se aplica el siguiente método de selección. En primer lugar, se calcula la tasa de variación intermensual de los precios para cada mes natural, utilizando índices de precios sin desestacionalizar. En segundo lugar, se calcula la variación media para cada mes natural de todos los años del período. En tercer lugar, se calcula la importancia relativa de cada mes, en porcentaje, con respecto a la variación total de los precios para todo el año. Para el segundo y tercer paso se usan valores absolutos, ya que permiten evaluar la magnitud relativa de todas las variaciones de precios, independientemente de la dirección del cambio. Por ejemplo, el porcentaje correspondiente a enero es la media de las variaciones intermensuales absolutas de los precios en el mes de enero para todos los años del período 2016-2024 dividida por la suma de las medias de todas las variaciones intermensuales absolutas de los precios durante el mismo período. En cuarto lugar, se identifican los meses naturales en los que: i) el porcentaje de una variación de precios en un solo mes es superior al 25 % o ii) el porcentaje combinado de los dos meses con los porcentajes más altos es superior al 35 % de la variación total a lo largo del período de la muestra. Por último, una subclase de servicios se asigna a la categoría «ajuste de precios anual» si cumple estos criterios y la variación intermensual de los precios para los meses naturales identificados es positiva, en promedio, entre 2016 y 2024³. Los umbrales se basan en juicios de valor, pero son relativamente elevados al suponer que, como mínimo, entre una cuarta y una tercera parte de la variación de un índice de precios se produce en solo uno o dos meses del año. Por ejemplo, los resultados muestran que el 48 % de la variación total absoluta de los precios de los servicios hospitalarios durante el período se produjo en el mes de enero de cada año (gráfico C)⁴. Con este método se identifican 16 subclases de servicios — alrededor del 25 % del total de los servicios (según ponderaciones de 2025)— que siguen un patrón de ajuste de precios anual. Alrededor de la mitad de las partidas cuyos precios se corrigen anualmente se incluyen en la categoría de precios administrados.

³ Esta condición final garantiza que se excluyan las partidas que registran fuertes fluctuaciones estacionales de los precios (es decir, al alza en un mes y a la baja en otro debido a factores como los períodos vacacionales).

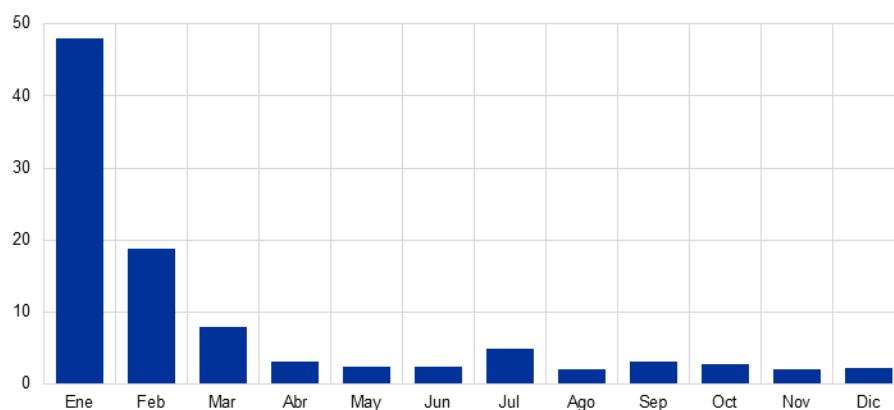
⁴ Las partidas clasificadas en la categoría de «ajuste de precios anual» de acuerdo con la [clasificación COICOP a cuatro dígitos](#) son: 043200, 053300, 111200, 073600, 044200(A), 044300(A), 044400, 063000(A), 073500(A), 081000(A), 100000(A), 124000(A), 125300, 125500, 126000, 127000, donde (A) señala una partida con precio administrado. La selección a escala de la zona del euro puede diferir de la selección en cada país.

Gráfico C

Un ejemplo de ajuste de precios anual: servicios hospitalarios

Distribución de las variaciones del índice de precios en un año

(porcentajes de la variación de los precios en cada mes en relación con la variación en el conjunto del año, en promedio durante el período muestral 2016-2024)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

En la mayoría de las partidas con un patrón de ajuste de precios anual, la variación del índice de precios se produce principalmente a principios de año.

Para la mayoría de las 16 subclases incluidas en la categoría de revisión de precios anual, enero es el mes —o uno de los dos meses— en el que se registra la mayor proporción de la variación de precios del año. Hay algunas excepciones, por ejemplo, educación y comedores, en los que los precios cambian principalmente en torno al inicio del curso escolar. El patrón del transporte combinado de pasajeros se ve desdibujado por el impacto de la introducción del abono de transporte público en Alemania y las posteriores modificaciones de su precio. Dada la gran magnitud de este efecto, es preferible excluir el impacto de esta partida para entender mejor la dinámica subyacente de los precios de los servicios⁵.

Los componentes que muestran un patrón de ajuste de precios anual han contribuido cada vez más a mantener la inflación de los servicios en niveles elevados. Durante el repunte más reciente de la inflación, las tasas de inflación de las partidas que no tienen un patrón de ajuste de precios anual aumentaron antes y de forma más acusada que las de las partidas que siguen dicho patrón, especialmente en lo que respecta a los componentes con precios administrados (gráfico D). A medida que comenzaron a remitir las perturbaciones de subidas de costes, la inflación de las partidas que no tienen un patrón de ajuste de precios anual registró una disminución más notable, mientras que la tasa de variación de los precios de los componentes de servicios con ajuste anual (excluido el transporte combinado de pasajeros) osciló ligeramente por encima del 4 % en el segundo semestre de 2023 y en 2024. La tasa de inflación de las partidas con un patrón de ajuste de precios anual ha sido algo superior a la de los servicios sin dicho patrón

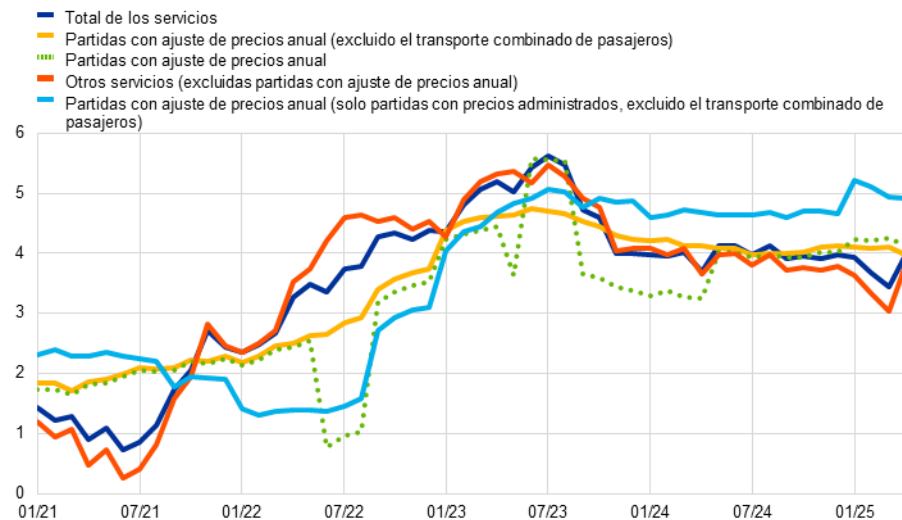
⁵ En el verano de 2022 se introdujo un abono de transporte subvencionado en Alemania por un período de tres meses y después, en mayo de 2023, volvió a introducirse a un precio más elevado, con una nueva subida en enero de 2025. El precio de este abono pertenece a la categoría «transporte combinado de pasajeros» del IAPC y sus variaciones generaron grandes fluctuaciones en este índice, con efectos visibles en el índice de la zona del euro.

desde finales de 2023. Ello se debe sobre todo a la tasa de inflación especialmente alta de las partidas con precios administrados incluidas en el grupo de ajuste de precios anual.

Gráfico D

Partidas de servicios del IAPC con un patrón de ajuste de precios anual

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Sobre la base de la clasificación COICOP-4. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

A principios de 2025, las partidas que se corrigen anualmente siguieron siendo un importante factor determinante de la persistencia de la inflación de los servicios. Dado que los cambios en los precios de las partidas con patrón de ajuste anual se producen predominantemente en enero, las variaciones intermensuales registradas en enero ofrecen información útil sobre la evolución de la inflación interanual. En enero de 2025, las partidas con ajuste anual de precios administrados registraron el mayor incremento intermensual, que incluso superó el observado hace un año. En cambio, las variaciones de las partidas con patrón de ajuste anual de precios no administrados fueron menores que en el año anterior (gráfico E). La tasa de inflación de las partidas de servicios sin patrón de ajuste de precios también ha disminuido visiblemente a partir de enero de 2025. Sin embargo, parte de la caída registrada en marzo y del repunte de abril se debe a las distintas fechas de Semana Santa en 2024 y 2025. Conviene realizar un estrecho seguimiento de la disociación entre la tasa de variación de los precios administrados y la inflación de los servicios en su conjunto, ya que los modelos de previsión no pueden captar adecuadamente los determinantes de la dinámica de precios de estos servicios, que con frecuencia están muy relacionados con consideraciones fiscales.

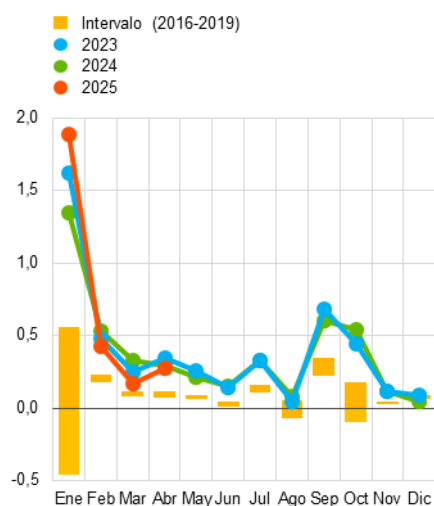
Gráfico E

Variaciones intermensuales de los precios de partidas con un patrón de ajuste de precios anual

(tasas de variación del índice sin desestacionalizar)

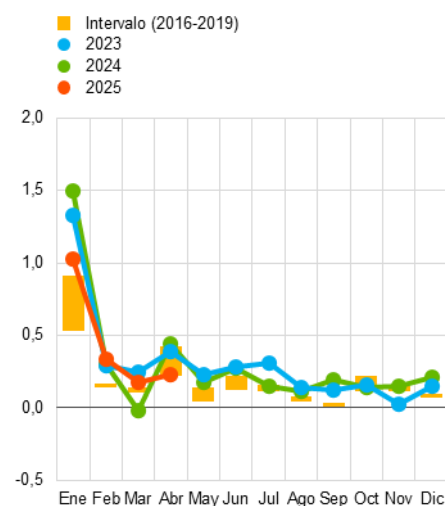
a) Precios administrados con ajuste de precios anual

(porcentajes)



b) Otras partidas con ajuste de precios anual

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los agregados se basan en la agregación encadenada de los componentes. Los precios administrados excluyen el transporte combinado de pasajeros. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

En conclusión, se espera que la desinflación de los servicios se vea respaldada por la normalización de los patrones de ajuste de precios anual.

Aunque la inflación de las partidas que siguen un patrón de ajuste de precios, en especial aquellas con precios administrados, sigue siendo persistente, actualmente ya se habría completado la mayor parte del ajuste retardado a perturbaciones pasadas. Por tanto, en el futuro las correcciones de los precios deberían ser menores y estar más en línea con las tendencias de la inflación general.

Mayor comovimiento entre la volatilidad en los mercados financieros y la incertidumbre sobre las políticas económicas

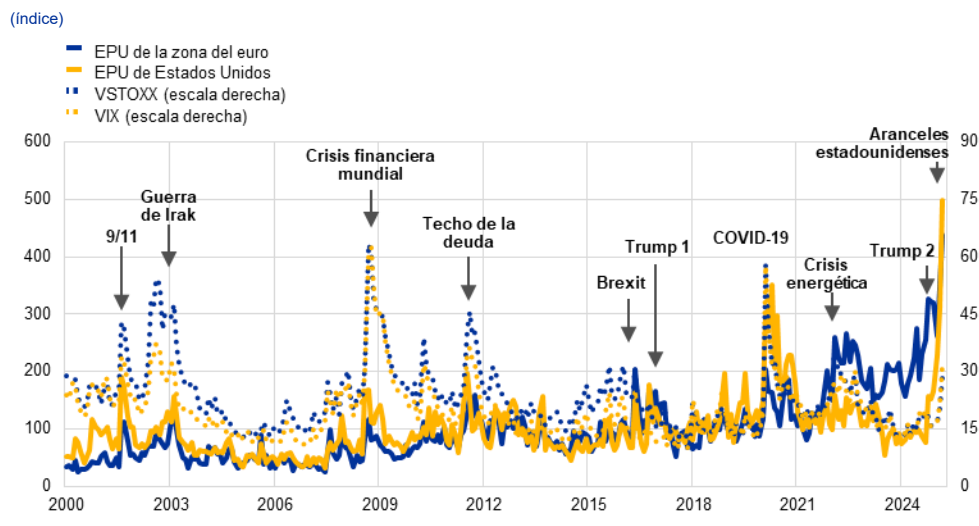
Giulia Martorana y Jakub Mistak

Después de que la Administración de Estados Unidos anunciase aranceles el 2 de abril, la volatilidad en los mercados financieros registró un fuerte aumento desde los reducidos niveles registrados anteriormente, alineándose más con el acusado incremento de la incertidumbre sobre las políticas económicas observado desde el otoño del año pasado. El gráfico A muestra las medidas de la volatilidad en los mercados financieros de la zona del euro (índice VSTOXX) y de Estados Unidos (índice VIX), así como los correspondientes índices de incertidumbre sobre las políticas económicas (EPU, por sus siglas en inglés). Los índices EPU son medidas de la incertidumbre sobre las políticas económicas que se basan en noticias y que han adquirido más popularidad por su capacidad de captar los principales acontecimientos económicos y políticos¹. Desde el pasado otoño, estos índices han repuntado a ambos lados del Atlántico y esta tendencia al alza ha continuado en 2025, en un contexto de persistentes riesgos geopolíticos y de creciente incertidumbre en torno a las políticas arancelarias. En cambio, la volatilidad en los mercados financieros, tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, se mantuvo relativamente contenida hasta marzo como consecuencia del intenso dinamismo de los mercados de renta variable. Sin embargo, tanto el índice VIX como el VSTOXX registraron fuertes incrementos tras las ventas masivas que se produjeron en los mercados bursátiles provocadas por el anuncio de los aranceles estadounidenses del 2 de abril.

¹ Para más información sobre la metodología para elaborar el índice EPU, véase S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis, «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre de 2016, pp. 1593-1636.

Gráfico A

Volatilidad en los mercados financieros e índices EPU de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: Baker, Bloom y Davis, Bloomberg y cálculos del BCE.

Notas: El índice EPU de Estados Unidos se estima en Baker, Bloom y Davis, mientras que el EPU de la zona del euro se calcula como la media ponderada por el PIB de los índices EPU de Alemania, Francia, Italia y España elaborados por los mismos autores. Ambos indicadores se normalizan para tener una media de 100 entre enero de 2000 y la última observación. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

Desde un punto de vista histórico, los índices EPU y las medidas de la volatilidad en los mercados financieros han mostrado un comovimiento estrecho, aunque su evolución ha divergido en ocasiones y entre países.

Históricamente, se ha producido una desconexión entre los índices EPU y la volatilidad en los mercados financieros tras acontecimientos significativos tales como las elecciones presidenciales estadounidenses de 2016, el referéndum sobre el Brexit en el Reino Unido y la reciente crisis energética. Esto ha generado un gran volumen de estudios de investigación que han ofrecido diversas interpretaciones de la tímida reacción de la volatilidad en los mercados financieros ante cambios en la incertidumbre sobre las políticas. Entre los factores explicativos se incluyen, por ejemplo, el deterioro de la calidad de las señales políticas, la diferencia de opiniones entre los inversores y el papel de las condiciones económicas favorables².

El reciente aumento del índice EPU de la zona del euro refleja la intensificación de la tendencia al alza observada durante varios años. Desde 2021, las fluctuaciones del índice EPU de la zona del euro han sido heterogéneas en los distintos países, y los indicadores correspondientes a Alemania y a Francia se han mantenido sistemáticamente por encima de sus medias históricas³. Sorprende en particular la tendencia alcista del índice EPU alemán, que alcanzó máximos históricos en abril de 2025 cuando la Administración de Estados Unidos

² Véanse J. Białkowski, H. D. Dang y X. Wei, «High policy uncertainty and low implied market volatility: An academic puzzle?», *Journal of Financial Economics*, vol. 143, n.º 3, marzo de 2022, pp. 1185-1208; B. Dumas, A. Kurshev y R. Uppal, «Equilibrium Portfolio Strategies in the Presence of Sentiment Risk and Excess Volatility», *The Journal of Finance*, vol. 64, n.º 2, abril de 2009, pp. 579-629, y L. Pástor y P. Veronesi, «Political uncertainty and risk premia», *Journal of Financial Economics*, vol. 110, n.º 3, diciembre de 2013, pp. 520-545.

³ Para consultar información sobre los índices EPU de las cuatro grandes economías de la zona del euro, véase Baker, Bloom y Davis, *op. cit.*

anunció los aranceles (panel a del gráfico B). Por este motivo, y por razones de disponibilidad de datos, el análisis realizado en este recuadro se centra en Alemania. Para reproducir el EPU del país germano se utiliza una base de datos de artículos de prensa⁴. En concreto, el índice replicado se basa en una base de datos de 1.857.207 artículos de prensa alemanes que abarcan el período comprendido entre enero de 2000 y abril de 2025 y sigue de cerca el índice EPU original. Si se representa junto al índice de volatilidad bursátil alemán (VDAX), es evidente que la desconexión entre los dos indicadores observada desde el otoño del año pasado y en los tres primeros meses de 2025 muestra una intensificación de la tendencia registrada a lo largo de varios años. Esta divergencia persistió hasta principios de abril, cuando el VDAX, tras un acusado repunte que coincidió con las ventas masivas en los mercados internacionales de renta variable, se alineó con el anterior aumento del índice EPU.

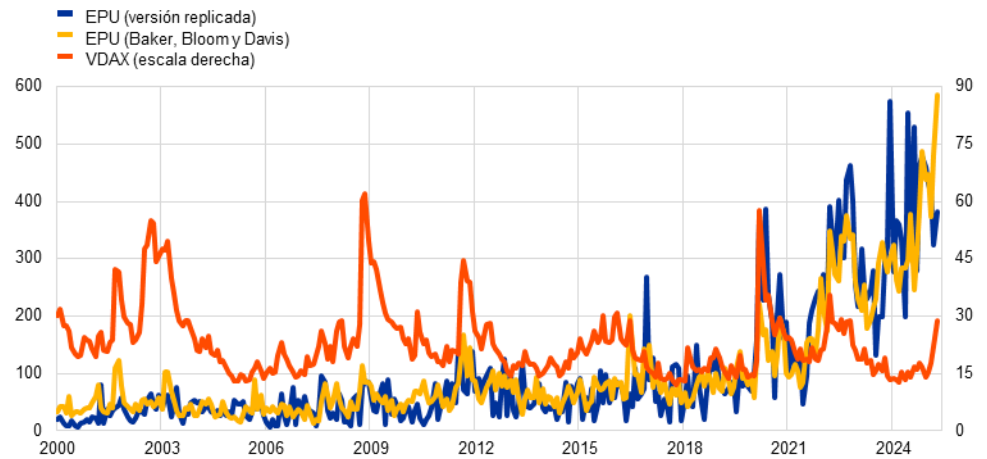
⁴ La metodología utilizada para replicar el índice EPU alemán se basa en Baker, Bloom y Davis, *op. cit.* El indicador está normalizado por la fuente del periódico y reescalado por el número de artículos al mes.

Gráfico B

Índice EPU y categorías de incertidumbre

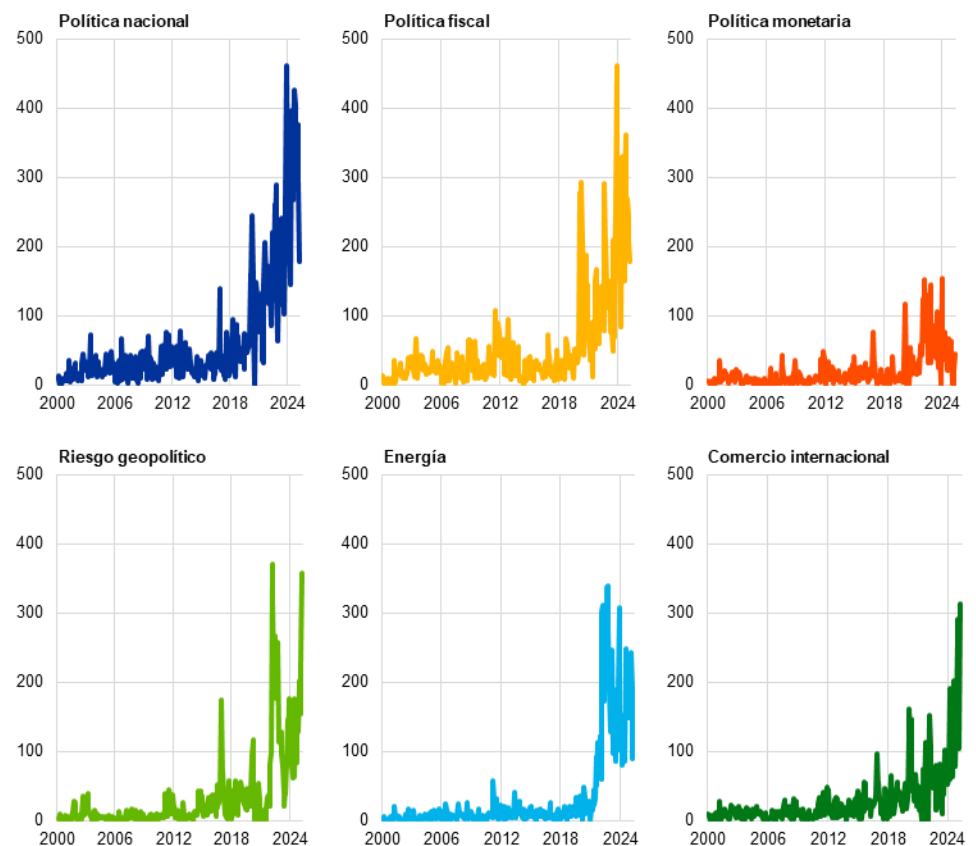
a) Índice EPU y volatilidad implícita en el mercado en Alemania

(índice)



b) Índice EPU alemán por tema

(índice)



Fuentes: Factiva de Dow Jones y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a se compara el índice EPU original de Baker, Bloom y Davis y su versión replicada con el VDAX. El panel b muestra la descomposición de los temas extraídos del índice EPU replicado utilizando un LLM. Cada artículo puede asignarse a varias categorías. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

En un análisis temático de artículos de prensa en el que se utiliza un modelo de lenguaje de gran tamaño (LLM, por sus siglas en inglés) se identifican las incertidumbres a escala nacional y mundial como factores que explican el reciente repunte del EPU alemán. El análisis aprovecha la flexibilidad y la comprensión contextual de los LLM para extraer diferentes temas económicos que determinan la evolución del índice EPU de Alemania. En concreto, se utiliza el modelo GPT-4o de OpenAI para identificar múltiples temas dentro de cada artículo de prensa⁵. En el panel b del gráfico B figuran las seis categorías de incertidumbre identificadas. Entre los principales determinantes del aumento del EPU germano se incluyen la incertidumbre interna —en particular la relacionada con la política nacional y la política fiscal— y la incertidumbre mundial, reflejada en las categorías de riesgo geopolítico, energía y, más recientemente, comercio. El incremento de la incertidumbre sobre la política nacional y la política fiscal refleja cuestiones internas, como la evolución de la economía real, la política industrial, el presupuesto fiscal, la dinámica de la coalición política y las elecciones. Entretanto, el riesgo geopolítico se intensificó tras la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia y durante la escalada del conflicto en Gaza. La incertidumbre relacionada con la energía también creció notablemente a raíz de la invasión rusa de Ucrania, amplificada por la fuerte dependencia del gas ruso por parte de Alemania en aquel momento. La incertidumbre sobre la política monetaria aumentó en consonancia con las tendencias de inflación posteriores a la pandemia, como se refleja en diversos indicadores de mercado. Por último, la incertidumbre sobre el comercio internacional engloba acontecimientos y perturbaciones significativos, como el Brexit, las elecciones presidenciales en Estados Unidos de 2016, la pandemia de COVID-19 y la evolución reciente de la política arancelaria estadounidense, factores que pusieron a prueba la capacidad de resistencia de las cadenas globales de suministro.

Un análisis empírico formal puede ayudar a entender la evolución reciente, incluido el comportamiento tras el anuncio de los aranceles por parte de Estados Unidos el 2 de abril, cuando el acusado aumento de la volatilidad en los mercados financieros se alineó con los niveles persistentemente elevados de incertidumbre acerca de las políticas, en un contexto de ventas masivas en los mercados bursátiles. A partir de la literatura relativa a Estados Unidos, en este recuadro se examina si la relación entre la volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU de Alemania se ha visto afectada por el dinamismo del mercado de renta variable, definido como el número de meses con rentabilidades positivas en el índice bursátil durante un período dado. Concretamente, el análisis empírico modeliza la volatilidad implícita ($\log(\text{VDAX}_t)$) como una función de las categorías del EPU identificadas⁶. En el gráfico C se presentan los efectos marginales del aumento en las seis categorías de incertidumbre sobre la volatilidad implícita en el

⁵ Para información sobre el uso de LLM con el fin de extraer categorías de incertidumbre, véase F. Audrino, J. Gentner y S. Stalder, «Quantifying uncertainty: a new era of measurement through large language models», *SNB Working Papers*, n.º 12/2024, Banco Nacional de Suiza, octubre de 2024.

⁶ El enfoque empírico se basa en Białkowski, Dang y Wei, *op. cit.* Se controla por el logaritmo de la rentabilidad diaria del mercado bursátil (r_t), el logaritmo de la volatilidad observada de 30 días ($\log(V_t)$) y una aproximación (*proxy*) del dinamismo del mercado de renta variable calculado como el número de meses con rentabilidades positivas del índice DAX durante los seis meses anteriores (PM_t). La especificación de la regresión puede resumirse de la siguiente manera:

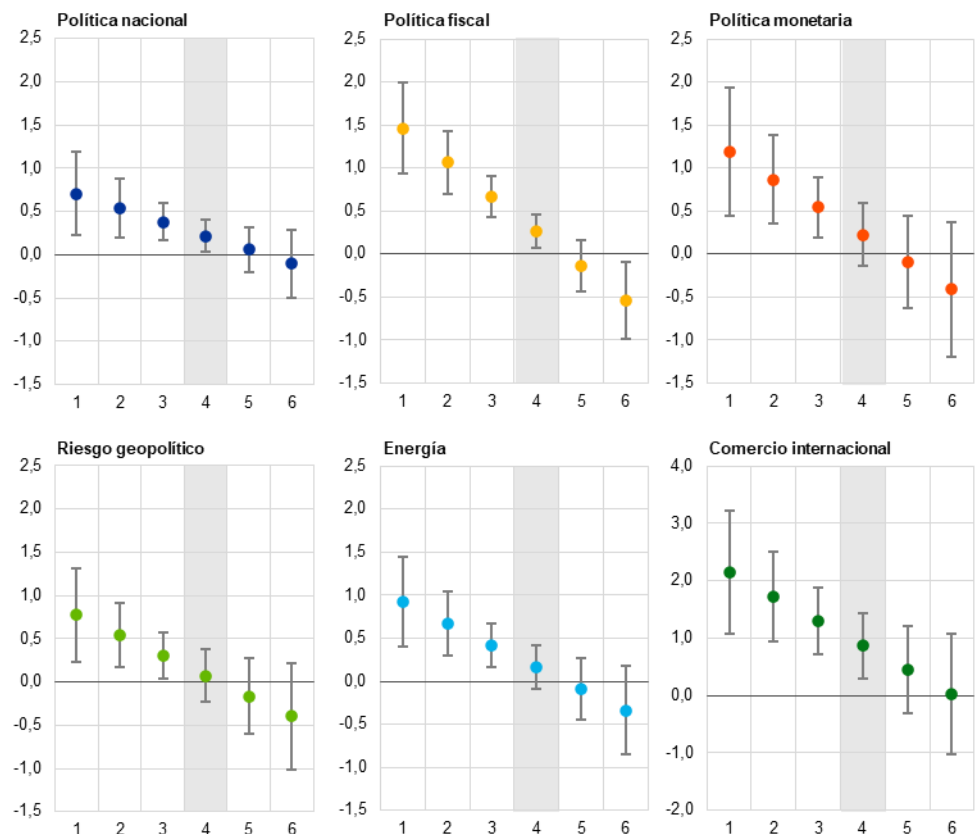
$$\log(\text{VDAX}_t) = \beta_0 + \beta_1 PM_t + \beta_2 (PM_t \cdot \text{EPU}_{i,t}) + \beta_3 \text{EPU}_{i,t} + \beta_4 r_t + \beta_5 \log(V_t) + \beta_6 \text{Trend}_t + \varepsilon_t$$

mercado bursátil, condicionados a la evolución del mercado de renta variable. En los seis meses transcurridos hasta abril de 2025, el mercado de renta variable registró cuatro meses de rentabilidades positivas (señalados por las columnas grises de los paneles).

Gráfico C

Efectos marginales de las categorías del índice EPU en la volatilidad en los mercados financieros

(Índice)



Fuentes: Factiva de Dow Jones y cálculos del BCE.

Notas: En los paneles se representan los coeficientes marginales de un aumento de las categorías del EPU alemán sobre $\log(VDAX_t)$, condicionados a diferentes niveles del número de meses de rentabilidades positivas en los seis meses anteriores, utilizando observaciones diarias que abarcan el período muestral comprendido entre el 2 de enero de 2000 y el 16 de abril de 2025. En cuanto a la incertidumbre sobre las políticas comerciales, la muestra está limitada a 2015-2025. En los seis meses transcurridos hasta abril de 2025, se registraron cuatro meses de rentabilidades positivas (señalados por las columnas grises de los paneles). Las líneas verticales de color gris representan intervalos de confianza del 95 %. Las últimas observaciones corresponden al 16 de abril de 2025.

Los resultados indican que es más probable que se produzca una desconexión entre la volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU cuando el dinamismo del mercado de renta variable es intenso. Por el contrario, es más probable que exista un comovimiento cuando ese dinamismo es débil. Estos resultados se mantienen en las distintas categorías y son robustos para diversas especificaciones. Este patrón es coherente con la creciente desconexión entre la volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU observada en los seis meses transcurridos hasta febrero de 2025, un período de dinamismo particularmente intenso en los mercados de renta variable. De igual modo, las mismas conclusiones explican también el mayor comovimiento entre la

volatilidad en los mercados financieros y el índice EPU tras el anuncio de aranceles que realizó Estados Unidos el 2 de abril. Durante este episodio, el fuerte incremento de la volatilidad se alineó con la incertidumbre persistentemente alta sobre las políticas en un contexto de ventas masivas en los mercados bursátiles. Una posible interpretación de estos resultados es que la incertidumbre acerca de las políticas exige una prima de riesgo mayor durante períodos de peor comportamiento de los mercados bursátiles, en especial cuando se percibe que la incertidumbre tiene implicaciones importantes para los resultados económicos.

Determinantes de las expectativas de inflación de las empresas encuestadas en la SAFE

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia y Judit Rariga

En este recuadro se analiza la formación de las expectativas de inflación de la zona del euro recogidas en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés). Desde junio de 2023, la SAFE recoge información sobre las expectativas de inflación de la zona del euro a un año, a tres años y a cinco años vista¹. Desde marzo de 2024 también refleja la incertidumbre de las empresas sobre sus expectativas de inflación a cinco años.

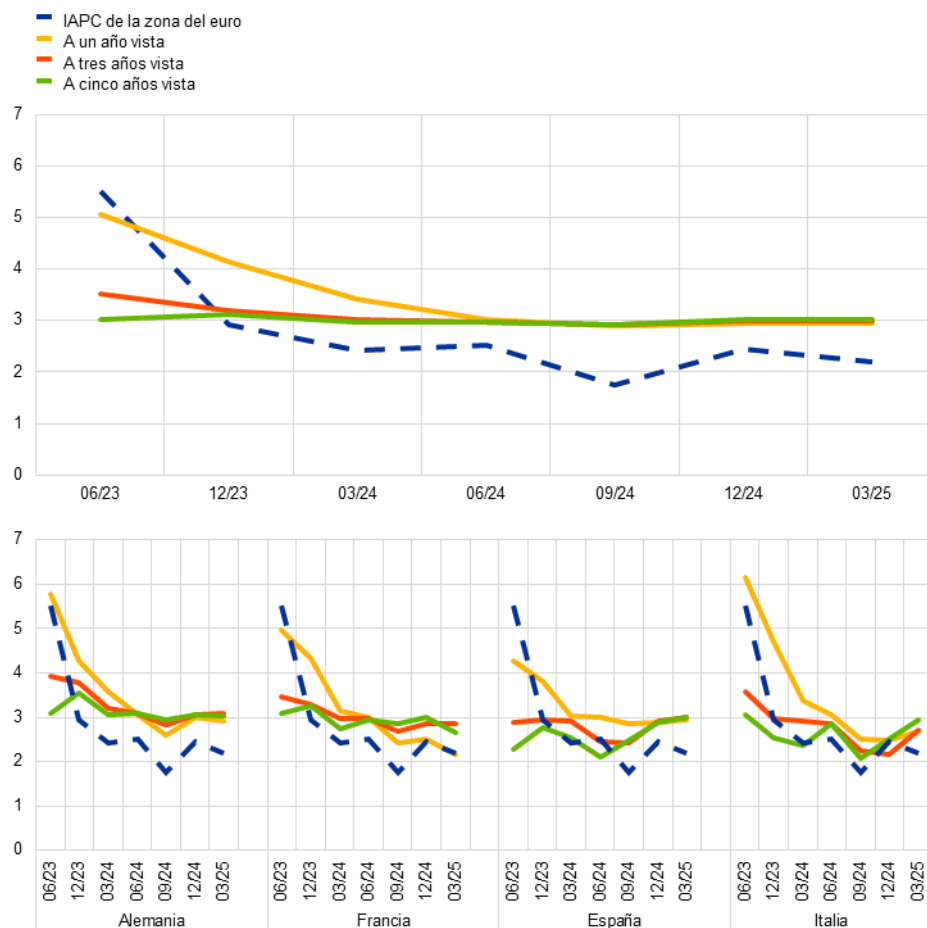
Las expectativas de inflación a corto plazo de las empresas son más volátiles, también en los distintos países, que las expectativas a medio y largo plazo, que son bastante estables a lo largo del tiempo (gráfico A). En junio de 2023, la mediana de las expectativas de inflación a un año vista de las empresas se situaba en torno al 5 %, lo que reflejaba la persistencia de una inflación elevada en ese momento. La tasa mediana de la inflación esperada fue disminuyendo de forma gradual hasta registrar un valor cercano al 3 % en el horizonte a un año, y la dinámica de las expectativas de inflación a corto plazo ha evolucionado, en general, en línea con la inflación medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Sin embargo, persiste la heterogeneidad entre países. Las expectativas de inflación a tres y a cinco años de las empresas son bastante estables y se sitúan en el 3 %.

¹ Para más información sobre la SAFE, véase el artículo titulado «[The Survey on the Access to Finance of Enterprises: monetary policy, economic and financing conditions and inflation expectations](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE, 2024. Tras dos ediciones piloto, la SAFE pasó a realizarse con carácter trimestral en marzo de 2024.

Gráfico A

Expectativas de inflación según la SAFE

(porcentajes anuales)



Fuentes: SAFE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En este gráfico se muestra la mediana ponderada por la encuesta de las expectativas de las empresas de la zona del euro sobre la inflación en la zona a uno, tres y cinco años vista. Las estadísticas se calculan después de eliminar los percentiles 1 y 99 de cada país. Los datos trimestrales de la SAFE corresponden a las ediciones 30-34 (enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025), y los datos semestrales a ediciones anteriores. El IAPC de la zona del euro se refiere a la tasa de crecimiento interanual del IAPC en la zona del euro.

Las expectativas de inflación se ven influidas por las características de las empresas, por el sector y por el país en el que operan en todos los horizontes temporales, al tiempo que la correlación con la inflación observada de la zona del euro es más elevada en el horizonte a corto plazo (gráfico B). Un análisis de regresión ayuda a identificar los principales determinantes de las expectativas de inflación. Se consideran factores tales como la demografía de las empresas (edad, tamaño, condición de exportadora, estructura de propiedad y tendencias de facturación pasadas), las decisiones de negocio futuras relacionadas con la inversión, el empleo y la facturación, y las tasas de inflación de la zona del euro, así como el sector y el país en el que operan². Los factores específicos de las empresas tienen por objeto captar sus fundamentos y servir de aproximación del nivel de

² Estos factores son comunes a varios estudios. Véase, por ejemplo, M. Bryan, B. Meyer y N. Parker, «The inflation expectations of firms: what do they look like, are they accurate, and do they matter?», FRB Atlanta Working Paper, n.º 2014-27, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2015.

información de que disponen, mientras que los efectos fijos de sector y país explican el entorno macroeconómico más amplio que influye en la empresa³.

El análisis revela que las empresas más pequeñas, más jóvenes y no exportadoras, junto con las de los sectores de servicios y de construcción, tienden a esperar tasas de inflación más altas a un año, a tres años y a cinco años vista. Es probable que esto esté relacionado con el hecho de que las pequeñas empresas suelen disponer de información limitada al formar sus expectativas y también están menos expuestas a los mercados internacionales⁴. Teniendo en cuenta todas las ediciones de la encuesta, entre los principales países, las empresas alemanas señalan expectativas de inflación más elevadas, en promedio, que las de otros países de la zona del euro. Además, las empresas de todos los países indican sistemáticamente una relación positiva con la inflación observada de la zona del euro en todos los horizontes temporales, siendo la intensidad de dicha relación mayor en el corto plazo.

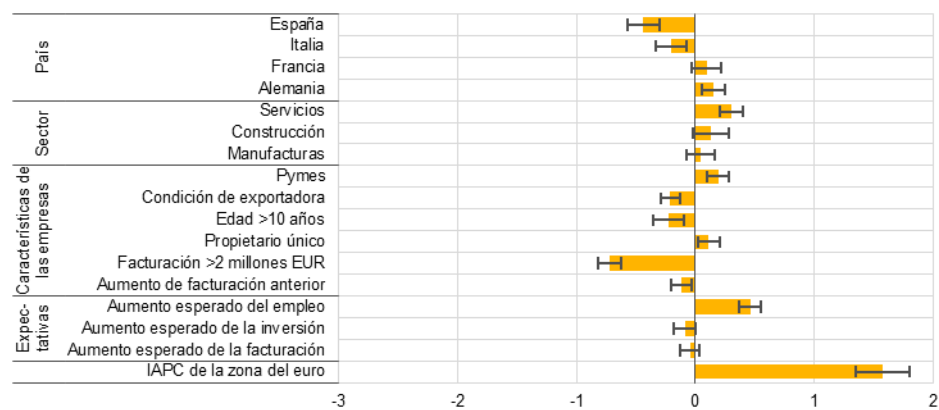
³ Estas características pueden incluir experiencias de inflación históricas compartidas, entornos de política fiscal, y normas culturales y de comportamiento, factores todos ellos que influyen en cómo las empresas de un mismo país responden de forma similar a posibles presiones inflacionistas y forman sus expectativas de inflación.

⁴ Véase U. Baumann, A. Ferrando, D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko y T. Reinelt, «[SAFE to update inflation expectations? New survey evidence on euro area firms](#)», *Working Paper Series*, n.º 2949, BCE, Frankfurt am Main, 2024.

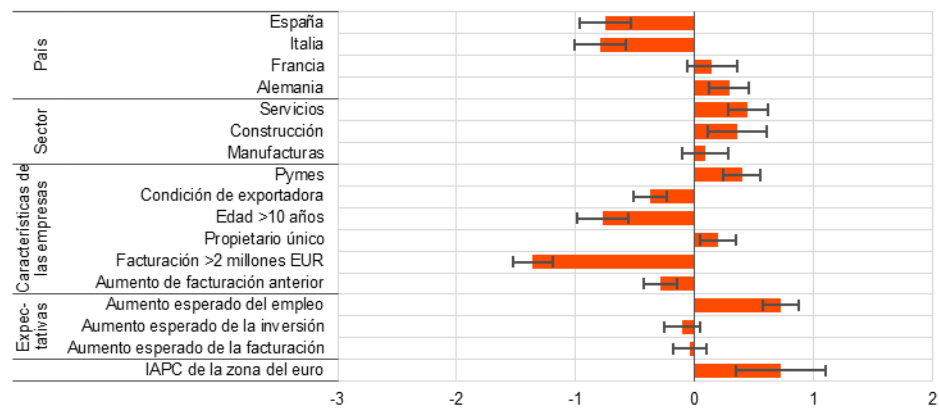
Gráfico B
Determinantes de las expectativas de inflación de las empresas en distintos horizontes temporales

(puntos porcentuales)

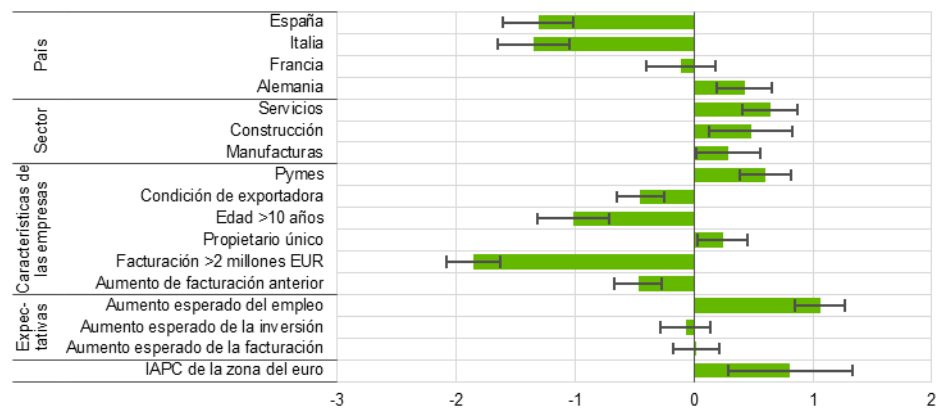
a) A un año vista



b) A tres años vista



c) A cinco años vista

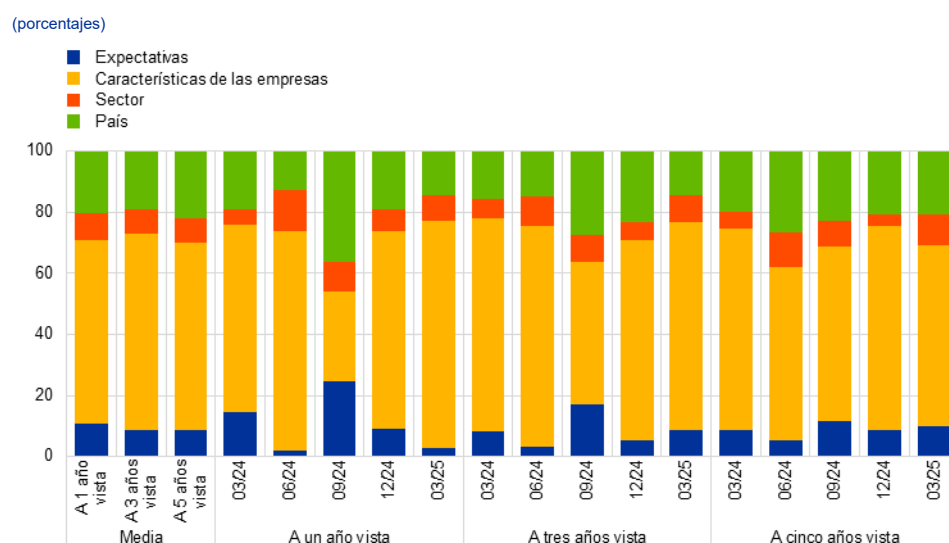


Fuentes: SAFE, Eurostat y cálculos del BCE.
 Notas: Este gráfico muestra los coeficientes estimados obtenidos de las regresiones de las expectativas de inflación a uno, tres y cinco años vista para las variables explicativas indicadas en el eje de ordenadas. Todas estas variables explicativas están medidas como variables binarias, salvo el IAPC de la zona del euro. Las pymes son empresas con menos de 250 empleados y un «aumento» señala una variable binaria igual a 1 si las empresas indican un incremento de un factor específico, y a 0 en caso contrario. Para la variable de país, la categoría omitida incluye todos los demás países de la zona del euro, mientras que para el sector, la categoría omitida es el comercio. El IAPC de la zona del euro es la tasa de crecimiento interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo de la zona del euro. Las líneas acotadas horizontales muestran intervalos de confianza al 95 %. La estimación se basa en las ediciones 30-34 de la encuesta (datos trimestrales de enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025) y en los datos semestrales de ediciones anteriores.

La mayor parte de la variación de las expectativas de inflación en todos los horizontes puede atribuirse a las características individuales de las empresas y, en segundo lugar, a factores específicos de cada país (gráfico C). Otro paso en el análisis de las expectativas de inflación es determinar qué proporción de su variación puede imputarse a los factores identificados anteriormente⁵. En promedio, en los distintos horizontes y a lo largo del tiempo, las características de las empresas contribuyen a la mayor parte esta variación (62 %), mientras que el peso de los efectos fijos de país es del 21 %. Las expectativas sobre las decisiones de negocio futuras y el sector de actividad representan un porcentaje similar, con una contribución inferior al 10 % cada una. Si se examinan las tendencias a través de las distintas ediciones de la encuesta, se observa que, en septiembre de 2024, los efectos fijos de país y las expectativas sobre la inversión y el empleo habían aumentado temporalmente su influencia en las expectativas de inflación a corto y medio plazo. En cambio, la importancia relativa de los factores que influyen en las expectativas de inflación en horizontes más largos mostró una mayor estabilidad a lo largo del tiempo.

Gráfico C

Principales determinantes de las expectativas de inflación de las empresas a lo largo del tiempo



Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.

Notas: Este gráfico muestra la descomposición de R cuadrado ajustado de las regresiones del gráfico B utilizando los valores de Shapley. Para una descripción de las variables, véanse las notas del gráfico B. Las estimaciones se basan en las ediciones 30-34 de la encuesta (datos trimestrales de enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025) y en los datos semestrales de ediciones anteriores.

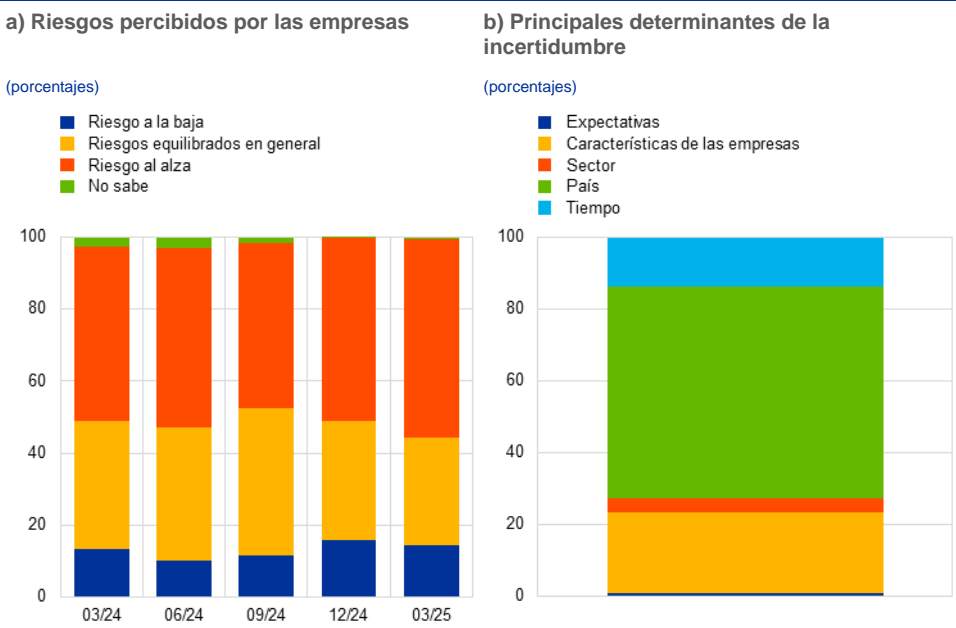
Desde principios de 2024, más de la mitad de las empresas de la zona del euro consideraban que la incertidumbre en torno a sus expectativas de inflación a cinco años apuntaba al alza (panel a del gráfico D). En marzo de 2024 se comenzó a preguntar a las empresas si consideraban que los riesgos para las perspectivas de inflación a largo plazo estaban equilibrados u orientados al alza o a la baja con respecto a sus expectativas centrales. En la encuesta más reciente

⁵ Técnicamente, el método de Shapley-Owen se utiliza para medir la proporción de R cuadrado en los cuatro grupos de variables (características de las empresas, sector, país, expectativas sobre decisiones de negocio) incluidos en el análisis de regresión a nivel de empresa. El análisis a nivel de ediciones de la encuesta no permite estimar la contribución del IAPC de la zona del euro.

correspondiente al primer trimestre de 2025, el 30 % de las empresas manifestó que los riesgos para sus perspectivas de inflación a cinco años estaban equilibrados en general, mientras que más de la mitad identificó riesgos al alza y en torno al 14 % percibía que los riesgos estaban orientados a la baja.

El nivel de incertidumbre sobre las perspectivas de inflación a largo plazo de las empresas se ve influido principalmente por el país en el que opera (panel b del gráfico D). Es probable que los factores que influyen en las expectativas de inflación expliquen también el grado de varianza que las empresas asocian a sus expectativas⁶. Aplicando un enfoque similar al descrito anteriormente, se identifica el porcentaje de la variación en la incertidumbre atribuible a los distintos factores. Las características específicas de cada país explican la mayor parte de la variación total, seguidas de las características de las empresas. Este resultado pone de relieve, una vez más, la importancia que tiene la localización de una empresa en la formación de sus expectativas de inflación a largo plazo.

Gráfico D
Incertidumbre en torno a las expectativas de inflación a cinco años vista y factores que explican su variación



Fuentes: SAFE y cálculos del BCE.
Notas: El panel a muestra porcentajes ponderados por la encuesta de la incertidumbre subjetiva de las empresas acerca de las perspectivas de inflación para los cinco próximos años. El panel b muestra la descomposición, utilizando los valores de Shapley, de R cuadrado ajustado de una regresión de la incertidumbre (una variable binaria igual a 1 si la empresa señala riesgos al alza en sus expectativas de inflación a cinco años vista) sobre las variables explicativas descritas en las notas del gráfico B. Las estimaciones se basan en las ediciones 30-34 de la encuesta (datos trimestrales de enero-marzo de 2024 a enero-marzo de 2025).

En conjunto, entender qué influye en las expectativas de inflación de las empresas es crucial para valorar de qué modo los cambios en su entorno de negocio podrían afectar a la formación de sus expectativas. El análisis revela que, además de las características individuales de las empresas, los países en los

⁶ Se encuentran modelos similares en Baumann *et al.*, *op. cit.*, y E. M. McClure, V. Yaremko, O. Coibion e Y. Gorodnichenko, «The Macroeconomic Expectations of U.S. Managers», *Journal of Money, Credit and Banking*, de próxima publicación.

que operan desempeñan un papel significativo. Esto pone de relieve la importancia de los factores comunes de los países que llevan a las empresas a ajustar sus expectativas de inflación de manera similar.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 5 de febrero y el 22 de abril de 2025

Samuel Bieber y Anne-Lise Nguyen

Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2025. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 5 de febrero y el 22 de abril de 2025 (el «período de referencia»).

El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo. La provisión de liquidez descendió debido a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) tras la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones del PEPP al final de diciembre de 2024. La menor provisión de liquidez también refleja el vencimiento de la última operación de la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO III) el 18 de diciembre de 2024, dado que esta operación siguió teniendo un impacto en las cifras medias correspondientes al período de referencia anterior. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso continuo de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron 69 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.354 mm de euros. Esta disminución se debe a que los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron menos que los factores autónomos de inyección de liquidez (cuadro A). Las exigencias de reservas mínimas se incrementaron 3 mm de euros hasta un importe de 167 mm de euros, con un efecto marginal sobre la variación de las necesidades de liquidez agregadas.

Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron 61 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del incremento de los otros factores autónomos. En promedio, los otros factores autónomos netos registraron un ascenso de 63 mm de euros, debido fundamentalmente al aumento de alrededor de 79 mm de euros en las cuentas de revalorización como consecuencia de la subida de los precios del oro (véase el párrafo siguiente sobre los factores autónomos de inyección de liquidez). Este aumento se vio compensado en parte por el descenso del capital y las reservas tras

las pérdidas registradas en 2024. Los depósitos de las Administraciones Públicas experimentaron una ligera reducción de 2 mm de euros y se situaron en 109 mm de euros. La disminución que se lleva observando en estos depósitos desde 2022 refleja la normalización de los colchones de efectivo que mantienen los Tesoros nacionales y los cambios en la remuneración de los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema, que han aumentado el atractivo financiero de la colocación de estos fondos en el mercado. El importe medio de los billetes en circulación permaneció inalterado en 1.569 mm de euros durante el período de referencia. La demanda de billetes continuó siendo bastante estable tras el máximo alcanzado en julio de 2022.

Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron 133 mm de euros, debido principalmente a que los activos exteriores netos registraron un aumento de 85 mm de euros. El incremento de las tenencias de activos exteriores netos fue impulsado sobre todo por el alza de los precios del oro. Los activos netos denominados en euros aumentaron 48 mm de euros durante el período de referencia.

Cuadro A
Situación de liquidez del Eurosistema

Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025						Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo período de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Factores autónomos de absorción de liquidez	2.801	(+61)	2.772	(+16)	2.825	(+53)	2.739	(+54)
Billetes en circulación	1.569	(-0)	1.567	(-10)	1.571	(+4)	1.569	(+7)
Depósitos de las AA. PP.	109	(-2)	119	(+12)	101	(-18)	111	(-7)
Otros factores autónomos (neto) ¹⁾	1.122	(+63)	1.086	(+14)	1.152	(+67)	1.059	(+54)
Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas	5	(-0)	6	(-1)	5	(-0)	6	(-1)
Exigencias de reservas mínimas²⁾	167	(+3)	167	(+3)	166	(-0)	164	(+1)
Facilidad de depósito	2.825	(-92)	2.847	(-58)	2.807	(-40)	2.917	(-115)
Operaciones de ajuste de absorción de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fuente: BCE.
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.
1) Calculados como la suma de las cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, y capital y reservas.
2) Partida *pro memoria* que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

Activo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025						Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo período de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Factores autónomos de inyección de liquidez	1.613	(+133)	1.560	(+32)	1.657	(+97)	1.480	(+93)
Activos exteriores netos	1.256	(+85)	1.219	(+21)	1.286	(+67)	1.170	(+71)
Activos netos denominados en euros	357	(+48)	341	(+12)	371	(+30)	309	(+22)
Instrumentos de política monetaria	4.185	(-162)	4.231	(-73)	4.146	(-84)	4.346	(-154)
Operaciones de mercado abierto	4.185	(-162)	4.231	(-73)	4.146	(-84)	4.346	(-154)
Operaciones de crédito	26	(-14)	27	(-2)	24	(-2)	40	(-37)
- OPF	9	(-1)	8	(-2)	10	(+2)	10	(+5)
- OFPML a tres meses	16	(+2)	18	(+1)	15	(-4)	14	(+5)
- Operaciones TLTRO III	0	(-16)	0	(+0)	0	(+0)	16	(-46)
Carteras en firme ¹⁾	4.159	(-147)	4.204	(-71)	4.122	(-82)	4.306	(-118)
Facilidad marginal de crédito	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Fuente: BCE.
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación, «OFPML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.
1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025						Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo período de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Necesidades de liquidez agregadas¹⁾	1.354	(-69)	1.378	(-14)	1.334	(-44)	1.423	(-39)
Factores autónomos netos²⁾	1.188	(-72)	1.211	(-17)	1.168	(-44)	1.260	(-40)
Exceso de liquidez³⁾	2.830	(-92)	2.852	(-59)	2.812	(-40)	2.923	(-116)

Fuente: BCE.
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.
1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.
2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.
3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 5 de febrero a 22 de abril de 2025				Período de referencia anterior: 23 de octubre de 2024 a 4 de febrero de 2025			
	Primer período de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo período de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025		Séptimo período de mantenimiento: 23 de octubre a 17 de diciembre de 2024		Octavo período de mantenimiento: 18 de diciembre de 2024 a 4 de febrero de 2025	
OPF	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)
Facilidad marginal de crédito	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	3,65	(-0,25)	3,40	(-0,25)
Facilidad de depósito	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)	3,25	(-0,25)	3,00	(-0,25)
€STR	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)	3,16	(-0,25)	2,92	(-0,25)
Índice RepoFunds Rate Euro	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)	3,23	(-0,26)	2,97	(-0,26)

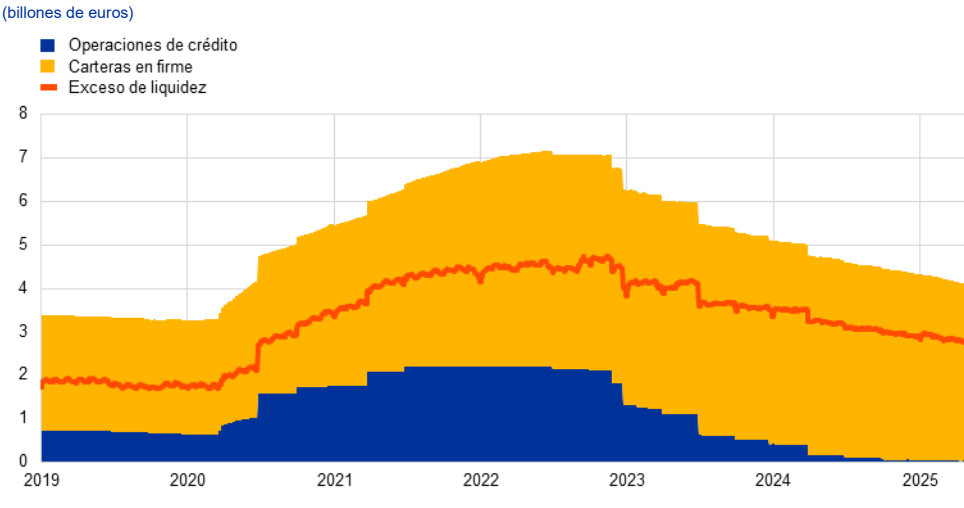
Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg.
Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «€STR» se refiere al tipo a corto plazo del euro.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 162 mm de euros, hasta un importe de 4.185 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A). La reducción de la liquidez inyectada obedeció principalmente a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema y, en menor medida, de las operaciones de crédito.

Gráfico A

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



Fuente: BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al 22 de abril de 2025.

La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de las carteras en firme experimentó un descenso de 147 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 4.159 mm de euros. Este descenso se debió a que

siguieron venciendo los valores de las carteras del APP y del PEPP, sin que se realizaran reinversiones¹.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 14 mm de euros, hasta los 26 mm de euros, durante el período de referencia. Esta caída se debió en gran medida a la disminución de los saldos vivos de las TLTRO III tras el vencimiento de la última de estas operaciones el 18 de diciembre de 2024 (29 mm de euros). El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) registró un leve descenso de 1 mm de euros, hasta situarse en 9 mm de euros, mientras que el correspondiente a las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses experimentó un ligero incremento de 2 mm de euros y se situó en 16 mm de euros. La participación relativamente limitada de las entidades de crédito en estas operaciones regulares, pese a los reembolsos de la financiación obtenida en las TLTRO, refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez medio se redujo 92 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.830 mm de euros (gráfico A). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y de su recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario a través de instrumentos de política monetaria y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir sus reservas mínimas. Tras registrar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha estado disminuyendo de forma sostenida desde entonces.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno decidió en dos ocasiones reducir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos —incluido el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—. En consecuencia, los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito disminuyeron hasta el 2,25 %, el 2,40 % y el 2,65 %, respectivamente, con efectos a partir del día inmediatamente después del final del período de referencia.

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

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

de la facilidad de depósito durante el período considerado, manteniéndose sin variación con respecto al séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2024. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos del mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata.

La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos *repo* también fue fluida e inmediata. El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que al €STR. En promedio, el tipo *repo* se situó 1,3 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, mientras que fue 2,6 puntos básicos inferior en el séptimo y el octavo período de mantenimiento de 2024. La continua y gradual disminución del diferencial entre los tipos *repo* y el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja la creciente disponibilidad de activos de garantía como resultado del aumento de las emisiones netas, de la liberación de los activos de garantía movilizados por el vencimiento o el reembolso de las TLTRO y del descenso de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del APP y el PEPP. La mayor demanda por parte de inversores apalancados para financiar sus posiciones largas en bonos también contribuyó a la presión al alza sobre los tipos *repo*.

Artículos

1 La transmisión de la política monetaria: de los tipos hipotecarios al consumo

Pedro Baptista, Maarten Dossche, Andrew Hannon, Dorian Henricot, Omiros Kouvavas, Davide Malacrino y Larissa Zimmermann

Introducción

La política monetaria influye en el consumo a través de múltiples canales, con diferentes efectos sobre las decisiones de los hogares. Al mantener la estabilidad de precios, la política monetaria favorece el consumo a medio plazo, ya que protege el poder adquisitivo de los hogares. Sin embargo, a corto plazo, el endurecimiento de la política monetaria suele frenar el consumo privado¹. En primer lugar, las subidas de los tipos de interés reducen el consumo corriente, dado que aumentan el atractivo del ahorro a través del «canal de sustitución intertemporal». Las decisiones de consumo también responden a las variaciones de los tipos de interés oficiales, puesto que afectan a los precios de los activos financieros y reales y generan efectos riqueza (el canal del balance de la política monetaria). Paralelamente, los movimientos de los tipos de interés influyen en la economía real y en la evolución de las condiciones del mercado de trabajo, por lo que cambian las perspectivas de renta, con consecuencias para las decisiones de consumo de los hogares. La política monetaria también afecta a las finanzas de los hogares a través de su impacto en los flujos de efectivo generados por las deudas y los activos de los hogares. Con unos tipos de interés más altos se incrementan los pagos por intereses de los hogares endeudados, lo que reduce los fondos disponibles para el gasto, al tiempo que aumentan los ingresos por intereses de los activos remunerados, lo que eleva el flujo de caja para los tenedores de esos activos. Dados estos dos factores contrapuestos, la magnitud y el signo de los efectos totales de estos flujos para cada hogar dependen de su posición neta frente a los tipos de interés². Este mecanismo se conoce como «canal de los flujos de caja» de la política monetaria.

A raíz de las subidas de los tipos de interés oficiales, el canal de los flujos de caja de la política monetaria puede tener efectos adversos persistentes para el consumo. En este artículo se analiza el impacto de las decisiones de política monetaria a través de las variaciones en los costes del servicio de la deuda y, en particular, en las cuotas hipotecarias, sin tener en cuenta otros canales directos y

¹ Véase, por ejemplo, G. Peersman y F. Smets, «The monetary transmission mechanism in the euro area: evidence from VAR analysis», en I. Angeloni, A. K. Kashyap y B. Mojon (eds.), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, Cambridge, 2003.

² A. Auclert, «Monetary Policy and the Redistribution Channel», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 6, 2019, pp. 2333-2367.

los efectos de equilibrio general³. Este enfoque viene determinado por la relevancia de los préstamos hipotecarios para los hogares de la zona del euro, ya que uno de cada cuatro tiene una hipoteca, así como por la heterogeneidad del mercado hipotecario de la zona del euro entre los distintos países y grupos de renta. Para ello, se presenta nueva evidencia utilizando información a nivel de hogar sobre el momento en que se producen cambios en las cuotas hipotecarias y en el consumo obtenida de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés). En concreto, se muestra que, debido a los siguientes factores: i) el mayor predominio de las hipotecas a tipo de interés fijo que en el pasado y ii) la reducción de la brecha entre los tipos de interés de los saldos vivos y los tipos de interés de los nuevos préstamos en comparación con el comienzo de los ciclos anteriores de endurecimiento de la política monetaria, es probable que el impacto sobre el consumo a través del canal hipotecario sea más prolongado en el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de 2022-2023. El objetivo del estudio es cuantificar este efecto específico. Otros factores pueden actuar en la dirección contraria, como la evolución positiva de las rentas reales como consecuencia de la recuperación de las crisis recientes, así como la posible disminución de los niveles de ahorro elevados, que se vieron impulsados en cierta medida por la incertidumbre o por errores de percepción sobre la renta⁴. En el resto del artículo no se considerarán estos otros canales y la atención se centrará exclusivamente en cuantificar los efectos retardados del endurecimiento a través del componente hipotecario del canal de los flujos de caja.

Conclusiones

En este artículo se analiza cómo la política monetaria influye en el consumo a través de las variaciones de los tipos hipotecarios. Las simulaciones realizadas con datos a nivel de hogar muestran que, debido al mayor predominio de las hipotecas a tipo de interés fijo que en el pasado y a las diferentes configuraciones de los tipos de interés de los nuevos préstamos concedidos en comparación con los de los créditos vivos, se espera que el canal de los flujos de caja siga ejerciendo una presión restrictiva significativa. *Ceteris paribus*, esto debería continuar frenando el consumo a través del aumento de las cuotas hipotecarias, a pesar del ciclo de relajación en curso. El análisis efectuado subraya la importancia de la heterogeneidad en la transmisión de la política monetaria al poner de relieve las diferencias entre países y grupos de renta en lo que respecta a los contratos hipotecarios. Los hogares más pobres tienden a tener más hipotecas a tipo de

³ M. Di Maggio, A. Kermani, B. J. Keys, T. Piskorski, R. Ramcharan, A. Seru y V. Yao, «Interest Rate Pass-Through: Mortgage Rates, Household Consumption, and Voluntary Deleveraging», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 11, 2017, pp. 3550-3588; M. Floden, M. Kilström y J. Sigurdsson y R. Vestman, «Household Debt and Monetary Policy: Revealing the Cash-Flow Channel», *Swedish House of Finance Research Paper*, n.º 16-8, 2017; G. Kaplan, B. Moll y G. L. Violante, «Monetary Policy According to HANK», *American Economic Review*, vol. 108, n.º 3, 2018, pp. 697-743, y J. Slacalek, O. Tristani y G. L. Violante, «Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area», *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 115, 2020.

⁴ Véanse, por ejemplo, los recuadros titulados «Factores que explican la elevada tasa de ahorro de los hogares de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 8, BCE, 2024, y «¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2025.

interés variable o hipotecas a tipo de interés fijo con períodos de fijación más cortos, lo que significa que se ven afectados en una fase más temprana del ciclo. En el ciclo en curso, estos hogares serán los que hayan experimentado el mayor incremento de los pagos por intereses a finales de 2030, con efectos desproporcionados sobre el consumo debido a su mayor propensión marginal al consumo.

En general, se estima que el impacto de la política monetaria sobre el consumo a través del componente hipotecario del canal de los flujos de caja es significativo. El efecto en el consumo agregado asciende a 1 punto porcentual entre 2022 y 2030, con un 35 % de los efectos pendiente de materializarse. No obstante, es importante señalar que este análisis se centra en un canal específico de ajuste y no pretende proporcionar una evaluación completa de la evolución en curso del consumo, que también incluye los efectos positivos derivados de la recuperación de las rentas reales y de la confianza de los consumidores, en un contexto de relajación de la política monetaria.

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

Avanzar en la unión de los mercados de capitales en Europa: una hoja de ruta para armonizar la poscontratación de valores

Benjamin Hanssens, David Sandín de Vega y Hannah Franziska Sowa

Introducción

La poscontratación es una parte esencial del funcionamiento de los mercados de capitales europeos. Tras ejecutar una operación se deben seguir varios pasos importantes que implican transferir la titularidad de los productos financieros (por ejemplo, instrumentos de deuda) del vendedor al comprador y gestionar los activos utilizados como garantía en las operaciones financieras. Por ejemplo, una entidad de crédito que desee obtener financiación de un banco central debe aportar algunos de sus activos admisibles como garantía, al igual que ocurre cuando un comprador utiliza una vivienda como garantía de un préstamo hipotecario. Es preciso asegurar que estos procesos de poscontratación se lleven a cabo de manera fluida y segura¹. Unos servicios de poscontratación seguros y eficientes son la base para el buen funcionamiento de los mercados de capitales, ya que contribuyen a que resulten atractivos y reducen los costes del ahorro y de las inversiones.

Adoptar un enfoque armonizado en los procesos de poscontratación es fundamental para lograr un mercado de capitales eficiente en Europa. En el informe de Mario Draghi sobre el futuro de la competitividad europea se identifica la fragmentación en el ámbito de la poscontratación en Europa como un importante obstáculo para el desarrollo de un gran mercado de capitales integrado². Dos aspectos son pertinentes para alcanzar la armonización europea de los servicios de poscontratación ahora y en el futuro. En primer lugar, deben armonizarse las distintas prácticas jurídicas y operativas nacionales que están vigentes en la actualidad³. En segundo lugar, es esencial establecer un marco para el desarrollo de

¹ Las actividades de poscontratación son los pasos que se siguen tras ejecutar una operación para asegurar que se complete correctamente. Estas actividades incluyen: i) la compensación, que es el proceso de conciliar las órdenes de compra y de venta, garantizando que las dos partes de la operación dispongan de los fondos y los valores necesarios para completarla; ii) la liquidación, en la que se realiza el intercambio efectivo de los valores y el pago entre el comprador y el vendedor, transfiriéndose así la titularidad; iii) la custodia y la administración de activos, que comportan la custodia de los valores, así como la gestión de eventos corporativos como los pagos de dividendos y de intereses u otros acontecimientos que afecten a los valores, y iv) el registro, que implica documentar y comunicar los detalles de la operación a las partes y a los organismos reguladores pertinentes para garantizar la transparencia y el cumplimiento de la normativa.

² M. Draghi, [The future of European competitiveness](#), Comisión Europea, 9 de septiembre de 2024.

³ El Consejo de Gobierno del BCE ha subrayado la necesidad de completar la armonización de los procesos clave de poscontratación que aún no se han integrado y, por lo tanto, son ineficientes desde la perspectiva de los mercados de capitales europeos —como los procedimientos relativos al tratamiento de las retenciones fiscales y el procesamiento de los eventos corporativos—, con el fin de impulsar una unión de los mercados de capitales más profunda e integrada. Véase «[Comunicado del Consejo de Gobierno del BCE sobre el avance en la unión de los mercados de capitales](#)», 7 de marzo de 2024.

soluciones innovadoras para alcanzar la unión digital de los mercados de capitales⁴. El BCE considera que hay una necesidad urgente de integrar los mercados de capitales europeos, que están fragmentados no solo en el área de la poscontratación, sino también en la de supervisión y en otras áreas⁵. Este artículo se centra en el ámbito actual de la poscontratación.

Para mejorar los procesos de poscontratación existentes, el Eurosistema recomienda el establecimiento de un código normativo único europeo. Se necesitan mejoras, en particular, en tres áreas de la poscontratación: i) la liquidación de valores (la transferencia de valores), ii) la gestión de los activos de garantía (los procesos para gestionar los activos utilizados como garantía en las operaciones de crédito) y iii) la administración de activos (por ejemplo, la gestión de los pagos de cupones o de dividendos y los reembolsos). Para ello, el Eurosistema ha estado trabajando con los participantes en los mercados con el fin de elaborar estándares para el código normativo que aborden los obstáculos existentes en estas áreas⁶. El grupo consultivo de infraestructuras del mercado para valores y colateral (AMI-SeCo, por sus siglas en inglés) ha desarrollado estos estándares y ha instado a la adopción del código normativo único⁷.

En este artículo se examinan los retos que debe afrontar el actual ecosistema de poscontratación y se establece una hoja de ruta para superarlos. En la sección 2 se describe el entorno actual de la poscontratación en Europa, que está fragmentado. En la sección 3 se analiza el papel del banco central en la poscontratación y en la sección 4 se exploran los obstáculos existentes en el ámbito de la liquidación de valores, la gestión de activos de garantía y la administración de activos, así como los desafíos para la adopción y la aplicación de estándares europeos en estas áreas. También se explican las iniciativas emprendidas por el Eurosistema con el fin de eliminar estos obstáculos promoviendo de forma activa un código normativo único europeo para la poscontratación que permita armonizar los procesos de negocio y las definiciones y el intercambio de datos. Por último, en la sección 5 se presenta una propuesta de hoja de ruta para implementar el código normativo único en estos ámbitos.

Conclusiones

La integración de las actividades de poscontratación a escala europea es importante de cara a desarrollar unos mercados de capitales más profundos y

⁴ P. Cipollone, «[Towards a digital capital markets union](#)», discurso pronunciado en el simposio del Bundesbank «The Future of Payments», Frankfurt am Main, 7 de octubre de 2024.

⁵ C. Lagarde, [Out of the Comfort Zone: Europe and the New World Order](#), discurso pronunciado en el 34º Congreso Europeo de Banca, 22 de noviembre de 2024.

⁶ La estandarización es el proceso de elaborar e implementar estándares técnicos basados en el consenso de distintas partes. Las normas y los procesos comunes generan ganancias de eficiencia. El procesamiento más rápido o la automatización no solo benefician al sector, sino que también contribuyen a fortalecer el sistema financiero, a reforzar la competencia y a aumentar la disponibilidad y la accesibilidad de oportunidades de inversión, ayudando a ampliar los mercados de capitales en Europa.

⁷ [AMI-SeCo](#) promueve un diálogo activo con los participantes en los mercados sobre cuestiones relacionadas con la compensación y la liquidación de valores y con la gestión de activos de garantía. Ayuda al Eurosistema a promover unas infraestructuras del mercado financiero seguras y eficientes.

más amplios al servicio de los ciudadanos y las empresas europeos. Se deben aplicar soluciones armonizadas para aumentar la competencia transfronteriza y promover la eficiencia. Aprovechando los avances realizados en los servicios TARGET, es necesario prestar atención a las áreas que no están armonizadas relacionadas con la liquidación de valores, la gestión de activos de garantía y la administración de activos.

El código normativo único europeo para la poscontratación debería aclarar la configuración futura de las estructuras de mercado. El código normativo único minimizará la incertidumbre y estimulará la innovación. Debería aportar claridad sobre los estándares para intercambiar datos con el fin de facilitar el procesamiento automatizado y estandarizado de extremo a extremo, desde los emisores hasta los inversores. Es crucial abordar en su origen las discrepancias existentes en el uso y el intercambio de datos, dado que pueden propagarse por toda la cadena de operaciones, lo que subraya la necesidad de un código normativo único.

Es esencial acordar una hoja de ruta para la transición al código normativo único. Se debe adoptar un enfoque coordinado en toda Europa, con un calendario para sustituir gradualmente las actuales prácticas nacionales y establecer un estándar unificado para el procesamiento de valores. De este modo se contribuirá a lograr unos mercados de capitales verdaderamente europeos. La hoja de ruta inicial se centra en la gestión de activos de garantía y en la administración de activos y tiene como objetivo eliminar estos obstáculos arraigados en el sector de valores.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

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

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

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

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

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

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

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

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

Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

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

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

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

3) Estimación de avance.

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

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

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

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

2) Excluida la zona del euro.

2 Actividad económica

2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total		Demanda interna							Saldo exterior ¹⁾		
	Total	Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
					Total	Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2022	13.724,4	13.448,1	7.232,5	2.943,7	3.015,6	1.557,3	867,7	584,2	256,4	-276,2	7.403,4	7.127,1
2023	14.599,7	14.077,2	7.730,5	3.092,9	3.195,1	1.643,5	923,9	621,4	58,8	-522,5	7.382,0	6.859,5
2024	15.155,6	14.481,3	8.007,3	3.272,2	3.197,8	1.652,0	910,9	628,2	3,9	-674,3	7.513,9	6.839,6
2024 I TR	3.740,6	3.568,6	1.982,3	799,5	801,3	413,8	227,5	158,4	-14,4	-172,0	1.854,6	1.682,6
II TR	3.765,8	3.581,1	1.990,9	813,4	783,2	410,6	229,1	141,8	-6,4	-184,7	1.897,0	1.712,3
III TR	3.802,3	3.643,3	2.008,3	825,8	801,7	411,0	225,9	163,1	7,5	-159,0	1.875,7	1.716,7
IV TR	3.844,9	3.687,8	2.026,4	833,6	812,8	416,8	229,4	164,9	14,9	-157,2	1.889,7	1.732,5
en porcentaje del PIB												
2024	100,0	95,6	52,8	21,6	21,1	10,9	6,0	4,1	0,0	-4,4	-	-
Volumenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2024 II TR	0,2	-0,1	0,0	1,1	-2,5	-0,8	0,5	-11,3	-	-	1,5	1,1
III TR	0,4	1,4	0,6	0,9	1,8	-0,4	-2,2	14,8	-	-	-1,3	0,5
IV TR	0,2	0,3	0,4	0,5	0,7	0,7	1,0	-0,1	-	-	0,0	0,1
2025 I TR	0,3	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
tasas de variación interanual												
2022	3,5	3,8	5,0	1,1	2,0	-0,1	3,5	5,1	-	-	7,4	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,4	1,7	0,7	2,2	3,6	-	-	-0,8	-1,4
2024	0,9	0,5	1,1	2,7	-1,8	-1,4	-2,6	-1,8	-	-	1,1	0,3
2024 II TR	0,5	-0,6	0,6	2,9	-3,2	-2,0	-1,8	-8,7	-	-	1,9	-0,4
III TR	1,0	1,0	1,1	3,0	-1,5	-1,9	-4,4	3,8	-	-	1,6	1,7
IV TR	1,2	1,3	1,5	2,7	-2,0	-0,6	-1,3	-6,3	-	-	1,3	1,5
2025 I TR	1,2	.	.	.	.	.	.	.	-	-	.	.
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2024 II TR	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,5	0,2	0,2	-	-
III TR	0,4	1,3	0,3	0,2	0,4	0,0	-0,1	0,6	0,5	-0,9	-	-
IV TR	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	-	-
2025 I TR	0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2022	3,5	3,8	2,6	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,5	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,1	0,1	0,2	-0,9	0,3	-	-
2024	0,9	0,4	0,6	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	-	-
2024 II TR	0,5	-0,6	0,3	0,6	-0,7	-0,2	-0,1	-0,4	-0,8	1,1	-	-
III TR	1,0	1,0	0,6	0,6	-0,3	-0,2	-0,3	0,2	0,1	0,0	-	-
IV TR	1,2	1,2	0,8	0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,3	0,0	-	-
2025 I TR	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2 Actividad económica

2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2022	12.339,8	217,9	2.422,4	646,3	2.342,4	633,1	544,6	1.340,7	1.490,5	2.324,6	377,3	1.384,6
2023	13.205,2	225,6	2.607,1	720,2	2.437,9	678,4	601,6	1.467,1	1.600,2	2.459,3	408,0	1.394,6
2024	13.641,1	229,5	2.535,8	738,7	2.528,8	720,4	632,7	1.538,2	1.680,8	2.607,3	428,8	1.514,5
2024 I TR	3.370,0	56,6	630,7	184,6	625,0	177,0	155,9	382,2	413,2	639,3	105,5	370,6
II TR	3.392,0	56,9	627,1	184,6	630,6	178,4	157,9	384,3	418,2	647,0	107,0	373,8
III TR	3.420,2	57,2	632,8	184,2	632,9	180,8	159,2	384,8	423,1	657,2	108,2	382,1
IV TR	3.456,8	58,7	642,9	185,5	640,3	184,2	159,7	387,0	426,5	663,9	108,2	388,1
en porcentaje del valor añadido												
2024	100,0	1,7	18,6	5,4	18,5	5,3	4,6	11,3	12,3	19,1	3,1	-
Volumenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2024 I TR	0,1	0,9	-1,5	0,1	0,7	1,0	1,1	0,9	0,1	0,3	0,8	2,2
II TR	0,2	-1,6	-0,1	-1,0	0,2	0,4	0,1	0,3	0,7	0,3	0,4	0,2
III TR	0,3	-0,5	0,1	-0,6	0,0	1,2	0,1	0,1	0,4	0,7	1,1	1,9
IV TR	0,2	0,5	-0,2	0,2	0,4	1,4	-1,0	0,4	0,0	0,5	-1,0	0,5
tasas de variación interanual												
2022	3,9	-0,9	0,5	0,0	8,1	5,6	-1,8	2,8	6,3	2,9	16,1	0,7
2023	0,7	0,3	-1,3	1,3	-0,1	4,6	-1,3	1,7	1,5	1,1	3,9	-1,9
2024	0,9	-0,6	-1,0	-1,6	0,8	3,9	0,5	1,9	1,9	1,6	1,2	0,8
2024 I TR	0,7	0,6	-1,4	-1,6	0,5	4,1	0,3	1,8	2,1	1,1	1,4	-1,4
II TR	0,7	-1,5	-1,3	-2,1	0,6	3,2	0,2	2,0	2,3	1,5	1,0	-0,9
III TR	1,0	-0,9	-0,2	-2,0	0,6	3,8	0,6	2,0	2,0	1,7	1,0	0,7
IV TR	0,8	-0,7	-1,6	-1,3	1,3	4,1	0,3	1,7	1,2	1,8	1,3	4,9
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2024 I TR	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
III TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2022	3,9	0,0	0,1	0,0	1,5	0,3	-0,1	0,3	0,8	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,2	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 I TR	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
II TR	0,7	0,0	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	0,0	-
III TR	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,0	-
IV TR	0,8	0,0	-0,3	-0,1	0,2	0,2	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
en porcentaje del total de personas ocupadas													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,6
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
tasas de variación interanual													
2022	2,4	2,5	1,9	-0,7	1,2	3,7	3,3	6,1	0,1	3,3	3,8	1,5	1,3
2023	1,4	1,5	0,7	-2,1	0,9	1,3	2,0	3,6	0,5	1,8	1,7	1,3	1,4
2024	1,0	1,0	0,6	0,0	0,2	1,1	1,0	1,7	0,7	-0,8	0,5	1,7	0,5
2024 II TR	1,0	1,0	0,7	0,5	0,5	1,2	0,7	1,7	0,7	-1,3	0,6	1,9	0,7
III TR	1,0	1,0	0,8	0,2	0,3	0,8	1,0	1,4	0,8	-1,9	0,8	1,8	0,7
IV TR	0,7	0,8	0,1	-1,0	0,0	0,8	1,1	1,3	0,8	-0,3	-0,1	1,6	0,0
2025 I TR	0,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Horas trabajadas													
en porcentaje del total de horas trabajadas													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,2	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,2	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
tasas de variación interanual													
2022	3,6	3,6	3,3	-1,3	1,2	4,2	7,4	6,4	-0,7	5,3	4,4	0,8	4,8
2023	1,3	1,6	0,2	-2,2	0,6	0,9	1,8	3,4	0,1	1,4	1,7	1,5	1,8
2024	1,0	1,2	0,4	-0,5	0,3	1,1	1,0	2,0	0,5	-1,2	1,2	1,8	0,8
2024 I TR	0,8	0,8	0,5	-1,3	-0,4	1,1	1,0	2,2	0,1	-1,1	1,2	1,3	0,1
II TR	0,9	1,0	0,4	0,0	0,4	0,7	0,4	1,8	0,4	-2,1	1,0	1,8	1,0
III TR	0,6	0,8	-0,1	-0,7	-0,1	0,3	0,6	1,2	0,5	-2,4	0,9	1,3	0,5
IV TR	1,0	1,3	0,0	-0,9	0,2	1,1	1,2	1,7	0,2	0,1	0,8	1,9	0,9
Horas trabajadas por persona ocupada													
tasas de variación interanual													
2022	1,1	1,1	1,4	-0,6	-0,1	0,6	4,0	0,3	-0,8	1,9	0,6	-0,7	3,5
2023	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,2	0,4
2024	0,1	0,2	-0,2	-0,6	0,1	0,0	0,0	0,3	-0,2	-0,5	0,6	0,0	0,3
2024 I TR	-0,4	-0,3	-0,4	-1,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3	-0,6	-1,5	0,4	-0,3	-0,4
II TR	-0,1	-0,1	-0,3	-0,5	-0,1	-0,5	-0,2	0,0	-0,3	-0,9	0,4	-0,1	0,3
III TR	-0,4	-0,3	-0,9	-1,0	-0,4	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,2
IV TR	0,3	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,1	0,4	-0,6	0,4	0,9	0,3	0,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2 Actividad económica

2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de la población activa	Desempleo ¹⁾											Tasa de vacantes ³⁾
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa ²⁾	Por edad				Por sexo				
						Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
			Millones	% de la población activa		Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	% del total de puestos de trabajo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% del total en 2020			100,0			80,1		19,9		51,3		48,7		
2022	167,966	3,1	11,400	6,8	2,7	9,148	6,0	2,252	14,6	5,734	6,4	5,666	7,2	3,2
2023	170,280	2,9	11,183	6,6	2,4	8,886	5,8	2,297	14,5	5,651	6,2	5,531	6,9	3,0
2024	171,876	2,8	10,938	6,4	2,1	8,610	5,5	2,328	14,6	5,605	6,1	5,334	6,6	2,6
2024 II TR	171,794	2,8	11,034	6,4	2,1	8,691	5,6	2,342	14,7	5,619	6,2	5,415	6,7	2,6
III TR	171,945	2,8	10,865	6,3	1,9	8,499	5,4	2,366	14,8	5,654	6,2	5,211	6,5	2,5
IV TR	172,125	2,8	10,605	6,2	2,0	8,335	5,4	2,269	14,4	5,461	6,0	5,144	6,4	2,5
2025 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,4
2024 Nov	-	-	10,619	6,2	-	8,323	5,3	2,297	14,5	5,463	6,0	5,156	6,4	-
Dic	-	-	10,722	6,2	-	8,448	5,4	2,273	14,4	5,493	6,0	5,229	6,5	-
2025 Ene	-	-	10,813	6,3	-	8,490	5,4	2,324	14,7	5,521	6,0	5,293	6,6	-
Feb	-	-	10,798	6,3	-	8,458	5,4	2,340	14,7	5,486	6,0	5,312	6,6	-
Mar	-	-	10,887	6,3	-	8,541	5,5	2,346	14,8	5,572	6,1	5,316	6,6	-
Abr	-	-	10,680	6,2	-	8,408	5,4	2,272	14,4	5,452	6,0	5,228	6,5	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

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

2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

	Producción Industrial						Produc- ción de la cons- trucción	Ventas del comercio al por menor				Producción de servicios ¹⁾	Matricula- ciones de auto- móviles
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimen- tación, bebidas, tabaco	No alimen- tación	Com- bus- tible		
	Total	Manu- facturas	Bienes inter- medios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,4	4,5	9,9	-4,3
2023	-1,6	-1,2	-6,1	3,2	-1,0	-5,0	1,9	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	0,0	-0,3	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,6	1,7	-0,1
2024 II TR	-4,0	-4,2	-5,4	-6,5	0,6	-0,4	-1,7	0,3	0,3	0,5	0,1	1,5	2,8
III TR	-1,8	-2,0	-3,7	-3,8	2,6	1,0	-2,2	2,1	0,8	2,9	2,3	1,0	-9,0
IV TR	-1,6	-1,9	-2,4	-4,2	2,6	0,0	0,0	2,1	0,9	3,0	0,8	2,3	-1,9
2025 I TR	1,5	1,5	-1,4	-1,3	9,2	0,8	-0,5	1,8	1,1	2,4	1,0	.	-2,5
2024 Nov	-2,0	-2,2	-2,2	-3,1	-0,6	-0,2	0,2	1,8	1,1	2,2	1,2	2,8	0,0
Dic	-1,8	-2,1	-2,0	-7,3	6,1	0,7	0,3	2,2	0,7	3,5	0,1	2,0	-1,3
2025 Ene	-0,4	-0,2	-1,3	-3,2	5,8	-1,6	-0,1	1,9	1,2	2,9	0,2	3,0	-3,6
Feb	1,0	0,5	-2,7	-1,9	7,7	2,2	-0,6	1,9	1,5	2,1	2,0	1,7	1,2
Mar	3,6	3,8	-0,2	1,0	13,8	2,2	-1,1	1,5	0,6	2,3	0,9	.	-4,9
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,9
tasas de variación intermensual (d.)													
2024 Nov	0,3	0,4	0,5	0,3	-0,1	2,1	0,9	0,1	0,0	-0,1	1,2	0,4	3,9
Dic	-0,6	-1,1	-1,2	-1,9	5,5	1,5	0,4	-0,1	-0,4	0,3	-0,4	-0,2	-1,8
2025 Ene	0,8	1,0	1,0	0,0	-2,1	-1,1	0,3	0,0	0,5	0,0	0,2	0,4	-1,2
Feb	1,1	1,1	0,6	0,8	1,7	0,6	-1,2	0,2	0,1	0,0	0,4	-0,1	3,4
Mar	2,6	2,5	0,6	3,2	2,3	-0,5	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,4	.	-1,7
Abr	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,0

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

2 Actividad económica

2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)								Encuestas a directores de compras (Índices de difusión)			
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios		PMI de manufacturas	Producción manufacturera	Actividad de los servicios	PMI compuesto de actividad
		Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1999-2020	99,7	-4,2	80,1	-11,0	-12,6	-6,7	6,4	.	-	-	-	-
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	-
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	50,1
2024 III TR	96,1	-11,0	78,2	-13,0	-5,0	-8,6	6,1	90,2	45,5	45,4	52,1	50,3
IV TR	95,2	-12,7	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	49,3
2025 I TR	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,4	-5,8	4,3	90,3	47,6	48,8	51,0	50,4
II TR	.	.	77,5	.	.	.	.	89,8	.	.	.	.
2024 Dic	93,5	-14,3	.	-14,3	-3,8	-4,6	5,4	.	45,1	44,3	51,6	49,6
2025 Ene	95,2	-12,4	77,3	-14,1	-2,9	-5,3	5,7	90,3	46,6	47,1	51,3	50,2
Feb	96,2	-11,0	.	-13,7	-3,5	-5,2	5,0	.	47,6	48,9	50,6	50,2
Mar	95,1	-10,6	.	-14,5	-3,7	-7,0	2,3	.	48,6	50,5	51,0	50,9
Abr	93,8	-11,0	77,5	-16,6	-4,1	-8,9	1,6	89,8	49,0	51,5	50,1	50,4
May	94,8	-10,3	.	-15,2	-3,6	-7,0	1,5	.	49,4	51,5	49,7	50,2

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

2.7 Resumen de indicadores de los hogares y de las sociedades no financieras

(precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

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

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital ¹⁾	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria			
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2024 II TR	1.491,9	1.358,5	133,4	713,8	616,3	390,5	338,5	341,2	313,1	46,4	90,6	24,4	22,2
III TR	1.470,6	1.380,5	90,1	704,4	620,3	376,9	341,4	339,1	325,9	50,1	92,9	21,3	16,5
IV TR	1.488,3	1.405,1	83,2	708,7	624,4	384,8	338,8	341,7	338,4	53,1	103,4	34,4	23,0
2025 I TR	1.540,9	1.409,1	131,8	766,3	646,0	398,5	359,4	329,5	320,7	46,5	83,0	30,2	26,0
2024 Oct	488,4	463,0	25,4	231,0	204,8	125,4	110,3	114,8	114,9	17,1	32,9	7,5	4,7
Nov	495,7	474,1	21,6	239,2	209,4	126,8	114,9	112,7	117,5	17,1	32,3	6,6	5,2
Dic	504,3	468,0	36,2	238,5	210,2	132,6	113,6	114,3	106,0	18,9	38,2	20,3	13,1
2025 Ene	506,6	466,4	40,3	248,4	206,7	132,1	120,2	111,1	110,8	15,1	28,6	12,4	11,8
Feb	516,3	475,7	40,6	253,4	218,3	136,3	121,8	111,0	109,8	15,6	25,8	7,1	6,4
	517,9	467,0	50,9	264,6	221,0	130,1	117,4	107,5	100,0	15,7	28,5	10,8	7,8
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2025 Mar	5.991,7	5.553,2	438,5	2.893,2	2.507,1	1.550,7	1.378,1	1.351,7	1.298,1	196,1	369,9	110,3	87,7
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2025 Mar	39,5	36,6	2,9	19,1	16,5	10,2	9,1	8,9	8,6	1,3	2,4	0,7	0,6

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exporta- ciones	Importa- ciones	Total				Pro memoria: Manu- facturas	Total				Pro memoria:	
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufac- turas	Petró- leo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2024 II TR	1,5	-4,4	715,7	337,6	137,2	223,9	592,3	671,9	384,1	109,7	163,1	480,9	78,9
III TR	2,2	0,3	711,0	338,9	137,0	219,0	590,2	675,3	380,3	112,5	165,3	490,9	75,0
IV TR	1,2	2,1	716,6	336,6	139,4	224,3	594,7	683,4	381,0	111,5	171,3	493,5	70,1
2025 I TR	7,8	7,4	771,1	.	.	.	640,3	706,8	.	.	.	503,1	.
2024 Oct	2,4	3,4	233,9	111,3	44,5	73,9	195,5	227,7	128,0	36,6	57,4	165,6	23,9
Nov	-1,7	-0,5	241,3	113,1	47,7	74,8	199,6	229,2	128,2	37,8	57,0	165,2	23,2
Dic	3,0	3,6	241,4	112,2	47,2	75,7	199,6	226,5	124,8	37,2	56,9	162,7	23,0
2025 Ene	3,0	7,9	246,1	117,3	47,2	76,4	203,2	232,5	130,9	37,2	58,0	166,1	23,8
Feb	6,4	5,5	258,7	128,1	47,2	76,8	214,9	236,0	133,6	38,2	58,9	167,9	22,8
Mar	13,7	8,7	266,3	.	.	.	222,1	238,3	.	.	.	169,1	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2024 I TR	-3,6	-6,7	97,0	90,3	97,0	107,8	96,9	97,5	94,1	94,1	103,8	96,9	129,7
II TR	-1,2	-4,3	95,5	89,4	92,0	108,4	95,4	98,5	94,8	96,9	104,9	98,2	133,1
III TR	-0,6	-1,0	94,5	89,0	90,7	106,1	94,6	98,8	94,8	99,2	105,5	99,7	129,8
IV TR	-2,4	1,4	93,9	87,4	90,3	107,2	94,1	99,8	95,1	96,4	109,4	99,9	133,0
2024 Sep	-2,1	0,0	94,1	88,6	92,0	103,9	94,4	99,0	94,9	98,8	105,8	100,2	129,2
Oct	-0,5	4,3	92,7	87,5	88,5	104,9	93,3	100,2	96,3	95,2	109,7	100,9	132,1
Nov	-4,9	-0,9	95,2	88,2	92,7	108,0	95,4	100,3	96,0	97,3	108,4	99,7	134,6
Dic	-1,8	0,4	93,7	86,3	89,7	108,6	93,8	98,9	93,1	96,6	110,0	99,1	132,3
2025 Ene	-3,2	2,4	95,7	89,0	92,4	108,8	95,8	99,3	95,2	94,3	108,6	99,1	127,8
Feb	-1,5	-1,0	98,0	93,7	92,1	107,1	98,3	100,7	96,2	97,9	109,2	100,4	133,8

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

3 Precios y costes

3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total	Total, excluidos energía y alimentos										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2024 II TR	126,3	2,5	2,8	1,3	4,0	0,5	0,5	-0,4	0,0	-0,5	1,2	2,5	2,8
III TR	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,9	0,2	-1,4	1,0	1,9	4,0
IV TR	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,7	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3
2025 I TR	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,4	0,5	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7
2024 Dic	127,1	2,4	2,7	1,2	4,0	0,2	0,2	-0,3	0,0	0,6	0,3	2,2	4,4
2025 Ene	126,7	2,5	2,7	1,4	3,9	0,5	0,1	0,1	0,1	3,0	0,3	2,3	4,4
Feb	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,2	0,2	0,4	0,1	-0,3	0,3	2,2	3,3
Mar	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,0	0,1	0,8	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5
Abr	128,8	2,2	2,7	0,7	4,0	0,1	0,0	0,7	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3
May ³⁾	128,7	1,9	2,3	.	3,2	-0,1	0,6	-0,3	0,1	-1,2	-0,2	.	.

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Total	Alquileres				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% del total en 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0
2024 II TR	2,6	2,9	1,4	0,6	0,7	0,0	3,3	2,8	3,7	-0,5	5,1	4,0
III TR	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0
IV TR	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0
2025 I TR	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1
2024 Dic	2,6	2,9	1,6	0,4	0,5	0,1	3,3	3,0	5,1	-2,4	4,7	4,0
2025 Ene	2,3	2,6	1,4	0,9	0,5	1,9	3,3	2,9	4,4	-1,9	4,6	4,1
Feb	2,7	2,6	3,0	0,4	0,6	0,2	3,3	2,9	3,9	-2,2	4,3	4,1
Mar.	2,9	2,6	4,2	0,2	0,6	-1,0	3,3	2,9	3,4	-1,7	3,8	4,2
Abr	3,0	2,4	4,9	-0,6	0,6	-3,6	3,3	3,0	5,7	-1,9	4,4	4,0
Mav ³⁾	3,3	2,9	4,4	.	0,6	-3,6	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

3 Precios y costes

3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Construcción ²⁾	Precios de los inmuebles residenciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2021 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
		Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo							
						Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No alimen- tación					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,1	0,6
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-5,9
2024 II TR	122,8	-4,4	-0,2	-0,4	-3,1	1,6	1,1	-0,4	1,1	-12,2	2,5	1,4	-7,2
III TR	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,7	-5,7
IV TR	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	0,8	4,2	-2,3
2025 I TR	127,7	2,2	0,7	1,3	0,7	1,7	2,0	1,5	1,5	4,9	0,9	.	.
2024 Oct	124,6	-3,3	-0,9	0,8	-0,5	1,3	2,1	1,3	1,3	-11,2	-	-	-
Nov	126,7	-1,2	-0,1	0,9	-0,3	1,4	2,1	1,6	1,1	-5,0	-	-	-
Dic	127,2	0,0	0,4	1,0	0,0	1,5	2,0	1,4	1,2	-1,7	-	-	-
2025 Ene	128,2	1,7	1,0	1,3	0,5	1,7	2,1	1,3	1,6	3,3	-	-	-
Feb	128,5	3,0	0,8	1,4	0,9	1,7	2,0	1,4	1,5	7,6	-	-	-
Mar	126,4	1,9	0,3	1,3	0,8	1,8	2,0	1,6	1,4	3,8	-	-	-

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

1) Únicamente ventas interiores.

2) Precios de producción de los edificios residenciales.

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

3.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2020 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta- ciones ¹⁾	Importa- ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% del total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2022	107,3	5,1	7,0	6,7	4,5	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9
2023	113,7	6,0	4,6	6,4	3,6	4,2	0,6	-2,3	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0
2024	117,1	2,9	2,4	2,5	3,0	1,9	0,7	-0,6	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5
2024 II TR	116,6	2,9	2,7	2,7	3,2	1,8	0,8	-0,1	85,0	13,0	16,5	9,4	11,4	13,1	9,4
III TR	117,3	2,7	2,2	2,1	2,9	1,9	1,3	0,1	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1
IV TR	118,3	2,5	2,0	1,9	2,4	2,0	1,6	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	22,0	12,8
2025 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	19,8	27,8	11,3	19,1	24,6	12,2
2024 Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	.	17,6	23,2	12,0	17,9	21,8	13,2
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	.	22,0	32,7	11,2	22,6	31,3	12,3
2025 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,8	36,6	10,7	24,1	34,6	11,6
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	.	23,1	32,7	12,9	21,4	27,5	13,6
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	.	12,8	15,1	10,4	12,1	12,7	11,4
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,6	-1,8	-5,7	-3,2	-1,6	-5,3

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

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

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

3 Precios y costes

3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-2020	4,7	5,8	4,0	-3,3	29,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 II TR	5,9	14,1	14,9	4,3	56,7	49,9	60,5	48,6	54,6
III TR	6,8	13,6	13,8	2,8	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
IV TR	7,4	13,9	14,8	4,9	48,8	49,1	58,0	48,2	53,3
2025 I TR	10,3	16,7	14,8	4,7	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
2024 Dic	7,8	14,3	15,5	6,6	50,3	50,0	59,6	48,6	53,9
2025 Ene	10,0	17,3	16,7	6,8	51,6	52,0	60,8	50,0	53,9
Feb	9,9	16,5	14,0	4,1	49,8	52,2	60,8	49,8	54,7
Mar	11,0	16,5	13,6	3,0	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6
Abr	10,6	17,0	14,5	4,6	48,7	48,9	58,2	51,3	52,9
May	7,9	14,9	14,2	3,0	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6

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

3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,7	4,5	3,7	7,0	5,1	3,4	2,9
2023	110,7	4,7	4,6	4,9	5,0	4,1	4,4
2024	115,8	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,5
2024 II TR	119,8	5,1	4,9	5,6	5,0	5,3	3,6
III TR	112,1	4,5	4,3	5,1	4,7	4,2	5,4
IV TR	122,8	3,7	4,1	2,6	3,9	3,3	4,1
2025 I TR	111,9	3,2	3,3	3,0	3,8	1,9	2,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Precios y costes

3.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2022	103,0	3,4	4,2	4,6	8,1	1,4	2,9	5,1	5,7	3,3	2,1	-5,7
2023	109,6	6,4	3,8	7,7	4,9	7,9	4,0	7,4	4,0	6,4	5,0	2,5
2024	114,7	4,7	5,0	5,7	6,7	4,6	2,0	5,2	0,9	3,4	4,9	4,1
2024 I TR	113,2	5,5	4,2	6,5	7,1	5,0	2,4	5,6	2,7	3,9	5,8	5,2
II TR	114,1	5,2	6,1	6,6	6,9	4,9	2,5	6,3	0,2	3,1	5,4	4,6
III TR	114,9	4,5	5,5	4,6	7,2	4,9	1,7	5,2	-0,5	3,5	4,8	3,7
IV TR	115,9	3,7	4,6	5,7	6,1	3,8	1,8	4,0	1,3	3,2	3,8	2,9
Remuneración por asalariado												
2022	109,0	4,5	4,0	3,9	4,2	6,1	2,5	3,1	5,2	5,7	3,4	8,1
2023	114,8	5,3	6,4	5,4	4,8	5,7	5,0	5,4	3,8	6,3	4,8	5,0
2024	120,0	4,5	4,4	4,4	3,9	4,4	4,2	4,9	3,6	4,8	4,8	4,8
2024 I TR	118,4	4,8	4,3	4,8	3,7	4,1	3,9	5,2	4,0	5,2	5,3	6,1
II TR	119,5	4,8	4,0	4,7	3,5	4,9	4,0	5,9	3,5	4,8	5,0	5,0
III TR	120,6	4,5	4,4	4,1	4,2	4,5	4,1	5,0	3,4	4,7	4,8	4,1
IV TR	121,8	4,1	4,9	4,0	3,9	4,0	4,6	3,5	3,4	4,6	4,1	4,3
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2022	105,8	1,1	-0,2	-0,7	-3,6	4,6	-0,4	-1,9	-0,5	2,4	1,4	14,7
2023	104,8	-1,0	2,5	-2,1	0,0	-2,1	1,0	-1,8	-0,1	-0,2	-0,2	2,4
2024	104,6	-0,1	-0,6	-1,2	-2,6	-0,2	2,1	-0,3	2,6	1,4	-0,2	0,7
2024 II TR	104,6	-0,4	-2,0	-1,8	-3,2	0,0	1,5	-0,4	3,3	1,7	-0,4	0,4
III TR	104,8	0,0	-1,1	-0,5	-2,8	-0,3	2,4	-0,1	3,9	1,2	-0,1	0,3
IV TR	105,0	0,4	0,3	-1,6	-2,1	0,2	2,8	-0,5	2,0	1,3	0,2	1,3
2025 I TR	105,0	0,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Remuneración por hora trabajada												
2022	103,6	3,4	5,4	4,0	4,0	2,0	2,5	3,8	3,8	4,6	4,2	5,0
2023	109,1	5,3	6,0	5,7	5,1	5,7	5,1	5,8	4,6	6,0	4,6	4,3
2024	113,8	4,4	3,9	4,3	4,0	4,2	3,8	4,9	3,5	4,0	4,8	4,6
2024 I TR	112,1	5,1	5,8	5,4	4,2	4,5	4,3	5,6	4,5	4,8	5,6	6,7
II TR	113,0	4,8	3,4	4,7	4,2	5,1	3,8	6,0	4,0	4,2	5,1	4,7
III TR	114,1	4,7	3,6	4,6	4,5	4,7	4,2	5,1	2,7	4,5	5,3	4,2
IV TR	114,7	3,7	3,3	3,7	3,7	3,5	4,1	3,7	3,6	3,6	3,7	3,7
Productividad del trabajo por hora												
2022	100,1	0,0	0,4	-0,6	-4,1	0,6	-0,7	-1,1	-2,4	1,8	2,1	10,8
2023	99,2	-0,9	2,5	-1,9	0,4	-1,9	1,2	-1,4	0,2	-0,2	-0,4	2,0
2024	99,0	-0,2	0,0	-1,3	-2,6	-0,2	1,8	-0,1	3,1	0,7	-0,2	0,4
2024 I TR	98,8	-0,3	1,8	-1,0	-2,7	-0,5	1,9	0,2	2,9	0,9	-0,2	1,3
II TR	98,8	-0,3	-1,6	-1,7	-2,8	0,2	1,4	-0,1	4,2	1,3	-0,3	0,1
III TR	99,1	0,4	-0,1	-0,1	-2,3	0,0	2,6	0,1	4,4	1,1	0,5	0,5
IV TR	98,8	0,1	0,2	-1,9	-2,3	0,1	2,4	0,1	1,6	0,4	-0,1	0,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

4.1 Tipos de interés del mercado monetario

(porcentajes; medias del período)

	Zona del euro ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63	-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2024 Dic	3,06	2,89	2,82	2,63	2,44	4,53	0,23
2025 Ene	2,92	2,80	2,70	2,61	2,52	4,32	0,29
Feb	2,69	2,61	2,52	2,46	2,41	4,34	0,48
Mar	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33	0,48
Abr	2,34	2,24	2,25	2,20	2,14	4,35	0,48
May	2,17	2,10	2,09	2,12	2,08	4,31	0,48

Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos				
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Reino Unido	Zona del euro ^{1), 2)}				
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	-0,24	2,85	2,48	2,47	2,76	
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	-1,20	2,25	1,54	1,76	2,64	
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91	
2024 Dic	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	-0,06	1,86	1,89	2,50	2,91	
2025 Ene	2,45	2,17	2,06	2,21	2,53	0,37	0,38	0,11	1,94	2,00	2,59	3,01	
Feb	2,24	2,06	1,97	2,11	2,47	0,41	0,11	0,53	1,90	1,91	2,50	3,03	
Mar	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,61	1,92	2,03	2,88	3,52	
Abr	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,81	1,63	1,74	2,65	3,40	
May	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,78	1,73	1,87	2,70	3,42	

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales										Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Energéticas	Telecomunicaciones	Sanidad		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2024 Dic	507,4	4.918,3	932,6	283,1	151,7	118,8	245,5	996,6	1.065,8	381,4	331,4	816,9	6.012,2	39.297,0
2025 Ene	523,1	5.098,1	939,9	292,0	149,6	123,8	258,2	1.024,4	1.103,1	380,9	334,7	859,5	5.979,5	39.298,0
Feb	553,7	5.420,0	1.008,0	305,6	155,4	128,1	282,1	1.084,2	1.154,8	387,0	364,1	901,7	6.038,7	38.735,3
Mar	559,1	5.417,7	1.028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1.133,6	1.078,3	407,9	372,4	885,3	5.684,0	37.311,8
Abr	520,6	4.994,0	938,6	256,5	158,1	118,1	290,6	1.028,5	972,3	428,7	363,4	799,9	5.369,5	34.343,0
May	562,6	5.358,5	991,5	270,2	165,8	126,5	317,9	1.146,4	1.088,5	446,5	374,1	824,3	5.810,9	37.490,5

Fuente: LSEG.

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo		Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda						
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE ³⁾	Por período inicial de fijación del tipo de interés				TAE ³⁾	Indicador sintético del coste de financiación
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2024 May	0,39	1,76	3,10	2,81	8,21	17,04	7,65	7,94	8,68	5,26	4,81	3,96	3,62	3,42	4,04	3,81
Jun	0,38	1,77	3,03	2,84	8,18	17,01	7,41	7,71	8,45	5,15	4,80	3,95	3,63	3,39	4,03	3,78
Jul	0,38	1,77	3,01	2,77	8,15	17,00	7,55	7,79	8,49	5,03	4,75	3,93	3,64	3,38	4,00	3,75
Ago	0,38	1,77	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,37	3,99	3,73
Sep	0,37	1,77	3,00	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64
Oct	0,36	1,77	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55
Nov	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
Dic	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,77	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,65	3,39
2025 Ene	0,34	1,75	2,33	2,42	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
Feb	0,32	1,55	2,20	2,37	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,53	3,37	3,09	3,61	3,33
Mar	0,31	1,52	2,10	2,26	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,51	3,36	3,10	3,58	3,32
Abr	0,29	1,50	1,97	2,33	7,53	16,58	6,94	7,57	8,29	4,29	3,84	3,48	3,32	3,03	3,52	3,27

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón de euros			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2024 May	0,91	3,65	3,61	5,33	5,37	5,77	5,68	5,40	5,09	4,29	4,99	4,96	4,19	5,12
Jun	0,87	3,54	3,54	5,25	5,33	5,69	5,67	5,24	4,99	4,22	5,02	5,05	4,14	5,08
Jul	0,87	3,48	3,28	5,21	5,13	5,44	5,50	5,27	4,93	4,17	5,08	4,99	4,12	5,07
Ago	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01
Sep	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79
Oct	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67
Nov	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52
Dic	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,62	4,36
2025 Ene	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,19	3,87	3,65	4,25
Feb	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11
Mar	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,54	4,81	3,98	3,77	3,68	3,67	3,78	3,65	3,93
Abr	0,60	2,15	2,66	4,03	3,90	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,54	3,51	3,66	3,79

Fuente: BCE.

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

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

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾						
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Sociedades no financieras	Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Sociedades no financieras	Administraciones Públicas	
			Instituciones financieras distintas de IFM			Total	de las cuales, Administración Central			Instituciones financieras distintas de IFM			Total	de las cuales, Administración Central
			Total	FVC						Total	FVC			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Corto plazo														
2022	1.386,6	483,4	141,1	51,0	95,1	667,0	621,7	480,2	179,8	115,8	48,3	50,6	133,9	97,1
2023	1.570,6	619,8	162,4	65,1	86,6	701,8	659,1	502,5	211,8	114,1	39,4	49,1	127,5	103,8
2024	1.565,9	564,9	188,4	69,9	71,0	741,6	674,7	470,6	179,7	117,0	44,4	39,3	134,7	108,2
2024 Nov	1.573,3	576,2	192,1	68,5	80,1	725,0	665,7	490,9	187,1	132,1	48,1	31,7	139,9	125,8
	1.565,9	564,9	188,4	69,9	71,0	741,6	674,7	447,4	170,9	127,8	51,2	28,9	119,8	91,5
2025 Ene	1.548,9	582,1	181,7	67,9	79,4	705,6	636,1	596,1	266,2	145,2	54,4	41,7	143,1	116,6
	1.542,6	577,7	187,4	68,3	83,6	693,9	628,8	524,9	231,5	138,5	54,3	36,9	118,0	97,0
Mar	1.551,4	587,5	184,9	68,7	78,7	700,3	632,1	526,8	221,4	133,4	53,9	36,7	135,3	110,0
Abr	1.531,0	552,8	188,1	64,7	88,3	701,9	629,9	553,4	226,2	142,7	53,2	51,5	133,0	109,8
Largo plazo														
2022	17.698,4	3.896,2	3.107,6	1.321,1	1.421,7	9.272,9	8.560,9	292,1	76,5	68,0	28,1	17,1	130,4	121,0
2023	19.331,5	4.438,7	3.249,8	1.316,9	1.536,9	10.106,1	9.366,2	320,4	92,9	67,7	25,6	21,4	138,4	129,9
2024	20.479,1	4.768,3	3.553,5	1.354,4	1.642,6	10.514,7	9.743,0	349,2	89,3	86,9	24,5	26,8	146,1	135,5
2024 Nov	20.682,4	4.793,1	3.533,9	1.344,5	1.656,1	10.699,3	9.918,6	317,1	67,7	94,7	32,4	27,5	127,1	120,4
	20.479,1	4.768,3	3.553,5	1.354,4	1.642,6	10.514,7	9.743,0	253,4	69,0	96,7	31,4	16,9	70,9	64,9
2025 Ene	20.690,8	4.834,8	3.561,8	1.345,0	1.655,4	10.638,7	9.856,3	487,8	163,5	79,9	20,8	30,0	214,4	190,7
	20.899,5	4.864,4	3.596,8	1.348,2	1.663,8	10.774,5	9.981,2	394,0	96,9	81,2	20,8	23,0	192,8	177,0
Mar	20.658,5	4.811,2	3.595,8	1.361,4	1.642,7	10.608,8	9.823,8	398,2	94,8	103,8	39,3	30,1	169,6	153,3
Abr	20.820,0	4.778,3	3.589,4	1.359,3	1.640,9	10.811,5	10.022,1	345,2	55,4	98,7	27,4	24,5	166,7	159,3

Fuente: BCE.

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

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

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

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas				
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones financieras distintas de IFM	Soci- dades no financieras		
			Instituciones financieras distintas de IFM		Socie- dades no financieras	Total					de las cuales, Adminis- tración Central	
			Total	FVC								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo												
2022	19.085,0	4.379,6	3.248,7	1.372,1	1.516,7	9.939,9	9.182,6	8.698,7	524,9	1.287,4	6.885,7	
2023	20.902,0	5.058,5	3.412,1	1.382,1	1.623,5	10.807,9	10.025,4	9.673,2	619,8	1.415,2	7.637,7	
2024	22.044,9	5.333,2	3.741,9	1.424,2	1.713,5	11.256,3	10.417,6	10.167,7	750,4	1.589,8	7.827,0	
2024 Nov	22.255,8	5.369,2	3.726,0	1.413,0	1.736,2	11.424,4	10.584,3	10.171,8	721,1	1.586,4	7.863,9	
2025	Dic	22.044,9	5.333,2	3.741,9	1.424,2	1.713,5	11.256,3	10.417,6	10.167,7	750,4	1.589,8	
	Ene	22.239,7	5.416,9	3.743,6	1.412,9	1.734,8	11.344,4	10.492,5	10.853,2	829,3	1.683,5	
	Feb	22.442,2	5.442,1	3.784,1	1.416,5	1.747,5	11.468,4	10.610,0	11.115,1	933,6	1.744,5	
	Mar	22.209,9	5.398,7	3.780,7	1.430,1	1.721,4	11.309,1	10.455,9	10.626,4	936,4	1.721,2	
Abr	22.351,0	5.331,0	3.777,4	1.423,9	1.729,2	11.513,3	10.652,0	10.527,5	930,2	1.714,3	7.882,6	
Tasa de crecimiento ¹⁾												
2024 Sep	4,6	6,0	4,4	-1,2	3,6	4,2	4,0	-0,2	-2,2	-0,6	0,1	
Oct	4,7	5,5	4,0	-1,3	3,7	4,7	4,6	0,2	-2,3	-0,6	0,6	
Nov	4,5	4,3	5,3	0,6	3,4	4,5	4,5	0,2	-2,0	-0,7	0,6	
Dic	4,3	3,7	6,0	1,1	2,8	4,3	4,1	0,1	-2,6	-0,6	0,5	
2025	Ene	4,3	3,3	4,5	-0,4	3,3	4,8	4,7	0,1	-2,4	-0,6	
	Feb	4,1	2,8	4,8	0,3	3,2	4,7	4,6	0,1	-2,1	-0,6	
	Mar	3,8	1,9	5,9	1,5	3,0	4,2	4,1	0,0	-1,9	-0,7	
	Abr	3,8	1,1	6,8	1,9	2,2	4,4	4,4	-0,2	-1,9	-0,3	

Fuente: BCE.

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

4 Evolución de los mercados financieros

4.8 Tipos de cambio efectivos¹⁾

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

	TCE-18						TCE-41	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,3	84,4	64,8	83,3	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,9	67,5	87,2	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,6	68,1	88,4	124,1	95,0
2024 II TR	98,7	94,6	98,2	89,7	68,6	88,7	124,1	95,1
III TR	99,0	95,0	98,5	90,0	68,0	88,9	125,1	95,5
IV TR	97,6	93,6	97,0	89,1	66,9	87,8	123,6	94,2
2025 I TR	97,1	93,3	96,4	.	.	.	122,9	93,5
2024 Dic	96,9	93,0	96,4	-	-	-	122,7	93,5
2025 Ene	96,7	92,9	95,8	-	-	-	122,3	93,1
Feb	96,3	92,6	95,5	-	-	-	121,8	92,7
Mar	98,3	94,4	97,9	-	-	-	124,5	94,7
Abr	100,5	96,5	100,5	-	-	-	127,7	96,9
May	100,1	96,1	100,4	-	-	-	127,0	96,3
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2025 May	-0,4	-0,4	-0,1	-	-	-	-0,5	-0,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2025 May	1,3	1,4	2,1	-	-	-	2,1	1,1

Fuente: BCE.

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

4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 II TR	7,797	24,959	7,460	391,332	167,773	4,300	0,853	4,9750	11,504	0,974	1,077
III TR	7,870	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
IV TR	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 I TR	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
2024 Dic	7,630	25,136	7,459	411,986	161,083	4,270	0,828	4,9749	11,504	0,934	1,048
2025 Ene	7,556	25,163	7,461	411,725	161,921	4,247	0,839	4,9752	11,480	0,941	1,035
Feb	7,576	25,075	7,459	403,001	158,104	4,171	0,831	4,9770	11,245	0,941	1,041
Mar.	7,835	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
Abr	8,185	25,039	7,465	406,437	161,671	4,265	0,854	4,9775	10,974	0,937	1,121
May	8,135	24,923	7,460	403,939	163,144	4,254	0,843	5,0714	10,881	0,936	1,128
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2025 May	-0,6	-0,5	-0,1	-0,6	0,9	-0,3	-1,2	1,9	-0,8	-0,1	0,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2025 May	4,0	0,4	0,0	4,3	-3,2	-0,6	-1,4	1,9	-6,3	-4,8	4,3

Fuente: BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2024 I TR	33.779,6	33.098,8	680,8	12.402,7	9.938,6	13.176,7	15.307,8	-19,9	7.005,0	7.852,3	1.215,1	16.680,2
II TR	34.353,6	33.249,9	1.103,7	12.418,9	9.849,1	13.599,4	15.603,0	-12,8	7.080,5	7.797,9	1.267,7	16.629,3
III TR	34.680,1	33.430,0	1.250,1	12.222,3	9.681,6	13.913,4	15.953,4	-22,3	7.247,6	7.795,1	1.319,1	16.698,1
IV TR	35.826,3	34.169,3	1.656,9	12.620,2	9.956,9	14.652,6	16.504,8	-20,3	7.179,7	7.707,7	1.394,2	16.699,0
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2024 IV TR	236,4	225,5	10,9	83,3	65,7	96,7	108,9	-0,1	47,4	50,9	9,2	110,2
Transacciones												
2024 II TR	184,8	54,0	130,8	-26,1	-124,3	175,6	276,7	16,7	14,8	-98,3	3,7	-
III TR	451,4	301,3	150,0	21,1	-9,0	177,2	231,5	-4,6	261,7	78,9	-4,0	-
IV TR	22,2	-72,4	94,7	66,1	48,8	207,5	148,8	18,9	-274,0	-270,1	3,7	-
2025 I TR	549,7	475,2	74,5	49,1	-16,6	137,3	125,2	1,9	362,4	366,6	-1,0	-
2024 Oct	47,2	24,3	22,9	18,6	-16,6	67,4	40,1	16,9	-55,4	0,9	-0,3	-
Nov	163,5	129,0	34,6	13,0	-12,8	73,2	65,1	-3,4	79,4	76,7	1,3	-
Dic	-188,5	-225,7	37,2	34,5	78,3	66,9	43,6	5,5	-298,1	-347,6	2,7	-
2025 Ene	304,4	305,7	-1,3	22,1	-9,3	79,5	62,2	6,2	198,1	252,8	-1,5	-
Feb	211,8	171,9	39,8	9,4	10,2	42,6	44,2	-0,3	158,8	117,5	1,3	-
Mar	33,5	-2,5	36,0	17,6	-17,4	15,2	18,7	-4,0	5,6	-3,8	-0,8	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2025 Mar	1.208,1	758,1	450,0	110,2	-101,1	697,6	782,1	32,9	364,9	77,1	2,5	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2025 Mar	8,0	5,0	3,0	0,7	-0,7	4,6	5,2	0,2	2,4	0,5	0,0	-

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											
	M2							M3-M2				Total
	M1			M2-M1			Total	Cesiones temporales (repos)	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	Total	
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	123,0	646,6	49,4	819,0	16.048,2
2023	1.536,2	8.809,4	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	184,9	740,0	70,5	995,3	16.095,5
2024	1.556,9	9.021,6	10.578,5	2.528,1	2.469,1	4.997,2	15.575,6	255,8	886,5	28,4	1.170,7	16.746,3
2024 II TR	1.533,9	8.796,3	10.330,3	2.536,0	2.422,7	4.958,7	15.288,9	211,2	814,9	60,3	1.086,3	16.375,2
III TR	1.541,7	8.842,5	10.384,2	2.590,7	2.424,8	5.015,5	15.399,8	238,1	858,4	47,6	1.144,1	16.543,9
IV TR	1.556,9	9.021,6	10.578,5	2.528,1	2.469,1	4.997,2	15.575,6	255,8	886,5	28,4	1.170,7	16.746,3
2025 I TR ^(p)	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.483,0	2.491,0	4.974,1	15.658,3	238,6	909,5	45,6	1.193,6	16.852,0
2024 Nov	1.550,9	8.996,8	10.547,7	2.560,0	2.433,8	4.993,8	15.541,4	245,6	867,7	37,9	1.151,2	16.692,6
Dic	1.556,9	9.021,6	10.578,5	2.528,1	2.469,1	4.997,2	15.575,6	255,8	886,5	28,4	1.170,7	16.746,3
2025 Ene	1.555,8	9.040,9	10.596,8	2.511,9	2.472,0	4.983,9	15.580,7	267,7	889,0	46,2	1.202,9	16.783,6
Feb	1.559,5	9.098,7	10.658,2	2.491,1	2.475,0	4.966,1	15.624,3	267,8	920,2	35,1	1.223,0	16.847,3
Mar	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.483,0	2.491,0	4.974,1	15.658,3	238,6	909,5	45,6	1.193,6	16.852,0
Abr ^(p)	1.559,6	9.196,4	10.755,9	2.446,9	2.494,1	4.941,0	15.696,9	256,6	906,7	41,2	1.204,5	16.901,4
Operaciones												
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,6	2,5	76,7	82,8	576,5
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	40,3	93,8	23,5	157,6	5,5
2024	21,3	167,8	189,1	200,9	9,0	210,0	399,1	76,3	136,0	-37,2	175,2	574,3
2024 II TR	7,7	55,5	63,2	71,5	-4,8	66,8	130,0	16,9	25,8	-13,3	29,4	159,3
III TR	7,8	24,5	32,3	59,4	2,1	61,5	93,8	28,2	39,6	-11,7	56,1	149,9
IV TR	15,2	162,8	178,0	-74,1	44,0	-30,1	147,9	20,3	24,8	-20,7	24,4	172,3
2025 I TR ^(p)	7,4	116,7	124,1	-39,7	15,0	-24,7	99,4	-15,8	19,8	11,5	15,5	114,9
2024 Nov	5,3	97,6	102,9	-1,6	6,0	4,4	107,3	-5,4	8,9	-13,2	-9,7	97,6
Dic	6,0	20,8	26,8	-34,0	35,3	1,2	28,0	15,0	17,5	-8,3	24,2	52,2
2025 Ene	-1,1	20,2	19,1	-16,0	1,9	-14,0	5,1	11,7	1,4	12,5	25,6	30,7
Feb	3,7	57,7	61,4	-21,0	3,5	-17,5	43,9	0,1	30,1	-13,1	17,1	61,0
Mar	4,8	38,8	43,6	-2,7	9,5	6,8	50,4	-27,6	-11,7	12,1	-27,2	23,2
Abr ^(p)	-4,8	89,6	84,9	-29,7	3,3	-26,4	58,5	19,7	-3,6	-4,9	11,2	69,7
Tasas de crecimiento												
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,9	0,4	459,5	11,1	3,7
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,7	14,5	44,7	19,3	0,0
2024	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2024 II TR	-0,1	-4,0	-3,4	34,8	-3,6	12,7	1,2	62,8	17,0	-28,9	18,9	2,3
III TR	0,5	-1,6	-1,3	22,9	-1,7	9,6	2,0	61,6	19,3	-34,0	21,8	3,2
IV TR	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2025 I TR ^(p)	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,4	13,9	-47,1	11,9	3,7
2024 Nov	1,1	1,5	1,5	13,3	-0,6	6,1	2,9	39,3	18,7	-49,0	17,8	3,8
Dic	1,4	1,9	1,8	8,8	0,4	4,4	2,6	41,7	18,3	-57,5	17,7	3,6
2025 Ene	1,5	2,9	2,7	5,7	1,1	3,3	2,9	47,6	16,0	-50,0	16,6	3,7
Feb	1,7	3,7	3,4	2,2	1,7	2,0	3,0	49,8	18,4	-60,9	18,2	3,9
Mar	2,5	4,1	3,9	0,7	2,3	1,5	3,1	25,4	13,9	-47,1	11,9	3,7
Abr ^(p)	1,8	5,3	4,7	-1,3	2,5	0,6	3,4	27,9	12,3	-52,7	10,8	3,9

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,8	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.223,9	227,0	542,3
2024	3.437,4	2.500,8	791,8	133,7	11,1	8.756,3	5.199,1	1.254,2	2.301,5	1,5	1.300,5	232,1	548,2
2024 II TR	3.381,9	2.410,2	833,8	127,1	10,8	8.529,1	5.062,8	1.203,4	2.261,6	1,3	1.299,7	221,8	533,8
III TR	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.618,7	5.091,3	1.260,2	2.266,2	1,0	1.331,7	230,1	550,8
IV TR	3.437,4	2.500,8	791,8	133,7	11,1	8.756,3	5.199,1	1.254,2	2.301,5	1,5	1.300,5	232,1	548,2
2025 I TR ^(p)	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.788,9	5.256,0	1.216,1	2.315,7	1,1	1.361,9	229,0	539,3
2024 Nov	3.408,7	2.453,7	812,0	129,8	13,2	8.699,3	5.165,8	1.261,5	2.271,2	0,8	1.335,2	229,4	563,5
Dic	3.437,4	2.500,8	791,8	133,7	11,1	8.756,3	5.199,1	1.254,2	2.301,5	1,5	1.300,5	232,1	548,2
2025 Ene	3.430,8	2.472,9	809,0	136,0	12,8	8.752,1	5.203,1	1.245,7	2.301,9	1,3	1.330,9	230,0	548,8
Feb	3.440,0	2.479,8	811,0	136,4	12,8	8.771,8	5.235,5	1.230,2	2.304,9	1,2	1.348,0	232,7	540,1
Mar	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.788,9	5.256,0	1.216,1	2.315,7	1,1	1.361,9	229,0	539,3
Abr ^(p)	3.431,0	2.483,3	794,8	141,4	11,5	8.803,8	5.288,1	1.196,1	2.318,7	0,9	1.379,1	242,5	537,5
Operaciones													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,2	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,2	-3,0	-27,8
2024	94,1	75,9	15,2	2,9	0,2	297,7	55,7	233,8	8,2	0,1	55,1	4,0	3,2
2024 II TR	42,0	28,9	13,6	-0,3	-0,2	72,6	5,6	70,0	-3,3	0,2	34,0	-1,5	-8,0
III TR	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	60,5	-1,9	57,9	4,7	-0,3	38,9	9,3	16,5
IV TR	61,0	88,9	-35,5	8,1	-0,5	133,1	106,7	-9,3	35,2	0,5	-38,4	0,7	-3,4
2025 I TR ^(p)	-17,1	-20,6	-2,4	6,2	-0,2	33,6	63,9	-37,4	7,5	-0,4	71,1	-2,2	-9,3
2024 Nov	26,3	29,0	-5,2	2,3	0,3	38,6	43,7	-8,7	3,8	-0,2	8,8	8,3	14,5
Dic	25,3	45,0	-21,3	3,9	-2,3	57,0	33,4	-7,4	30,3	0,8	-32,3	2,4	-15,3
2025 Ene	-6,6	-27,8	17,2	2,3	1,7	-5,2	4,1	-8,5	-0,6	-0,2	31,0	-2,1	0,7
Feb	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	19,9	32,1	-15,6	3,6	-0,2	17,6	2,8	-9,2
Mar	-19,6	0,3	-21,6	3,6	-1,9	18,8	27,7	-13,3	4,5	-0,1	22,5	-2,9	-0,8
Abr ^(p)	24,5	12,2	9,7	1,3	1,3	17,9	33,9	-18,8	3,0	-0,2	28,0	14,3	-1,8
Tasas de crecimiento													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,0	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2024 II TR	1,8	-3,3	21,4	-3,0	-8,9	2,0	-4,8	71,5	-3,6	48,4	6,8	-2,1	-5,5
III TR	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,8	-2,7	47,9	-1,4	21,7	6,9	10,0	-1,6
IV TR	2,8	3,1	2,0	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2025 I TR ^(p)	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
2024 Nov	2,3	1,8	4,5	-1,0	-4,1	3,5	0,2	30,1	-0,4	-3,1	7,8	1,6	4,6
Dic	2,8	3,1	2,0	2,2	2,0	3,5	1,1	23,0	0,4	6,1	4,5	1,8	0,6
2025 Ene	2,8	3,5	0,3	6,2	12,1	3,3	1,7	16,5	0,8	19,1	8,2	3,0	3,0
Feb	3,0	4,1	-0,6	6,6	3,9	3,4	2,7	10,8	1,5	15,7	9,4	4,3	-0,7
Mar	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,5	3,4	7,2	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
Abr ^(p)	2,6	4,4	-3,8	11,2	7,0	3,4	4,0	3,2	2,2	-9,2	10,1	15,5	1,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.3 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total		A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾			A empresas de seguros y fondos de pensiones
					Total	Préstamos ajustados ²⁾						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,5	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.492,9	13.033,8	13.253,1	5.123,2	6.648,1	1.124,5	138,0	1.560,7	898,4
2024	6.258,9	988,5	5.244,4	15.780,1	13.246,6	13.501,9	5.182,6	6.677,2	1.246,7	140,0	1.579,9	953,7
2024 II TR	6.195,6	978,6	5.191,2	15.572,4	13.101,2	13.339,7	5.130,7	6.644,8	1.194,9	130,9	1.553,8	917,3
III TR	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,8	5.139,8	6.661,3	1.209,6	132,8	1.561,0	928,7
IV TR	6.258,9	988,5	5.244,4	15.780,1	13.246,6	13.501,9	5.182,6	6.677,2	1.246,7	140,0	1.579,9	953,7
2025 I TR	6.268,3	995,5	5.246,9	15.875,2	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.560,8	976,3
2024 Nov	6.276,4	990,4	5.260,2	15.694,0	13.179,3	13.419,7	5.149,5	6.673,8	1.221,5	134,5	1.576,0	938,7
Dic	6.258,9	988,5	5.244,4	15.780,1	13.246,6	13.501,9	5.182,6	6.677,2	1.246,7	140,0	1.579,9	953,7
2025 Ene	6.305,2	996,4	5.282,8	15.834,0	13.280,9	13.526,7	5.192,4	6.696,6	1.255,1	136,8	1.577,8	975,3
Feb	6.299,6	1.001,5	5.272,2	15.890,8	13.334,9	13.572,7	5.202,4	6.711,1	1.285,6	135,7	1.574,3	981,6
Mar	6.268,3	995,5	5.246,9	15.875,2	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.560,8	976,3
Abr	6.307,3	994,8	5.286,5	15.882,6	13.362,8	13.623,2	5.208,0	6.740,5	1.278,2	136,0	1.562,0	957,8
Operaciones												
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9
2023	-161,1	-17,4	-144,0	53,8	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-16,0	45,4
2024	-63,3	-1,4	-62,4	287,5	228,9	271,2	77,0	44,8	105,4	1,8	10,6	47,9
2024 II TR	-2,8	2,4	-5,4	18,2	37,6	47,7	16,3	5,2	22,5	-6,5	-15,1	-4,3
III TR	-4,4	-3,2	-1,2	68,2	59,7	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8
IV TR	5,7	11,0	-5,4	139,5	100,5	125,4	44,2	22,3	27,1	6,9	13,5	25,4
2025 I TR	32,0	6,6	25,4	115,7	113,8	114,4	35,0	48,3	33,8	-3,3	-17,9	19,7
2024 Nov	-6,5	4,8	-11,3	12,4	6,3	-3,1	3,4	14,0	-9,9	-1,2	-1,5	7,6
Dic	5,4	-2,4	7,7	89,7	72,1	87,4	34,5	8,5	23,7	5,4	3,5	14,1
2025 Ene	50,1	7,9	42,2	49,8	39,7	29,9	13,8	21,2	7,9	-3,2	-2,8	12,9
Feb	-14,4	5,1	-19,5	59,1	56,0	48,8	13,1	15,4	29,2	-1,6	-5,4	8,5
Mar	-3,7	-6,4	2,7	6,8	18,1	35,7	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,7	-1,7
Abr	11,6	-1,1	12,6	19,4	35,3	37,2	12,1	16,8	6,9	-0,5	2,1	-18,0
Tasas de crecimiento												
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2024 II TR	-1,4	-0,4	-1,6	0,8	0,9	1,1	0,3	0,3	8,4	-8,5	-1,8	4,6
III TR	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2
IV TR	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2025 I TR	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
2024 Nov	-0,7	0,6	-1,0	1,3	1,2	1,5	1,0	0,5	6,3	0,0	0,2	5,6
Dic	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,0	1,5	0,7	9,4	1,3	0,7	5,3
2025 Ene	0,3	1,2	0,2	2,1	2,2	2,3	2,0	1,2	9,5	1,7	-0,9	5,9
Feb	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	9,8	-0,6	-1,1	6,3
Mar	0,5	1,7	0,3	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,8	-0,7	-1,0	4,9
Abr	0,5	1,9	0,2	2,3	2,6	2,7	2,5	1,7	7,9	-0,2	-0,1	3,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Total	Préstamos ajustados ⁴⁾				Total	Préstamos ajustados ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.214,2	702,6
2023	5.123,2	5.138,3	907,2	1.090,3	3.125,8	6.648,1	6.866,2	731,3	5.228,8	688,0
2024	5.182,6	5.203,5	922,4	1.098,1	3.162,1	6.677,2	6.928,7	745,0	5.255,2	676,9
2024 II TR	5.130,7	5.148,1	902,5	1.088,0	3.140,2	6.644,8	6.880,6	737,5	5.227,1	680,1
III TR	5.139,8	5.161,9	912,5	1.089,7	3.137,7	6.661,3	6.899,1	742,3	5.245,1	674,0
IV TR	5.182,6	5.203,5	922,4	1.098,1	3.162,1	6.677,2	6.928,7	745,0	5.255,2	676,9
2025 I TR	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.293,1	676,9
2024 Nov	5.149,5	5.165,8	919,2	1.087,1	3.143,2	6.673,8	6.918,6	741,3	5.250,4	682,1
Dic	5.182,6	5.203,5	922,4	1.098,1	3.162,1	6.677,2	6.928,7	745,0	5.255,2	676,9
2025 Ene	5.192,4	5.205,7	925,1	1.101,1	3.166,2	6.696,6	6.941,9	747,3	5.272,5	676,8
Feb	5.202,4	5.213,8	926,1	1.104,5	3.171,9	6.711,1	6.956,1	747,3	5.286,0	677,8
Mar	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.293,1	676,9
Abr	5.208,0	5.230,7	930,3	1.108,5	3.169,2	6.740,5	6.991,2	753,6	5.311,4	675,5
Operaciones										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,1	-21,3
2024	77,0	88,1	21,9	14,2	40,9	44,8	77,0	26,6	28,3	-10,1
2024 II TR	16,3	19,0	17,1	-0,6	-0,2	5,2	10,9	0,4	5,9	-1,1
III TR	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
IV TR	44,2	45,5	7,8	10,9	25,6	22,3	36,3	10,7	10,6	1,1
2025 I TR	35,0	35,8	2,3	21,6	11,1	48,3	50,4	8,9	39,2	0,2
2024 Nov	3,4	1,0	-2,7	-1,0	7,1	14,0	12,2	1,9	9,1	3,0
Dic	34,5	39,3	4,0	12,7	17,8	8,5	14,8	5,4	4,6	-1,6
2025 Ene	13,8	5,7	2,6	4,7	6,5	21,2	15,3	2,8	17,7	0,7
Feb	13,1	11,0	1,3	5,0	6,8	15,4	15,9	2,0	13,6	-0,3
Mar	8,2	19,2	-1,5	11,9	-2,2	11,8	19,2	4,1	7,9	-0,2
Abr	12,1	9,9	7,4	-2,5	7,2	16,8	15,4	2,8	14,6	-0,5
Tasas de crecimiento										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2024 II TR	0,3	0,7	-0,8	0,0	0,7	0,3	0,3	2,7	0,4	-2,5
III TR	0,8	1,3	1,9	0,7	0,4	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,2
IV TR	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 I TR	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
2024 Nov	1,0	1,2	2,4	0,4	0,7	0,5	0,9	3,2	0,4	-1,5
Dic	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,5
2025 Ene	2,0	2,0	4,3	1,6	1,4	1,2	1,3	3,9	1,1	-1,1
Feb	2,2	2,1	4,6	2,2	1,5	1,4	1,5	3,8	1,3	-0,9
Mar	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
Abr	2,5	2,6	5,8	3,3	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central ⁽²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Activos exteriores netos	Otros		
								Total		
		Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central ⁽³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ⁽³⁾
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2022	639,4	6.731,2	1.783,0	45,7	2.109,0	2.793,4	1.332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7.327,2	1.827,5	90,2	2.413,8	2.995,6	1.858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7.837,7	1.844,0	116,5	2.588,3	3.288,9	2.693,3	229,5	140,4	135,9
2024 II TR	410,5	7.526,1	1.828,2	109,9	2.526,1	3.061,9	2.243,8	300,1	182,6	176,5
III TR	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,4	247,2	184,9	188,5
IV TR	377,9	7.837,7	1.844,0	116,5	2.588,3	3.288,9	2.693,3	229,5	140,4	135,9
2025 I TR ^(p)	366,8	7.939,1	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,1	2.811,4	203,0	182,9	161,3
2024 Nov	424,2	7.805,9	1.839,8	115,9	2.575,6	3.274,6	2.642,5	309,9	176,8	164,0
Dic	377,9	7.837,7	1.844,0	116,5	2.588,3	3.288,9	2.693,3	229,5	140,4	135,9
2025 Ene	404,5	7.928,1	1.839,5	117,4	2.593,1	3.378,1	2.765,6	211,4	163,2	146,6
Feb	425,3	7.953,6	1.842,6	118,5	2.599,8	3.392,8	2.826,9	208,9	196,1	159,7
Mar	366,8	7.939,1	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,1	2.811,4	203,0	182,9	161,3
Abr ^(p)	447,0	7.909,7	1.830,0	123,4	2.536,5	3.419,7	2.870,2	198,1	194,7	173,4
Operaciones										
2022	-93,4	51,9	-88,8	-4,6	13,2	132,2	-68,9	-206,2	10,4	18,0
2023	-198,2	323,8	25,2	40,0	227,1	31,5	456,1	-217,7	17,1	9,0
2024	-69,1	288,7	16,4	26,2	164,1	81,9	570,8	-1,0	-11,7	-16,7
2024 II TR	15,7	42,7	-0,8	6,0	31,8	5,7	149,6	52,8	4,6	2,3
III TR	-7,7	63,0	7,5	4,4	38,3	12,9	173,0	-31,5	2,4	12,0
IV TR	-25,4	72,7	5,6	2,2	5,6	59,3	110,5	-36,1	-44,5	-52,6
2025 I TR ^(p)	-10,7	27,9	-6,5	5,7	10,7	18,0	8,5	-24,1	42,4	25,3
2024 Nov	-21,5	6,5	5,5	0,2	-0,5	1,4	12,2	64,6	7,2	-8,2
Dic	-46,5	54,3	3,1	0,6	0,8	49,7	55,3	-90,2	-36,3	-28,1
2025 Ene	26,5	25,0	-4,4	1,8	6,7	20,9	-6,7	-10,9	22,8	10,6
Feb	21,1	4,2	3,4	1,1	5,4	-5,6	35,6	6,1	32,9	13,2
Mar	-58,3	-1,4	-5,5	2,8	-1,3	2,7	-20,4	-19,2	-13,3	1,6
Abr ^(p)	80,3	-17,2	-0,9	2,4	-5,5	-13,2	91,4	10,4	11,8	12,2
Tasas de crecimiento										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2024 II TR	-16,1	4,4	0,7	78,5	9,8	0,9	-	-	9,6	4,3
III TR	-11,2	3,8	0,0	54,7	9,2	0,5	-	-	20,5	15,4
IV TR	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 I TR ^(p)	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	2,7	-7,4
2024 Nov	0,2	3,4	0,7	37,4	7,6	0,9	-	-	5,7	1,2
Dic	-15,5	3,9	0,9	29,1	6,8	2,6	-	-	-7,7	-10,9
2025 Ene	-10,0	3,3	0,6	23,5	5,5	2,4	-	-	0,0	-8,2
Feb	-1,0	3,1	0,7	19,0	5,0	2,5	-	-	18,5	-7,9
Mar	-7,1	2,7	0,3	17,6	3,5	3,0	-	-	2,7	-7,4
Abr ^(p)	1,8	2,3	0,4	16,8	2,3	2,9	-	-	19,0	-2,3

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

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

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

6.2 Recursos y empleos

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

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

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes		Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
					Total	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	93,9	2,9	13,9	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,5	1,4
2022	89,5	2,6	13,2	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,9	16,0	28,4	45,2	88,6	0,9
2023	87,3	2,4	12,2	72,7	49,3	35,9	38,1	7,8	79,5	15,0	28,1	44,3	86,5	0,8
2024	87,4	2,2	11,8	73,5	46,9	33,9	40,6	7,7	79,7	14,5	28,4	44,5	86,7	0,8
2024 I TR	87,8	2,3	12,0	73,6	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
II TR	88,1	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	88,1	2,2	11,8	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
IV TR	87,5	2,2	11,8	73,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes¹⁾

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

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

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

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

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Croacia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-7,1	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,5	-3,1	1,5	-1,4	-3,5	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
2024 I TR	-4,0	-2,7	-3,1	1,3	-0,7	-3,6	-5,4	-0,8	-6,6	3,3
II TR	-4,1	-2,8	-3,6	1,7	0,1	-3,2	-5,4	-1,8	-6,3	4,0
III TR	-4,4	-2,8	-3,0	4,6	0,8	-3,0	-5,6	-2,1	-5,3	4,0
IV TR	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
Deuda de las AAPP										
2021	108,5	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	102,7	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,4	68,5	138,3	81,1
2023	103,2	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,8	61,8	134,6	73,6
2024	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,0	57,6	135,3	65,0
2024 I TR	106,6	62,6	24,1	42,5	161,8	106,3	110,7	62,0	134,9	72,5
II TR	106,6	62,0	23,8	42,8	160,1	105,3	112,3	60,0	136,7	70,2
III TR	105,7	62,4	24,0	42,3	158,3	104,4	113,7	59,6	136,2	69,2
IV TR	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,1	57,7	135,3	65,0
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2021	-7,2	-1,2	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,8	-4,7	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
2024 I TR	-2,5	-0,6	0,0	-3,9	-0,4	-2,8	0,8	-1,9	-4,8	-3,4
II TR	-4,7	-0,9	0,5	-3,5	-0,4	-3,3	1,0	-1,9	-4,9	-3,8
III TR	-2,7	-1,4	0,3	-3,0	-0,3	-3,8	0,7	-1,7	-4,9	-4,4
IV TR	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
Deuda de las AAPP										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,9	49,5	48,4	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	44,6	37,3	25,0	47,9	45,2	78,5	97,7	68,4	55,6	77,5
2024	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,3	82,1
2024 I TR	45,9	39,1	26,4	47,5	44,0	80,9	99,1	70,0	60,6	78,4
II TR	45,9	37,4	26,1	46,5	43,3	82,9	100,3	69,4	60,4	80,4
III TR	47,2	38,4	25,8	45,9	42,2	83,2	97,1	66,7	60,3	82,0
IV TR	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,7	82,1

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2025

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: www.ecb.europa.eu

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 4 de junio de 2025.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-071-ES-N (edición electrónica)