

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 24 de julio de 2025, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La inflación se sitúa actualmente en el objetivo del 2 % a medio plazo. La información más reciente respalda, en líneas generales, la anterior valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación. Las presiones inflacionistas internas han continuado relajándose y los salarios están creciendo más lentamente. Gracias en parte a las anteriores bajadas de los tipos de interés acordadas por el Consejo de Gobierno, la economía, en conjunto, ha demostrado hasta ahora capacidad de resistencia en un entorno internacional difícil. Al mismo tiempo, el entorno continúa siendo excepcionalmente incierto, debido especialmente a las disputas comerciales.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se establece en su objetivo del 2 % a medio plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, 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

En el primer trimestre de 2025 la economía creció más vigorosamente de lo esperado. Esto se debió en parte a que las empresas adelantaron las exportaciones en previsión de las subidas de aranceles esperadas, pero el fortalecimiento del consumo privado y de la inversión también impulsaron el crecimiento.

Las últimas encuestas apuntan a una expansión en general modesta tanto en las manufacturas como en los servicios. Paralelamente, unos aranceles más altos tanto actuales como esperados, la apreciación del euro y la persistente incertidumbre geopolítica hacen que las empresas sean más reticentes a la hora de invertir.

La solidez del mercado laboral, el aumento de las rentas reales y la fortaleza de los balances del sector privado continúan apoyando el consumo. El desempleo se situó en el 6,3 % en mayo, próximo a su nivel más bajo desde la introducción del euro. La mejora de las condiciones de financiación respalda la demanda interna, también en el mercado de la vivienda. Con el tiempo, el aumento de la inversión pública en defensa e infraestructuras también debería apoyar el crecimiento.

Más que nunca, el Consejo de Gobierno considera esencial fortalecer urgentemente la zona del euro y su economía en el entorno geopolítico actual. Las políticas fiscales y estructurales deberían mejorar la productividad, la competitividad y la resiliencia de la economía. Los Gobiernos deberían priorizar reformas estructurales e inversiones estratégicas que impulsen el crecimiento, asegurando al mismo tiempo la sostenibilidad de las finanzas públicas. Es importante completar la unión de ahorros e inversiones y la unión bancaria, aplicando un calendario claro y ambicioso, y establecer rápidamente el marco legislativo para la posible introducción de un euro digital. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el compromiso del Eurogrupo de mejorar la eficiencia, la calidad y la composición del gasto público y apoya los esfuerzos de las autoridades europeas para preservar los beneficios mutuos del comercio mundial.

Inflación

La inflación interanual se situó en el 2,0 % en junio de 2025, tras el 1,9 % observado en mayo. Los precios de la energía aumentaron en junio, pero continúan siendo más bajos que en 2024. La tasa de variación de los precios de los alimentos disminuyó ligeramente hasta el 3,1 %. La inflación de los bienes se redujo hasta el 0,5 % en junio, mientras que la inflación de los servicios repuntó hasta el 3,3 %, tras el 3,2 % registrado en mayo.

Los indicadores de la inflación subyacente son en general compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Los costes laborales han seguido moderándose. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se ralentizó hasta el 3,8 % en el primer trimestre de 2025, por debajo del 4,1 % del cuarto trimestre de 2024, lo que unido a un crecimiento más vigoroso de la productividad, dio lugar a un avance más lento de los costes laborales unitarios. Los indicadores prospectivos, incluidos los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y las encuestas sobre las expectativas salariales de las empresas, los consumidores y los expertos en previsión económica, apuntan a una nueva desaceleración del crecimiento de los salarios.

Las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores descendieron en mayo y junio, revirtiendo el repunte observado en meses anteriores. 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.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para el crecimiento económico siguen apuntando a la baja. Entre los principales riesgos figuran una nueva escalada de las tensiones comerciales a nivel mundial y de la incertidumbre asociada, que podrían 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 reducir los incentivos de las empresas y los hogares para invertir y consumir. Las tensiones geopolíticas, como la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania y el trágico conflicto en Oriente Próximo, continúan siendo 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 aumento del gasto en defensa e infraestructuras, junto con reformas para incrementar la productividad, contribuirían al crecimiento. Una mejora de la confianza de las empresas también estimularía la inversión privada.

Las perspectivas de inflación están sujetas a un nivel de incertidumbre mayor del habitual, debido al entorno de volatilidad de la política comercial en todo el mundo. Una apreciación del euro podría hacer que la inflación disminuya más de lo esperado. La inflación también podría descender si las subidas arancelarias reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro e inducen a los países con exceso de capacidad a desviar sus exportaciones hacia ella. 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, la inflación podría aumentar si una fragmentación de las cadenas globales de suministro presiona al alza los precios de las importaciones y agudiza las limitaciones de capacidad en la economía interna. Un impulso del gasto en defensa y en infraestructuras también podría hacer subir la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de la crisis climática podrían hacer aumentar los precios de los alimentos más de lo esperado.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de junio de 2025, especialmente en los vencimientos a más largo plazo. Al mismo tiempo, las anteriores bajadas 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 disminuyó hasta el 3,7 % en mayo, desde el 3,8 % registrado en abril. El coste de la emisión de valores de renta fija también se redujo, situándose en el 3,6 % en mayo. Aunque la tasa de crecimiento de los préstamos a empresas se moderó hasta el 2,5 % en mayo, las emisiones de bonos corporativos crecieron a un ritmo más vigoroso, del 3,4 % en términos interanuales.

Los criterios de aprobación del crédito a empresas se mantuvieron prácticamente inalterados en el segundo trimestre de 2025, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2025. Aunque la preocupación de las entidades de crédito por los riesgos económicos que afrontan sus clientes contribuyó al endurecimiento de los criterios de aprobación, en general se vio compensada por la mayor competencia entre prestamistas. Asimismo, se observó un ligero incremento de la demanda de crédito por parte de las empresas, gracias a unos tipos de interés más bajos, pero estas siguieron siendo prudentes debido a la incertidumbre y a las tensiones comerciales a escala mundial.

El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas se ha mantenido prácticamente sin variación desde el comienzo de 2025 y se situó en el 3,3 % en mayo. El crecimiento de los préstamos hipotecarios aumentó hasta el 2,0 % en mayo, en el contexto de un fuerte incremento de la demanda, mientras que los criterios de aprobación del crédito se endurecieron ligeramente en el segundo trimestre.

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 mantienen sin variación en el 2,00 %, el 2,15 % y el 2,40 %, respectivamente.

El tamaño de las carteras del APP y del PEPP está disminuyendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

Conclusión

En su reunión del 24 de julio de 2025, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo y 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 y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

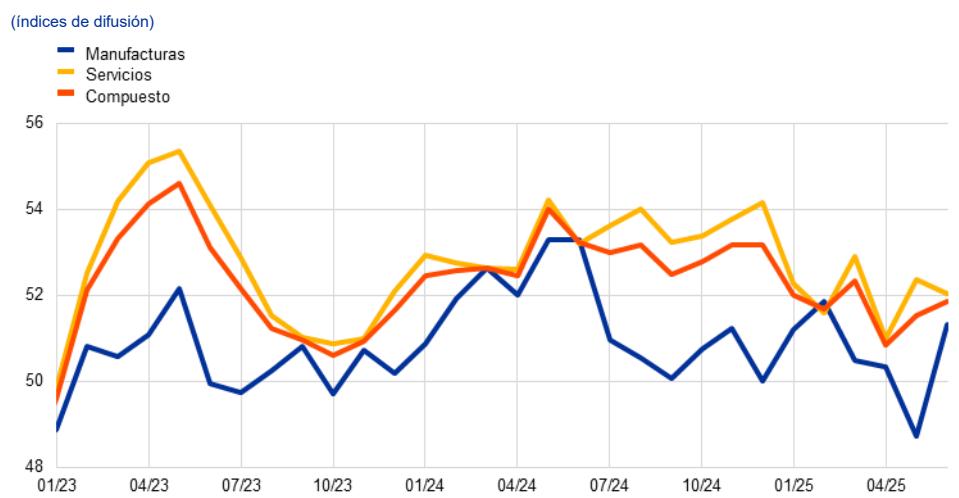
En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

Entorno exterior

La incertidumbre sobre las políticas comerciales sigue siendo elevada. En las negociaciones que siguieron a la tregua comercial entre Estados Unidos y China, ambas partes acordaron un marco para que el segundo agilice la concesión de licencias de exportación de tierras raras y que el país norteamericano relaje determinadas restricciones de exportación y visado. Dicha tregua vence el 12 de agosto. Habida cuenta del progreso limitado alcanzado en otras negociaciones comerciales en curso, Estados Unidos prolongó la suspensión de los aranceles del 9 de julio al 1 de agosto. Si bien el nuevo acuerdo marco entre el país americano y la UE representa algunos avances, persiste cierta incertidumbre. Por tanto, el actual entorno político plantea riesgos significativos para las perspectivas, lastrando la actividad y el comercio mundiales.

Se espera que el crecimiento global siga siendo débil pese al impulso temporal proporcionado por la suspensión de los aranceles. En el primer trimestre de 2025, el crecimiento del PIB mundial se redujo hasta una tasa intertrimestral del 0,7 %, desde el 1,1 % del final de 2024. Los indicadores de alta frecuencia disponibles sugieren un avance modesto en los próximos trimestres. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) registró un incremento en junio (gráfico 1), pero la media del segundo trimestre (51,4) se sitúa por debajo de la del primer trimestre (52). El PMI global de producción de las manufacturas disminuyó en general en el segundo trimestre, aunque volvió a aumentar hasta alcanzar su media histórica en junio (51,3, frente a un valor de 48,8 en mayo). Este repunte estuvo mayormente impulsado por Estados Unidos, donde se incrementaron las existencias de productos terminados después del adelanto de las importaciones observado anteriormente en el año. Es posible que el fuerte ascenso experimentado por la actividad manufacturera no se mantenga, dado que es muy probable que refleje la acumulación de existencias por motivos precautorios y no necesariamente un crecimiento real de la demanda final. El PMI global de servicios también disminuyó levemente en junio, aunque continúa por encima del nivel del PMI de las manufacturas.

Gráfico 1
PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



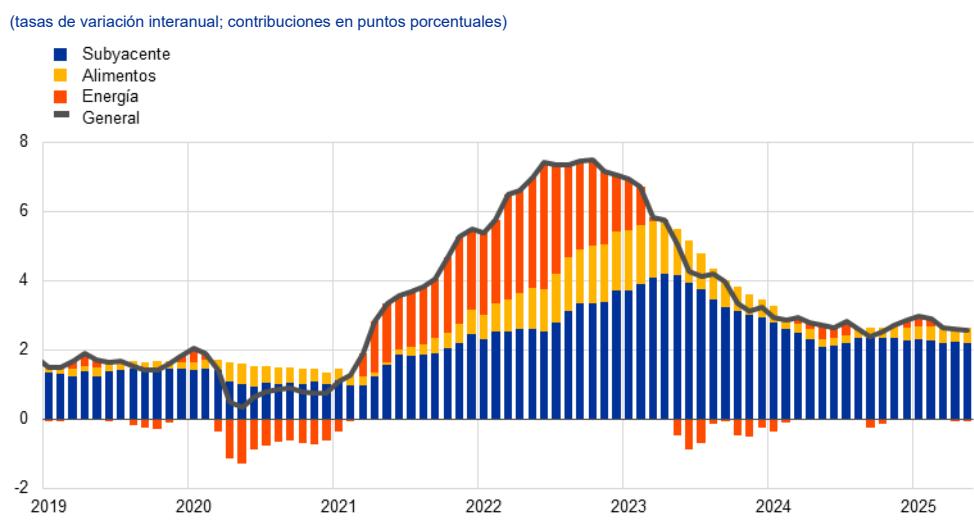
Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

Se prevé que a corto plazo persista la volatilidad en la dinámica del comercio mundial debido a la incertidumbre generalizada en torno a las políticas. En el primer trimestre, las importaciones globales (excluida la zona del euro) crecieron un 2,2 %, en términos intertrimestrales, favorecidas por el considerable adelanto de las importaciones en Estados Unidos en previsión de las subidas arancelarias. Los datos más recientes confirman las expectativas de un descenso de las importaciones mundiales en el segundo trimestre, que compensaría en parte el fuerte ascenso observado anteriormente en el año. Si bien una subida de los aranceles estadounidenses podría reconfigurar los flujos comerciales en todo el mundo y plantear retos de logística, las presiones generalizadas sobre las cadenas globales de suministro se mantienen contenidas en la actualidad. No obstante, se están observando algunas señales de tensiones a nivel sectorial —por ejemplo en lo que respecta al aluminio, el acero y la industria textil—, pero son mucho más débiles que durante el entorno posterior al COVID-19. La incertidumbre sobre las políticas comerciales sigue siendo elevada y se espera que continúe afectando a las perspectivas.

En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general continuó disminuyendo gradualmente. En mayo de 2025, la tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los miembros de la OCDE siguió descendiendo de forma paulatina (hasta el 4 %, desde el 4,2 % en abril); si se excluye Turquía, permaneció básicamente estable en el 2,6 % (gráfico 2). Esta evolución se debió, sobre todo, a la bajada de los precios de la energía y al descenso de la inflación subyacente hasta situarse en el 3 % (desde el 3,1 % registrado en el mes anterior), mientras que la tasa de variación de los precios de los alimentos aumentó ligeramente. El impacto de las subidas arancelarias aún no se aprecia en las cifras de la inflación general global, pero las encuestas PMI sobre los precios de los insumos y de los productos están señalando una leve aceleración

a corto plazo en las economías avanzadas, impulsada principalmente por la evolución de Estados Unidos.

Gráfico 2
Inflación medida por el IPC en la OCDE



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

Los precios de la energía registraron una volatilidad elevada durante el período analizado como consecuencia de las tensiones en Oriente Próximo.

Los precios del petróleo subieron un 6 % en general, pero esta subida estuvo marcada por notables fluctuaciones, dado que los precios se dispararon tras los ataques de Israel y de Estados Unidos a Irán, y después se redujeron cuando se percibió que el ataque que lanzó Irán como represalia contra una base estadounidense era mayormente simbólico. No obstante, pese al aumento de las tensiones geopolíticas, el incremento inicial de los precios del crudo pareció relativamente limitado en general y estos permanecieron por debajo de los 80 dólares por barril. Es probable que dos factores principales expliquen esta tímida reacción del mercado. En primer lugar, los inversores parecían considerar poco probable un bloqueo del estrecho de Ormuz, dado que se consideraría contraproducente para Irán. En segundo lugar, el mercado internacional de petróleo se mantiene bien abastecido, particularmente tras los recientes y sorprendentes incrementos de la producción de la OPEP+. Dado el aumento de la oferta durante cuatro meses consecutivos, es muy probable que este cartel de países continúe revirtiendo los recortes de producción, presionando a la baja los precios del petróleo. Los precios europeos del gas también experimentaron un repunte transitorio en consonancia con las tensiones en Oriente Próximo. En conjunto, sin embargo, cayeron por debajo de los niveles iniciales y descendieron un 7 % durante el período considerado, reflejando el debilitamiento de las importaciones de gas natural licuado de China en un contexto de intensos envíos de gas ruso por gasoducto y de demanda interna contenida. Los precios de los alimentos se redujeron un 12 %, principalmente como consecuencia de la caída de los precios del café porque las condiciones meteorológicas favorables en Brasil impulsaron las

expectativas en cuanto a la oferta, mientras que los precios de los metales se incrementaron un 1 % y registraron una volatilidad elevada con origen en los precios del cobre por el adelanto de la demanda de Estados Unidos ante los aranceles.

Se prevé que la actividad económica de Estados Unidos se recupere a corto plazo y se debilite más avanzado el año. El PIB real estadounidense repuntaría en el segundo trimestre, tras haber descendido levemente en el primero (0,1 % en términos intertrimestrales). La evolución más reciente de los principales componentes del PIB confirma este panorama. En la segunda mitad del año, se espera que las tasas de crecimiento se mantengan en niveles bastante bajos, pero ello dependerá del nivel de aranceles que se aplique finalmente. Entretanto, el mercado de trabajo estadounidense está mostrando señales de moderación, pero mantiene su solidez.

La inflación general y la inflación subyacente medidas por el IPC de Estados Unidos aumentaron en mayo y empezaron a mostrar algunas señales del impacto de los aranceles. La inflación general medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) del país norteamericano registró un alza y se situó en el 2,3 % en mayo (0,1 puntos porcentuales más que en abril), mientras que la inflación subyacente medida por el PCE alcanzó el 2,6 % (lo que supone un incremento de 0,1 puntos porcentuales). La evolución más reciente de la inflación medida por el PCE apunta a un efecto de los aranceles menor del previsto anteriormente que puede atribuirse en parte a un impacto más retardado. Se espera que la ley presupuestaria firmada por el presidente Trump, que amplía las rebajas fiscales de su primer mandato, empeore el déficit presupuestario federal (las estimaciones disponibles sugieren un aumento del déficit de 0,9 puntos porcentuales del PIB, en promedio, durante los próximos diez años). Como se esperaba, 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 %-4,5 %, mientras que las nuevas proyecciones anticipan una inflación más elevada y un crecimiento más bajo.

La actividad de China está mostrando un dinamismo renovado tras el acuerdo comercial alcanzado con Estados Unidos, pero la retirada del apoyo fiscal ralentizará probablemente el crecimiento más avanzado el año. El ritmo de expansión de China resistió mejor de lo que se esperaba en el segundo trimestre, pero la debilidad subyacente señala una desaceleración de la actividad económica. El avance del PIB real disminuyó ligeramente hasta situarse en el 1,1 % en tasa intertrimestral en el segundo trimestre, desde el 1,2 % registrado en el primero, respaldado sobre todo por una contribución mayor de la esperada de la demanda exterior neta. La producción industrial se recuperó en junio, impulsada por el vigoroso crecimiento de las exportaciones tras la moderación parcial del conflicto arancelario entre Estados Unidos y China a principios de mayo. Las ventas minoristas disminuyeron ligeramente, pero permanecieron en niveles sólidos gracias al aumento de las ventas de bienes con arreglo al plan de renovación de bienes de consumo que ofrece subvenciones para la sustitución de productos de consumo duradero viejos por nuevos. En cambio, el crecimiento de la inversión en activos fijos no cumplió las expectativas. De cara al futuro, la demanda interna sigue siendo

escasa fuera de los sectores que cuentan con apoyo público, persiste la debilidad en el mercado de la vivienda y el gasto en consumo distinto del destinado a bienes subvencionados es limitado. La inflación medida por el IPC de China se elevó en junio, mientras que la inflación medida por el índice de precios industriales (IPRI) siguió disminuyendo. Como los aranceles impuestos por Estados Unidos a las importaciones chinas continúan siendo elevados en un contexto de atonía de la demanda interna, se espera que las presiones inflacionistas permanezcan contenidas.

En el Reino Unido, se prevé que el crecimiento del PIB se ralentice en el segundo trimestre, mientras que la inflación disminuiría solo ligeramente. El PIB real se expandió un 0,7 % (en términos intertrimestrales) en el primer trimestre de este año, sustentado principalmente por el adelanto de las compras en previsión de las subidas de aranceles y de impuestos. A medida que desaparezca el efecto de estos factores idiosincrásicos, la actividad registraría una desaceleración en el segundo trimestre, opinión ampliamente respaldada por los datos de alta frecuencia recientes. La inflación general interanual se incrementó hasta situarse en el 3,6 % en junio (desde el 3,4 % registrado anteriormente) y se mantiene muy por encima del objetivo del Banco de Inglaterra. Esto se debe a la persistente inflación de los servicios y al aumento de la inflación subyacente. El mercado de trabajo del Reino Unido parece estar experimentando una relajación y el crecimiento de los salarios ha mostrado señales de moderación.

2

Actividad económica

La economía de la zona del euro registró un crecimiento más intenso de lo esperado en el primer trimestre de 2025, debido fundamentalmente al efecto favorable transitorio del adelanto de las exportaciones en previsión de las subidas de aranceles impuestas por la Administración estadounidense. Entre los componentes de la demanda, el consumo privado, la inversión total y las exportaciones contribuyeron positivamente a la expansión, mientras que la contribución de la variación de existencias fue ligeramente negativa. Por sectores, la actividad industrial fue el principal factor determinante del crecimiento, incluso si se excluye la aportación excepcionalmente importante de la producción irlandesa. La actividad en los servicios y en la construcción también se incrementó, pero a un ritmo más moderado. Con todo, los datos más recientes apuntan a una ralentización de la actividad en el segundo trimestre de 2025 a medida que los efectos del adelanto empiezan a diluirse y el sector de los servicios, más orientado al mercado interno, se va desacelerando, mientras que la incertidumbre se mantiene elevada¹. De cara al futuro, se espera que el aumento del proteccionismo, los mayores aranceles y las medidas que distorsionan el comercio, así como la apreciación adicional del euro, continúen teniendo un impacto desproporcionadamente mayor en las manufacturas que en otros sectores de la economía². Además, los recientes acontecimientos en Oriente Próximo han intensificado la incertidumbre geopolítica en mayor medida, lo que ha acentuado los riesgos a la baja en el sector manufacturero. Aunque el mercado de trabajo ha seguido ralentizándose, mantiene su solidez. En conjunto, la recuperación prevista debería verse respaldada por las mejoras recientes del poder adquisitivo y por la mayor accesibilidad del crédito, en parte como consecuencia de las bajadas anteriores de los tipos de interés.

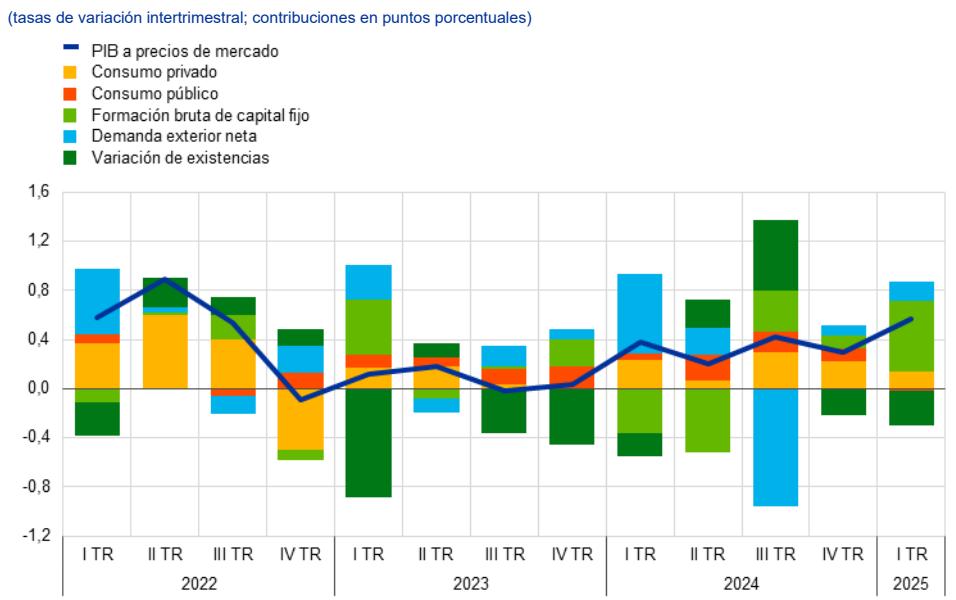
El PIB real creció un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2025, principalmente como reflejo del efecto favorable transitorio del adelanto de las exportaciones en previsión de las subidas de aranceles impuestas por la Administración estadounidense (gráfico 3). Si se excluye Irlanda, el PIB de la zona del euro registró un avance intertrimestral del 0,3 % en el citado trimestre. La expansión del PIB real de la zona se vio respaldado por el consumo privado, la inversión y las exportaciones, mientras que la contribución de la variación de existencias fue ligeramente negativa. La inversión empresarial superó las expectativas, debido fundamentalmente al fuerte aumento de la inversión irlandesa en productos de propiedad intelectual (PPI) y material de transporte. La aportación de la demanda exterior neta también fue positiva, impulsada por la solidez de las exportaciones de productos farmacéuticos de Irlanda, que probablemente se adelantaron en anticipación del incremento de los aranceles por parte de Estados Unidos. Desde una perspectiva sectorial, la industria fue la que más impulsó el crecimiento, incluso si no se tiene en cuenta el comportamiento excepcional de

¹ Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 30 de julio, el PIB real de la zona del euro creció un 0,1 % en el segundo trimestre del año. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio.

² El 27 de julio, la Comisión Europea y Estados Unidos alcanzaron un acuerdo marco comercial provisional que impone un arancel de base del 15 % a la mayoría de las exportaciones de la UE al país norteamericano, lo que supone una reducción con respecto a las anteriores amenazas de aranceles del 30 %-50 %, pero aún quedan por ultimar los detalles del acuerdo.

Irlanda. Los servicios y la construcción también crecieron, lo que señala un dinamismo generalizado de la economía de la zona del euro.

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



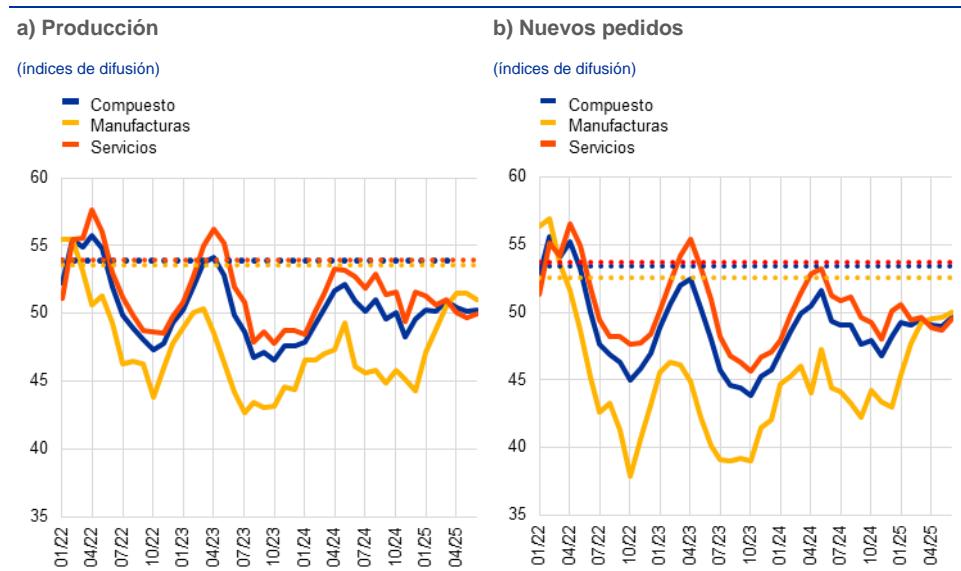
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

Los datos más recientes confirman una ralentización significativa del crecimiento económico en el segundo trimestre y apuntan a una moderación del dinamismo a corto plazo, en un contexto de elevada incertidumbre. Tras la vigorosa dinámica observada en el primer trimestre —que también lleva implícitos efectos de arrastre positivos para el segundo trimestre— la producción industrial disminuyó de forma acusada en abril y repuntó en mayo, lo que sugiere una reversión parcial de los efectos del adelanto de las exportaciones, a lo que se suma la apreciación del euro y las subidas arancelarias. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se mantuvo estable en el segundo trimestre en un nivel (50,4) que apunta a un ligero avance de la producción o un estancamiento. Este valor oculta el fuerte ascenso registrado por el PMI de producción de las manufacturas hasta 51,3 (desde 48,8 en el primer trimestre), situándose su media trimestral por encima del umbral de 50 por primera vez en tres años. En cambio, el PMI de actividad de los servicios descendió hasta situarse en 50,1 en el segundo trimestre, desde un valor de 51 en el primero, señalando una desaceleración en este sector (panel a del gráfico 4). Al mismo tiempo, el PMI de plazos de entrega de proveedores sugiere que, hasta junio, la actividad no se había visto limitada por cuellos de botella. De cara al futuro, el entorno de aumento de los aranceles y del proteccionismo, así como la incertidumbre asociada, seguirán afectando a las perspectivas a corto plazo. El PMI de nuevos pedidos —que por naturaleza es más prospectivo— presenta un panorama similar, lo que indica que no existen grandes diferencias entre las percepciones sobre la evolución en curso y las expectativas a corto plazo (panel b del gráfico 4). Los componentes prospectivos del indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea sugieren unas

expectativas algo más moderadas que la valoración de la situación actual. Tras los efectos positivos, aunque transitorios, del incremento de la producción motivado por el adelanto de las exportaciones en el primer trimestre, los mayores aranceles podrían tener un impacto desproporcionadamente adverso sobre las manufacturas en comparación con otros sectores económicos en los próximos meses. Además, los recientes acontecimientos en Oriente Próximo han intensificado la incertidumbre geopolítica, lo que supone un lastre para el sector manufacturero. Al mismo tiempo, la última encuesta telefónica del BCE a empresas (*Corporate Telephone Survey*) apunta a una ralentización generalizada en las manufacturas y en los servicios en el futuro (véase [recuadro 3](#)).

Gráfico 4
PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Notas: Las líneas discontinuas se refieren a las medias entre 2015 y 2019. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

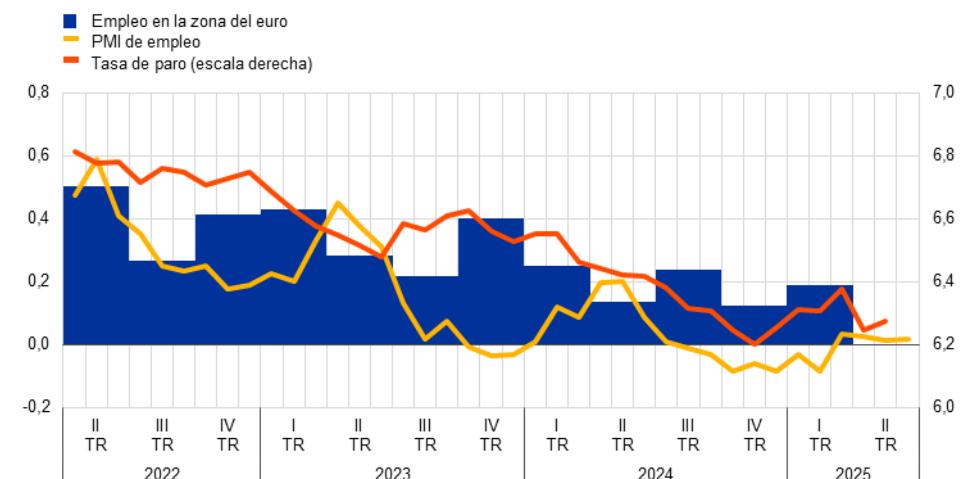
El empleo creció un 0,2 % en el primer trimestre de 2025, mientras que el total de horas trabajadas se redujo un 0,2 %. Tras registrar un avance más tímido (0,1 %) en el cuarto trimestre de 2024, el crecimiento del empleo aumentó hasta el 0,2 % en el primer trimestre de 2025 (gráfico 5). Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,3 % en mayo, habiendo permanecido prácticamente en ese nivel desde mediados de 2024. Esta evolución fue acompañada de un incremento del 0,6 % de la población activa entre el último trimestre de 2024 y el primero de 2025. Entre el primer trimestre del año pasado y el primer trimestre del año en curso, los trabajadores extranjeros supusieron en torno al 42 % del crecimiento de la población activa. 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 2024³.

³ Véase también el recuadro titulado «[¿Qué implica la creciente competencia de China para el empleo en la zona del euro?](#)» en 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; 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 junio de 2025 para el PMI de empleo y a mayo de 2025 para la tasa de paro.

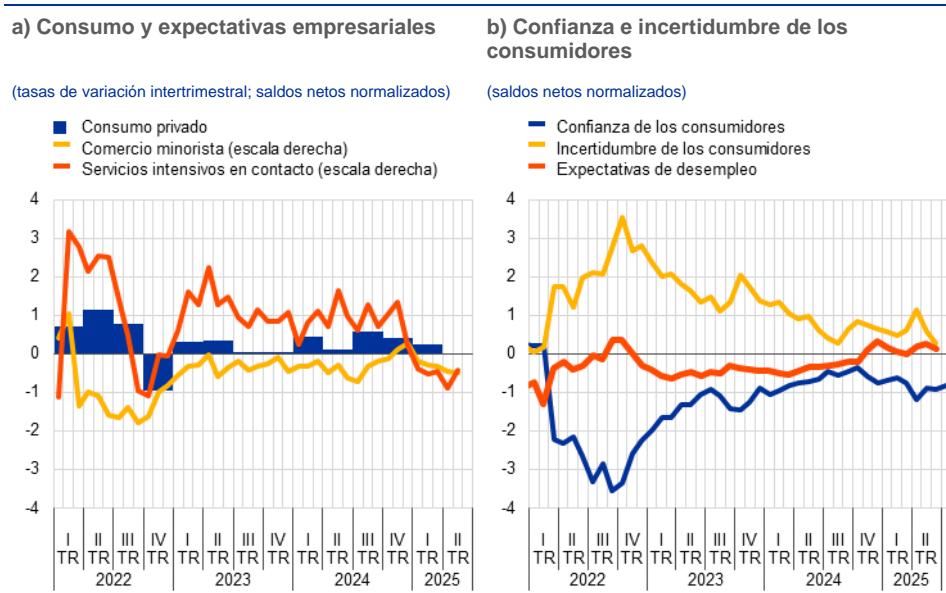
Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un avance del empleo prácticamente nulo en el segundo trimestre. El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 50,3 en junio, 0,1 puntos por encima del valor observado en mayo y sin variación con respecto a abril, lo que sugiere un crecimiento prácticamente nulo del empleo. El PMI de empleo de los servicios aumentó hasta situarse en 51,9 en mayo, desde un nivel de 51 en abril, mientras que el correspondiente a las manufacturas descendió de 48,1 a 47,9.

El consumo privado creció a una tasa moderada en el primer trimestre de 2025 y es probable que también haya mantenido un ritmo similar más pausado en el segundo. Tras registrar un avance intertrimestral del 0,5 % en el cuarto trimestre de 2024 (panel a del gráfico 6), el consumo privado creció un 0,3 % en el primer trimestre de 2025, debido a un gasto modesto en servicios y a una nueva reducción del consumo de bienes. La ralentización tuvo su reflejo en una tasa de ahorro todavía elevada, del 15,4 %, frente al 15,2 % del cuarto trimestre de 2024. Los datos más recientes indican que el dinamismo del gasto de los hogares seguirá moderándose a corto plazo. La producción de los servicios disminuyó en abril y se mantuvo solo ligeramente por encima del nivel del primer trimestre, mientras que el volumen de ventas del comercio minorista permaneció un 0,3 % (en promedio para abril y mayo) por encima del observado durante el mismo período de referencia pese al descenso registrado en mayo. Los datos recientes del indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea mejoraron levemente en junio con respecto a la caída registrada en abril, pero se mantuvieron en niveles reducidos en líneas generales, y las percepciones sobre la situación financiera futura de los hogares y de la economía en general se situaron en cotas muy inferiores a las medias anteriores a la pandemia (panel b del gráfico 6). Del mismo modo, un indicador alternativo de la confianza de los consumidores obtenido de la

encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores muestra que, en los últimos meses, la evolución de la confianza de estos ha estado asociada principalmente a la debilidad de las expectativas sobre la economía, apreciándose una intensa volatilidad en abril tras las tensiones comerciales recientes (véase **recuadro 1**). Aunque la incertidumbre de los consumidores disminuyó en junio, los hogares se mostraron pesimistas, en general, lo que se plasmó en una nueva caída de los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios en su conjunto, sobre el comercio minorista y sobre los servicios intensivos en contacto. Sin embargo, la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores indica que las expectativas de gasto en vacaciones siguen siendo elevadas. De cara al futuro, la incertidumbre actual acerca de las políticas económicas —en particular en el contexto de la evolución de la economía mundial, incluidas las persistentes tensiones comerciales— debería seguir pesando en las decisiones de gasto de los hogares. Con todo, el crecimiento del consumo debería continuar beneficiándose de las mejoras recientes del poder adquisitivo y de unas condiciones de financiación favorables.

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 primer trimestre de 2025 para el consumo privado, a julio de 2025 para la confianza de los consumidores y a junio de 2025 para los demás conceptos.

La inversión empresarial reflejó los efectos del adelanto de las exportaciones en previsión de las subidas de aranceles en el primer trimestre de 2025, pero se espera una reversión parcial de esos efectos en la segunda mitad del año.

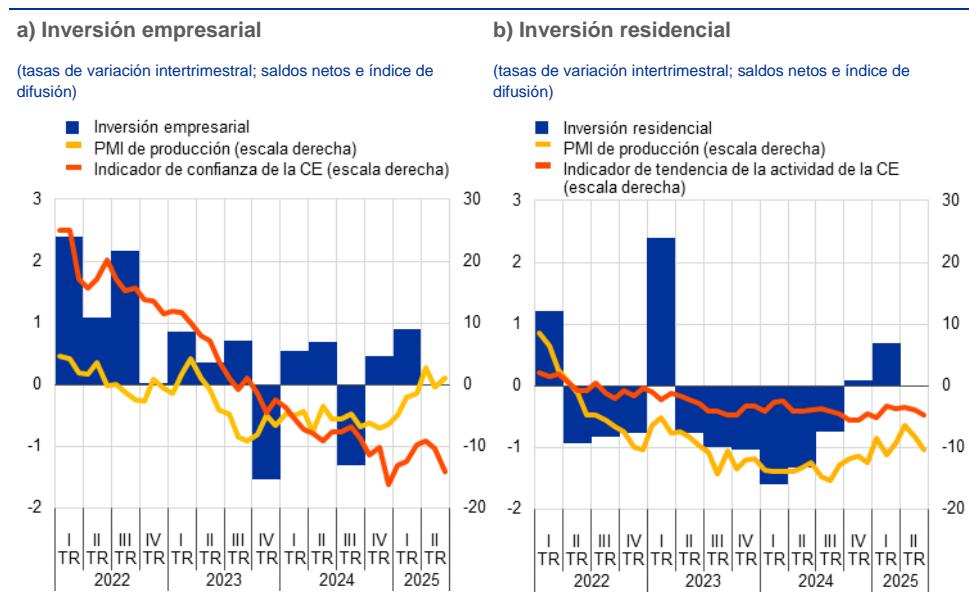
La inversión empresarial de la zona del euro, excluidos los activos intangibles de Irlanda (que muestran volatilidad), registró un avance intertrimestral del 0,9 % en el primer trimestre de 2025. Por activos, la inversión de las empresas (excluida Irlanda)

en PPI fue la que más contribuyó positivamente a esta cifra, compensando la caída de la destinada a maquinaria y bienes de equipo. Este impulso positivo parece haber continuado en el segundo trimestre del año, ya que la producción industrial del sector de bienes de equipo creció un 1,4 % en abril-mayo con respecto a la media del primer trimestre de 2025. Sin embargo, la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) sugiere que el adelanto fue un importante determinante de la dinámica de este sector en la primera mitad de 2025 (véase [recuadro 3](#)), de lo que se desprende que dicha dinámica no estuvo impulsada necesariamente por la mejora de los fundamentos subyacentes. La evidencia procedente de las encuestas apunta a un panorama falso de dinamismo en la segunda mitad del año, en línea con las débiles perspectivas de crecimiento, en un contexto de subida de los aranceles, de mayor fortaleza del euro y de incertidumbre persistentemente elevada. La encuesta telefónica a empresas señala una probable moderación dado que las empresas están adoptando una actitud de espera⁴. Asimismo, la encuesta sobre préstamos bancarios sugiere que las necesidades de financiación con fines de inversión solo aumentarán de forma moderada en términos netos en el tercer trimestre de 2025. Otras métricas cualitativas, como los indicadores de confianza (panel a del gráfico 7), también se mantienen en niveles bajos. Del mismo modo, la persistencia de una alta incertidumbre y los limitados incentivos a la inversión —como refleja el valor reducido de la «Q» de Tobin— apuntan a unas débiles perspectivas de inversión.

⁴ Véase el recuadro 3, titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)» en este Boletín Económico.

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. El indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo se normaliza para la media del período 1999-2019 y la desviación típica de la serie. 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 en los tres meses anteriores, 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 primer trimestre de 2025 para la inversión y a junio de 2025 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

La inversión en vivienda creció en el primer trimestre de 2025 y es probable que haya continuado recuperándose en el segundo trimestre. Tras registrar una tasa de avance intertrimestral del 0,1 % en el cuarto trimestre de 2024, la inversión residencial aumentó un 0,7 % en el primer trimestre de 2025, lo que supuso el final de la prolongada caída que se inició en el primer trimestre de 2022. Según los indicadores de alta frecuencia, es probable que la inversión en vivienda haya seguido recuperándose en el segundo trimestre. En abril y mayo, la actividad de la construcción de edificios y especializada se situó, en promedio, un 1,7 % por encima de los niveles registrados en el primer trimestre (panel b del gráfico 7). Sin embargo, indicadores de opinión como el indicador de tendencia de la actividad de construcción de edificios y especializada de la Comisión Europea y el PMI de producción de viviendas empeoraron entre abril y junio, lo que señala unas perspectivas de crecimiento moderadas en el segundo trimestre. De cara al futuro, la inversión residencial debería continuar beneficiándose de la mejora en la accesibilidad a la vivienda, gracias a unas condiciones de financiación más favorables y a la recuperación de las rentas. Esto también se refleja en el vigor de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, según la encuesta sobre préstamos bancarios de julio. Sin embargo, el modesto incremento de los visados de obra nueva residencial en el primer trimestre de 2025, así como la acusada caída de la valoración por parte de la Comisión Europea de las carteras de pedidos de las empresas de construcción de edificios y construcción especializada en junio, apuntan a una actividad limitada en el sector de la vivienda en los próximos meses.

En conjunto, se prevé que la inversión en vivienda permanezca en una senda de recuperación moderada.

Las exportaciones de bienes de la zona del euro se mantuvieron estables en mayo. Tras el máximo alcanzado en marzo —impulsado principalmente por los productos químicos de Irlanda exportados al país norteamericano— las exportaciones volvieron a situarse en sus niveles habituales en abril y en mayo. De cara al futuro, los indicadores de opinión sugieren una contracción sostenida de la actividad exportadora de servicios y unas exportaciones de manufacturas cercanas a una posición neutral. Es probable que la apreciación del euro siga frenando la competitividad de las exportaciones. A estos retos se suma el hecho de que las empresas exportadoras de la zona del euro siguen enfrentándose a una incertidumbre elevada sobre las políticas comerciales en el contexto de las negociaciones sobre un nuevo acuerdo comercial con la Administración estadounidense que impone un arancel máximo del 15 % a los productos de la UE. Por otra parte, las importaciones de la zona del euro disminuyeron de forma moderada en mayo, con Estados Unidos como determinante. Las importaciones procedentes de China han aumentado considerablemente desde principios de año, lo que ha intensificado la competencia con los productores nacionales (véase recuadro 2). Dado el exceso de capacidad china, aún elevado, y la posibilidad de que los aranceles estadounidenses alienen una desviación del comercio, parece probable que se produzcan presiones adicionales sobre los precios de las importaciones de la zona del euro en los próximos meses.

En conjunto, las perspectivas para la actividad de la zona del euro siguen siendo muy inciertas, debido a los incrementos de los aranceles y a la persistencia de las tensiones geopolíticas, pese a algunos factores favorables significativos. Es probable que el alto grado de incertidumbre reduzca en mayor medida la confianza de los hogares y las empresas. Al mismo tiempo, el creciente proteccionismo a escala global, los elevados aranceles y las medidas que distorsionan el comercio, así como la apreciación adicional del euro, representan una amenaza para las perspectivas de la zona del euro. Los acontecimientos recientes en Oriente Próximo han contribuido al elevado nivel de incertidumbre geopolítica. No obstante, las mejoras recientes del poder adquisitivo asociadas a la evolución del mercado de trabajo y la persistente capacidad de resistencia de este mercado permitirán a los hogares gastar más, mientras que la inversión pública relacionada con el gasto en defensa e infraestructuras respaldará cada vez más el crecimiento (véase recuadro 7). Estos factores, unidos a unas condiciones de financiación más favorables, deberían hacer que la economía se mantenga resiliente frente a perturbaciones globales.

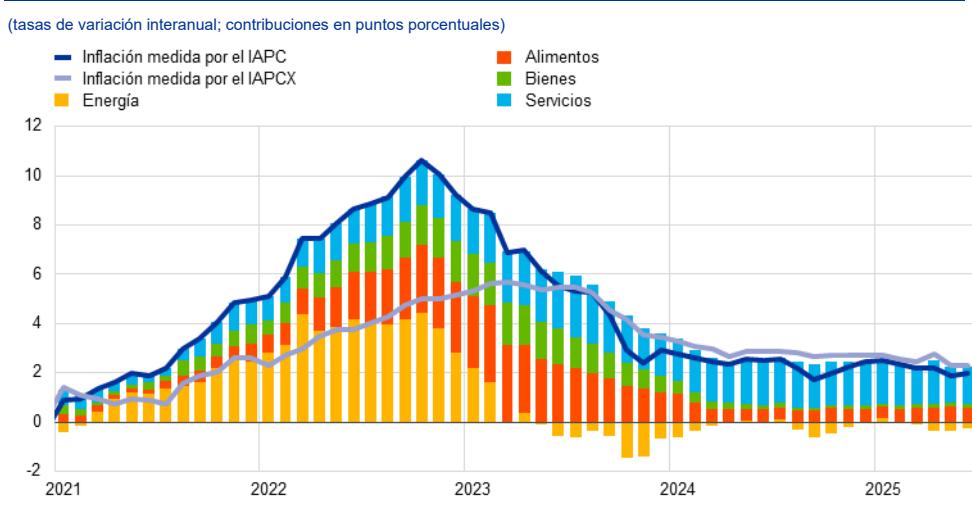
3

Precios y costes

La inflación general de la zona del euro se situó en el 2 % en junio de 2025, nivel algo superior al 1,9 % registrado en mayo⁵. Este incremento obedeció principalmente a la subida de los precios de la energía, que compensó con creces el descenso de la inflación de los alimentos. La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente son, en general, compatibles con el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo. Las presiones internas sobre los precios han seguido relajándose, sobre todo como consecuencia de la moderación del crecimiento de los salarios. La tasa de variación interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 3,8 % en el primer trimestre de 2025, frente al 4,1 % del último trimestre de 2024. Esto, unido al mayor ritmo de avance de la productividad, se tradujo en una desaceleración del crecimiento de los costes laborales unitarios. 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.

La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó ligeramente hasta el 2 % en junio, desde el 1,9 % registrado en mayo (gráfico 8). Este incremento obedeció a la tasa de variación menos negativa de los precios de la energía, que compensó con creces el descenso de la inflación de los alimentos. El dato de inflación correspondiente al segundo trimestre de 2025 (2 %) fue acorde con lo indicado en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2025.

Gráfico 8
Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

Los precios de la energía siguen siendo volátiles: la tasa de variación de los precios energéticos continuó en niveles negativos en junio, pero aumentó

⁵ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 23 de julio de 2025. Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC permaneció sin variación en el 2 % en julio de 2025.

hasta situarse en el -2,6 %, desde el -3,6 % registrado en mayo. Este incremento refleja, sobre todo, un efecto de base positivo causado por la bajada de los precios de los combustibles para transporte en junio de 2024. El desglose detallado mostraba un aumento de la tasa de inflación interanual de estos combustibles —relacionado con la subida de los precios del petróleo—, que solo se vio compensado en parte por el descenso de los precios de la electricidad y del gas.

La inflación de los alimentos disminuyó ligeramente y se situó en el 3,1 % en junio de 2025, frente al 3,2 % de mayo. Esta disminución fue consecuencia del descenso de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados (hasta el 2,6 % en junio, desde el 2,9 % de mayo), que no se vio totalmente compensado por la subida de los precios de los alimentos no elaborados (4,6 % en junio, frente al 4,3 % registrado en mayo). Dicha subida se debió, sobre todo, al incremento de la tasa de inflación interanual correspondiente a la carne y a la fruta, que fue compensado solo en parte por la tasa de inflación más baja de las hortalizas. Por su parte, la reducción de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados puede atribuirse principalmente a la menor presión ejercida por la inflación del tabaco. Dicho esto, la tasa interanual de los alimentos elaborados, excluido el tabaco, también se redujo ligeramente hasta situarse en el 2,1 % en junio, desde el 2,2 % de mayo.

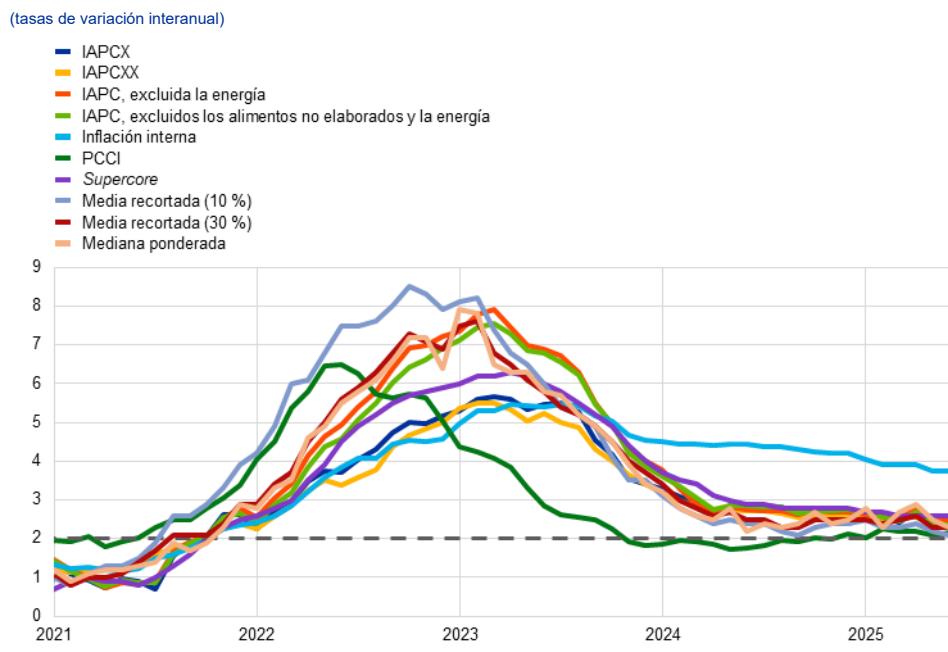
La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se mantuvo sin variación en el 2,3 % en junio. La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos (BINE) descendió ligeramente hasta situarse en el 0,5 % en junio, desde el 0,6 % en mayo. Este descenso se vio compensado por el leve incremento de la tasa correspondiente a los servicios, que se situó en el 3,3 % en junio, frente al 3,2 % en mayo. El aumento de la inflación de los servicios fue principalmente consecuencia de la subida de la tasa de crecimiento interanual de los componentes de comunicación y actividades creativas. La disminución de la inflación de los BINE es acorde con las presiones inflacionistas moderadas producidas por el bajo crecimiento de los precios de las importaciones y por la apreciación del euro. La ralentización del ritmo de avance de los precios de los bienes semiduraderos provocó la caída de la tasa de inflación interanual de los BINE, aunque se vio contrarrestada parcialmente por el ascenso de la inflación de los bienes duraderos.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente son, en general, compatibles con el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo (gráfico 9)⁶. La mayor parte de los valores de los indicadores fluctuó entre el 2,1 % y el 2,6 %. La inflación subyacente no varió según todos los indicadores basados en la exclusión permanente de componentes. Algunos indicadores basados en la exclusión temporal de componentes, como la mediana ponderada y la media recortada al 10 %, continuaron reduciéndose en junio. En cuanto a los indicadores basados en modelos, el indicador *Supercore* (que incluye los componentes del IAPC sensibles al

⁶ Para información sobre los distintos indicadores de la inflación subyacente, véase P. R. Lane, «[Underlying inflation: an update](#)», discurso pronunciado en la conferencia organizada por el Federal Reserve Bank of Cleveland y el BCE titulada «Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024», 24 de octubre de 2024.

ciclo económico) se mantuvo sin variación en el 2,6 % en junio. Entretanto, el indicador PCCI (componente persistente y común de la inflación) aumentó ligeramente desde el 2,1 % observado en mayo y se situó en el 2,2 % en junio. La inflación interna permaneció inalterada en el 3,7 %, un nivel persistentemente alto.

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente



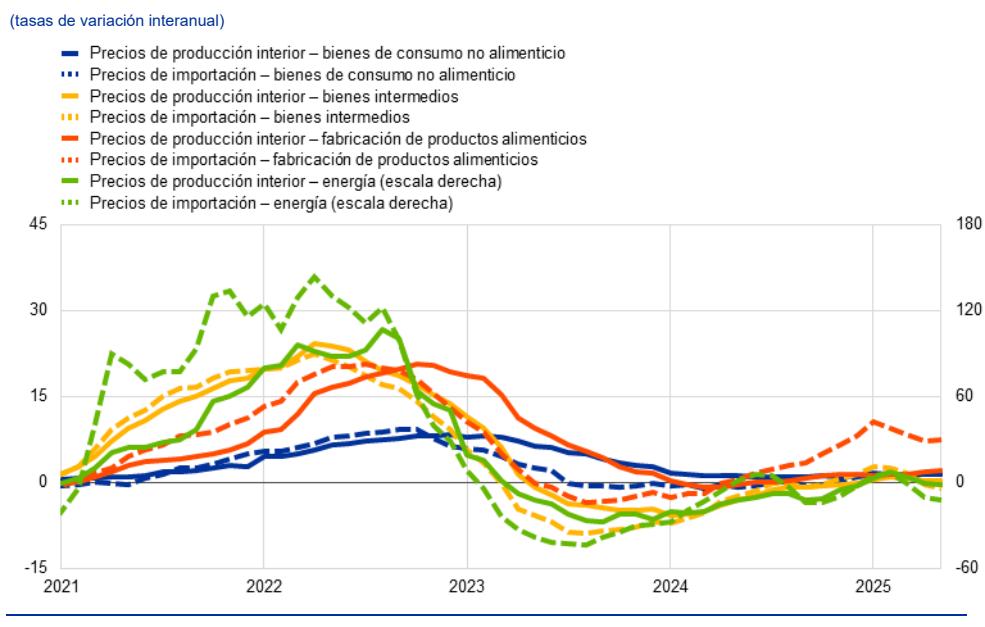
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «IAPCXX» se refiere al IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

En mayo, las presiones inflacionistas latentes sobre los bienes continuaron moderándose en las primeras fases del proceso de formación de precios, mientras que las observadas en las fases finales se mantuvieron prácticamente estables (gráfico 10). En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores siguió disminuyendo hasta situarse en el 0,3 % en mayo, desde el 0,4 % registrado en abril. En las fases posteriores, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio permaneció básicamente inalterada en el 1,4 %. El ritmo de avance interanual de los precios de importación de dichos bienes se incrementó ligeramente hasta el 0,3 % en mayo, desde el 0,2 % de abril, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios se redujo y se situó en el -1 %, frente al -0,4 %. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados registró un ascenso, del 2 % al 2,1 %, durante el mismo período, lo que sugiere presiones de costes más persistentes en el segmento de fabricación de productos alimenticios. La tasa de variación de los precios de importación de los alimentos elaborados se mantuvo sin cambios en el 7,4 % en mayo, posiblemente como consecuencia de los elevados precios internacionales de las materias primas alimenticias. En conjunto, los datos

sugieren que, aunque es posible que las presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo se hayan relajado en términos generales, el segmento de los alimentos muestra señales de una dinámica inflacionista más persistente.

Gráfico 10 Indicadores de presiones latentes



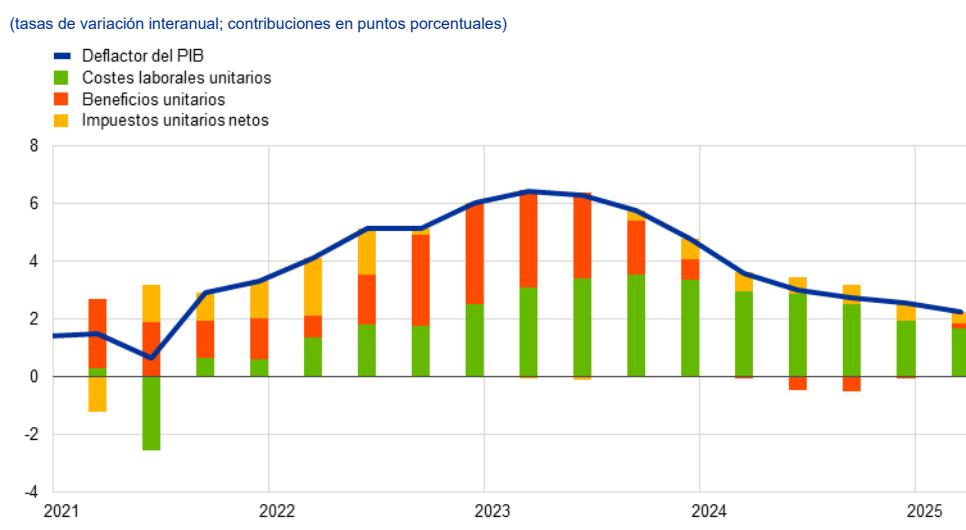
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, siguieron disminuyendo en el primer trimestre de 2025, ralentizándose así la tasa de crecimiento interanual hasta situarse en el 2,3 %, frente al 2,6 % del trimestre anterior (gráfico 11). Esta evolución refleja un descenso notable con respecto al máximo del 6,4 % alcanzado en el primer trimestre de 2023. La desaceleración del deflactor del PIB se debió a la menor contribución de los costes laborales unitarios (1,7 puntos porcentuales, frente a 2 puntos porcentuales en el trimestre precedente) y de los impuestos unitarios (0,4 puntos porcentuales, frente a 0,7 puntos porcentuales). En cambio, la contribución de los beneficios unitarios creció hasta situarse en 0,2 puntos porcentuales después de la contribución negativa de -0,1 puntos porcentuales registrada en el cuarto trimestre de 2024. La moderación de los costes laborales unitarios refleja la combinación del menor crecimiento salarial, medido por la remuneración por asalariado (el 3,8 % en el primer trimestre de 2025, frente al 4,1 % del trimestre anterior), y del mayor avance de la productividad (hasta el 0,8 %, desde el 0,6 % del trimestre precedente). La disminución de la remuneración por asalariado sigue siendo generalizada en los distintos sectores y países. Asimismo, la desaceleración de su tasa de expansión refleja una caída significativa del crecimiento de los salarios negociados (el 2,5 % en el primer trimestre de 2025, frente al 4,1 % en el último trimestre de 2024), que se vio parcialmente compensada

por el incremento de la deriva salarial⁷. De cara al futuro, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios —que incluye datos sobre convenios colectivos negociados hasta el final de junio de 2025— sugiere que las presiones sobre el avance de los salarios continuarán relajándose durante 2025. Esta moderación adicional se ve confirmada por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento salarial, como la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE, en la que las expectativas de crecimiento de los salarios se sitúan en el 3,3 % en 2025 y en el 2,8 % en 2026⁸.

Gráfico 11
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

En el período transcurrido desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, los indicadores de opinión y de mercado de las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron estables, y la mayoría se situó en torno al 2 % (panel a del gráfico 12). Tanto en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de julio de 2025 como en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2025, la media y la mediana de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron sin variación en el 2 %. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a largo plazo (basados en el IAPC, excluido el tabaco) han registrado un incremento desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, y el tipo *swap* de inflación (ILS) a cinco años dentro de cinco años se situó alrededor del 2,1 %. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en

⁷ Para más información, véase el recuadro titulado «[La evolución reciente de los salarios y el papel de la deriva salarial](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE, 2024.

⁸ Para más información, véase el recuadro titulado «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE, 2025.

los mercados siguen esperando que la inflación se sitúe en torno al 2 % en el largo plazo.

Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo, como indican los *inflation fixings*, se mantienen por debajo del 2 %, pero se elevaron durante el período analizado. Tras la decisión de recortar 25 puntos básicos los principales tipos de interés oficiales del BCE que adoptó el Consejo de Gobierno en junio, estos indicadores de las expectativas de mercado a corto y a medio plazo relativas a la inflación medida por el IAPC, excluido el tabaco, se han desplazado al alza y han continuado aumentando de forma modesta desde entonces. En la actualidad, los inversores esperan que la inflación se mantenga alrededor del 2 % en los próximos meses y que posteriormente disminuya en torno al cambio de año y repunte hasta estabilizarse en un nivel algo inferior al 2 % a mediados de 2026. A más largo plazo, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año también registró un leve aumento y se situó aproximadamente en el 1,8 %.

Las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores descendieron en mayo y junio, revirtiendo el repunte observado en los meses anteriores (panel b del gráfico 12). En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio de 2025 se señaló un descenso de la tasa de inflación mediana esperada en los doce meses siguientes, hasta el 2,6 %, frente al 2,8 % de mayo y el 3,1 % de abril, mientras que la tasa esperada a tres años vista se mantuvo sin variación en el 2,4 %. La moderación observada en las expectativas de inflación a corto plazo puede reflejar una reversión de la incertidumbre acerca de la inflación y cierta mejora del sentimiento económico de los encuestados en comparación con la encuesta de abril.

Gráfico 12

Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

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

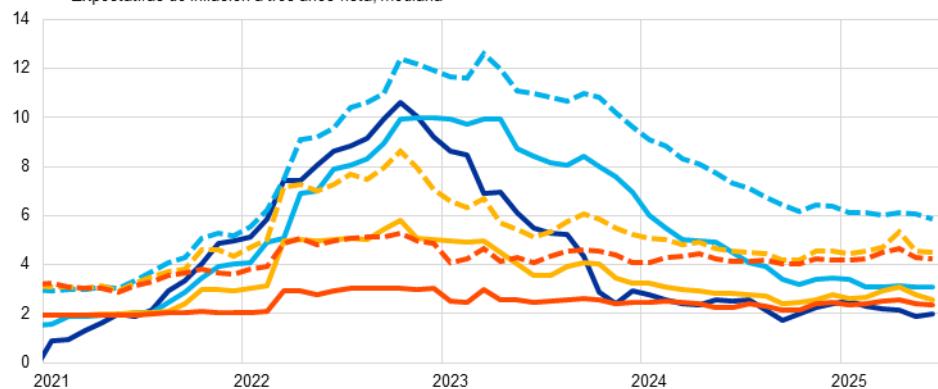
(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)

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



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

Notas: En el panel a, las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en la tasa de inflación *spot* a un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de un año, la tasa de inflación *forward* a un año dentro de dos años y la tasa de inflación *forward* a un año dentro de tres años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 23 de julio de 2025. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2025 se realizó entre el 1 y el 3 de julio de 2025. La SMA se llevó a cabo entre el 7 y el 9 de julio. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue el 14 de julio de 2025. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro 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. En el panel b, en la CES, las líneas discontinuas representan la media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 23 de julio de 2025, los movimientos observados en los mercados financieros de la zona del euro fueron relativamente contenidos, pese a las tensiones geopolíticas en curso y a la renovada incertidumbre sobre el comercio. El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) fluctuó dentro de una banda estrecha tras la decisión del Consejo de Gobierno del 5 de junio de bajar 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE. La curva forward se mantuvo prácticamente estable, y los participantes en los mercados descontaban recortes acumulados de los tipos de interés de unos 25 puntos básicos para el final del año. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo con respecto a los tipos libres de riesgo experimentaron una ligera reducción, reflejo de unos rendimientos de la deuda soberana de la zona que apenas registraron cambios, así como de un incremento simultáneo del tipo OIS (overnight index swap), en un contexto de expectativas de aumento de las emisiones de deuda pública. Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro se estrecharon, en general, debido a la recuperación del apetito de riesgo tras el incremento que experimentaron en abril. En cambio, los mercados de renta variable de la zona del euro registraron leves caídas durante el período analizado, tras haber repuntado previamente como consecuencia del anuncio de la imposición de aranceles que realizó Estados Unidos el 2 de abril. Estas caídas apuntan a una persistente cautela de los inversores, en particular en sectores sensibles a los riesgos relacionados con el comercio. En los mercados de divisas, el euro siguió apreciándose frente al dólar estadounidense y en términos efectivos y nominales.

Los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro se mantuvieron prácticamente estables durante el período de referencia, pese a la persistencia de un elevado grado de incertidumbre comercial y geopolítica. El €STR se situó en el 1,92 % al final del período analizado, tras la decisión ampliamente anticipada de reducir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos que adoptó el Consejo de Gobierno en su reunión de junio de 2025. El exceso de liquidez disminuyó unos 53 mm de euros, hasta la cifra de 2.655 mm de euros. Este descenso se debió principalmente a la disminución de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que fueron venciendo en el marco de sus programas de compras de activos. La curva forward del tipo libre de riesgo a corto plazo se desplazó al alza el día de la decisión del Consejo de Gobierno y posteriormente fluctuó dentro de una banda estrecha durante el período de referencia. Esta evolución se produjo pese a la mayor incertidumbre en torno a la finalización, el 9 de julio, de la tregua arancelaria de 90 días —que posteriormente se amplió hasta el 1 de agosto— y a las fuertes tensiones geopolíticas en Oriente Próximo, que contribuyeron a una subida transitoria de los precios del petróleo y a un aumento temporal de la volatilidad en los mercados financieros, pero que apenas afectaron a la trayectoria de los tipos de interés oficiales del BCE implícita en los mercados. Al final del período de referencia, los participantes en los mercados descontaban recortes acumulados de los tipos de unos 25 puntos básicos para el final de 2025. La pendiente de la curva OIS aumentó, y los tipos de interés apenas

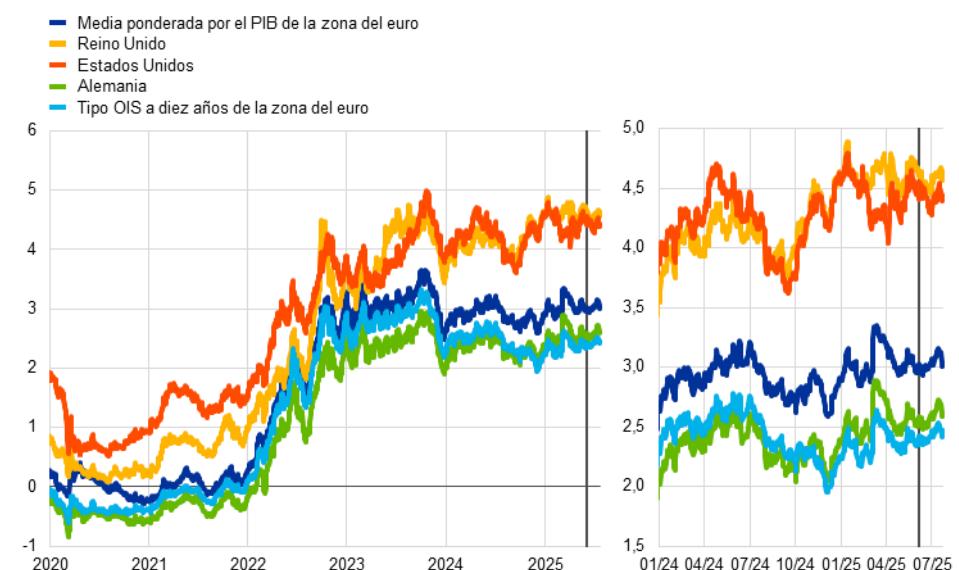
experimentaron variaciones en horizontes de hasta cinco años y aumentaron 6 puntos básicos, hasta el 2,5 %, en los vencimientos a diez años.

Los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo se redujeron ligeramente durante el período de referencia (gráfico 13). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se mantuvo prácticamente sin cambios, en el 3 %, durante el período analizado, mientras que el tipo OIS a diez años se incrementó 6 puntos básicos. En consecuencia, la variación total de las primas de riesgo soberano fue modesta, como reflejó la disminución de 7 puntos básicos de los diferenciales, y se observaron movimientos similares, en general, de la rentabilidad en los distintos países de la zona del euro. El avance de los tipos de interés nominales libres de riesgo estuvo impulsado por el aumento de la compensación por inflación, por una parte, y por las subidas de los tipos reales, por otra. Fuera de la zona del euro, la rentabilidad de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos y la correspondiente a la deuda del Reino Unido al mismo plazo experimentaron cambios mínimos y se situaron en el 4,4 % y el 4,6 %, respectivamente, al final del período considerado.

Gráfico 13

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 (5 de junio de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 23 de julio de 2025.

Los precios de las acciones de la zona del euro descendieron ligeramente durante el período de referencia, debido a la persistente cautela de los inversores ante la incertidumbre económica. Después de que estos precios repuntaran tras el anuncio de la imposición de aranceles que realizó Estados Unidos el 2 de abril, los índices bursátiles amplios cayeron un 0,4 % durante el período analizado, con pérdidas del 0,1 % en las cotizaciones de las sociedades no

financieras (SNF) y ganancias del 1,4 % en las acciones de las entidades financieras, lo que señala un sentimiento de cautela en general. Mientras que el sector energético se benefició de la subida de los precios del petróleo, las cotizaciones de otros sectores registraron caídas. Aquellos con exposiciones significativas al comercio internacional fueron los más afectados, pese a la aparente calma de los mercados en el contexto de las negociaciones comerciales en curso. En cambio, tras la corrección que experimentaron en abril, los mercados bursátiles estadounidenses se comportaron considerablemente mejor que sus homólogos en la zona del euro, y los índices amplios aumentaron un 7 %. Este intenso dinamismo se vio favorecido por las ganancias del 7 % obtenidas tanto por las entidades financieras como por las SNF. El crecimiento de los valores de renta variable de las SNF estadounidenses se vio sustentado por la mejora del sentimiento de los inversores, reflejo de las señales de avances en las negociaciones comerciales, así como por una fuerte y persistente demanda de valores tecnológicos, en particular de los asociados a la inteligencia artificial.

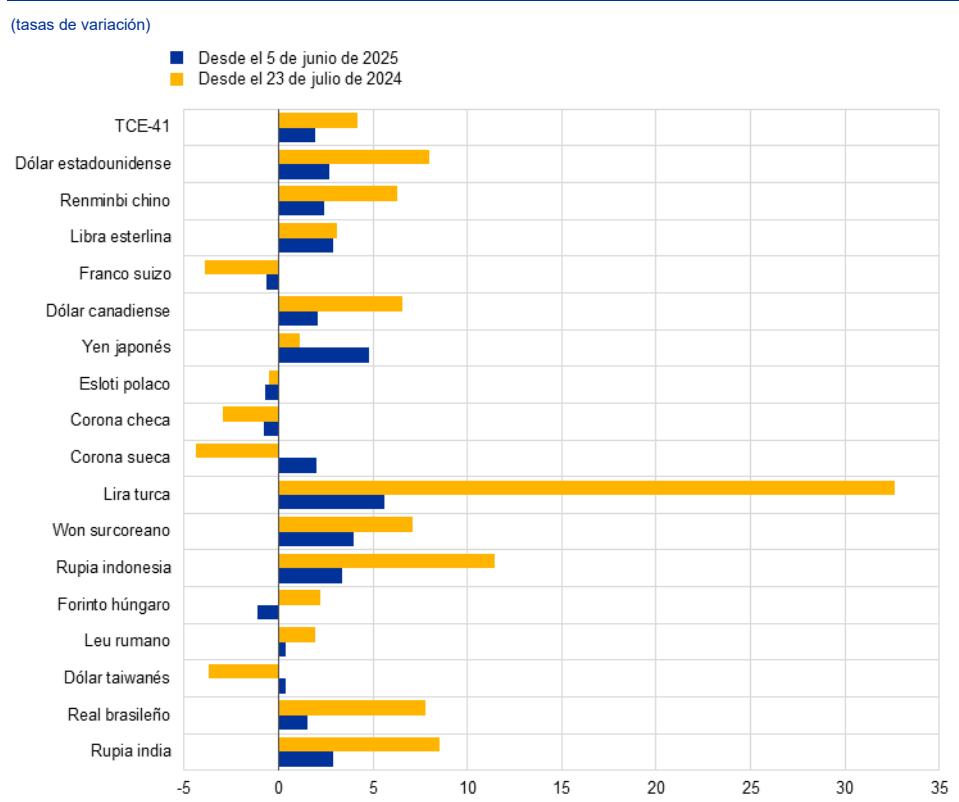
Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro se estrecharon tras el acusado aumento observado en abril, debido a la recuperación del apetito de riesgo de los inversores. Al inicio del período de referencia, los diferenciales se mantuvieron prácticamente estables mientras los inversores evaluaban las posibles implicaciones de las renovadas tensiones comerciales globales para los beneficios empresariales y la actividad económica. No obstante, posteriormente, a medida que la confianza empezó a mejorar, los diferenciales se redujeron 8 y 10 puntos básicos en los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento (*high-yield*), respectivamente. Esta reducción fue generalizada tanto en el caso de los emisores del sector financiero como en los del sector no financiero.

En los mercados de divisas, el euro siguió apreciándose frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 14). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se apreció un 2,1 %. El euro se fortaleció un 3 % frente al dólar estadounidense, favorecido por unos fundamentos económicos relativamente sólidos en la zona del euro y por la preocupación acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas estadounidenses, en un contexto de persistente incertidumbre sobre el comercio. La trayectoria alcista de la moneda única continuó en junio, en general, pese a la escalada de los riesgos geopolíticos, incluido el conflicto Israel-Irán. Desde principios de julio, esta evolución al alza se revirtió ligeramente en el caso del dólar estadounidense y en términos efectivos porque los inversores reevaluaron el alcance previsto de la relajación adicional de la política monetaria de Estados Unidos como resultado de unos datos de inflación superiores a lo esperado. El euro se apreció de manera relativamente generalizada, fortaleciéndose frente a las monedas de la mayoría de las principales economías y a las de los países emergentes. El euro se revalorizó de forma notable frente al yen japonés (4,5 %), impulsado por las incertidumbres relacionadas con los aranceles estadounidenses, así como por las perspectivas políticas de Japón y las relativas a su política monetaria. En cambio, se depreció ligeramente, un 0,7 %, frente al franco suizo,

reflejo de la persistente demanda de esta última moneda como refugio en este período de mayor incertidumbre.

Gráfico 14

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



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 23 de julio de 2025.

5

Condiciones de financiación y evolución del crédito

En mayo, los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron cayendo como consecuencia de los recortes de los tipos de interés oficiales. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas disminuyeron ese mes hasta situarse en el 3,7 %, mientras que los aplicados a las nuevas hipotecas concedidas a los hogares han cambiado poco desde el comienzo del año y se situaron en el 3,3 %. El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares fue en general estable en mayo, pero permaneció muy por debajo de las medias históricas, también como reflejo de la elevada incertidumbre. En el período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 23 de julio de 2025, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija se redujo marginalmente. Según la encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2025, los criterios de aprobación del crédito a empresas se mantuvieron prácticamente sin variación en el segundo trimestre de 2025, mientras que la demanda de préstamos experimentó un ligero incremento. Los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda se endurecieron levemente, mientras que la demanda de esta modalidad de préstamo siguió aumentando con fuerza. En la encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al segundo trimestre de 2025, que se llevó a cabo entre el 30 de mayo y el 27 de junio de 2025, las empresas continuaron señalando una disminución de los tipos de interés bancarios, aunque también un leve endurecimiento de otras condiciones del crédito. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) permaneció estable en el 3,9 % en mayo.

Los costes de financiación de las entidades de crédito disminuyeron ligeramente en mayo de 2025, como consecuencia de los recortes de los tipos de interés oficiales. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro —es decir, el índice que mide sus costes marginales de financiación— se redujo levemente en mayo (panel a del gráfico 15), como consecuencia de los recortes de los tipos oficiales del BCE. Este descenso se debió a la evolución de los tipos de interés interbancarios y de los aplicados a los depósitos. Al mismo tiempo, la rentabilidad de los bonos bancarios ha fluctuado en torno al 3 % desde principios de año, en un contexto de mayor volatilidad en los mercados financieros —en particular desde abril—, relacionada, en parte, con la incertidumbre sobre los aranceles de Estados Unidos (panel b del gráfico 15). El tipo de interés sintético de los depósitos retrocedió ligeramente en mayo y se situó en el 1 %, lo que supuso un descenso con respecto al máximo del 1,4 % registrado en mayo de 2024. Este retroceso obedeció fundamentalmente a la caída de los tipos de interés de los depósitos a plazo de las empresas y los hogares. Los tipos de interés de los depósitos a la vista se mantuvieron prácticamente estables y el diferencial, pese a ser todavía significativo, entre los tipos de los depósitos a plazo y los aplicados a los depósitos a la vista tanto de empresas como de hogares continuó reduciéndose.

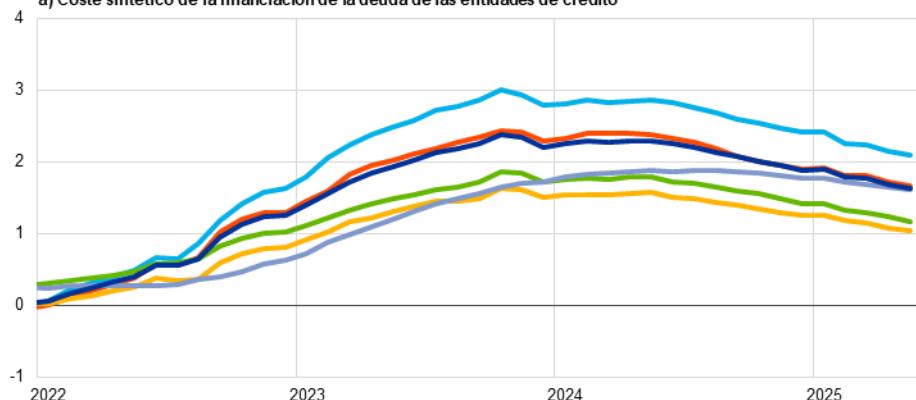
Gráfico 15

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

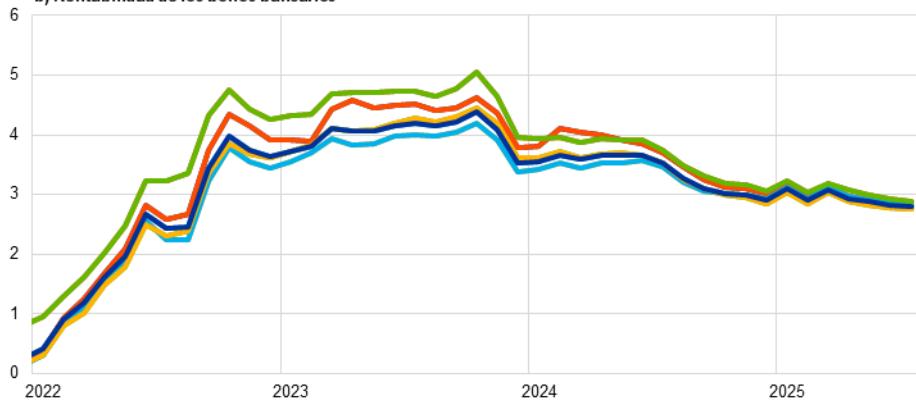
(porcentajes anuales)

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

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



b) Rentabilidad de los bonos bancarios



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito utilizan las mismas ponderaciones, pero se basan en los tipos de interés de los saldos vivos en el caso de los depósitos y la financiación interbancaria, y en la rentabilidad hasta el vencimiento en el momento de la emisión en el caso de los bonos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 23 de julio 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 sin variación, reflejo de las diferencias en los períodos de fijación. En mayo de 2025, los tipos de interés de los nuevos préstamos a sociedades no financieras (SNF) descendieron 15 puntos básicos y se situaron en el 3,65 %, alrededor de 1,6 puntos porcentuales por debajo de su máximo de octubre de 2023 (panel a del gráfico 16). Este descenso fue generalizado en los principales países de la zona del euro y estuvo determinado por los préstamos a corto plazo con vencimiento hasta un año, en consonancia con la bajada de los tipos de mercado a corto plazo. Los

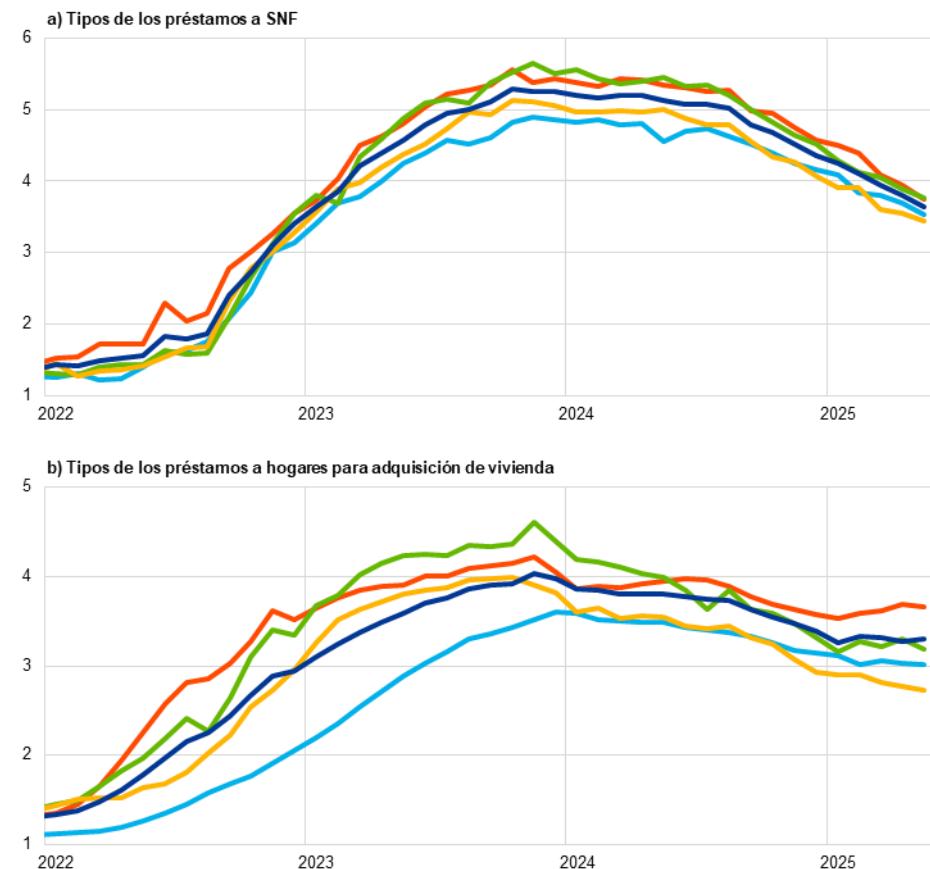
tipos de interés de los saldos vivos de los préstamos también se redujeron, aunque en menor medida. El diferencial entre los tipos de los créditos de hasta un millón de euros y los aplicados a los créditos de más de un millón de euros a empresas aumentó hasta situarse en 59 puntos básicos en mayo, con cierta heterogeneidad entre países, notablemente por encima de su mínimo de 31 puntos básicos registrado en enero de 2025, pero considerablemente por debajo de su media de largo plazo. Los tipos de interés de los nuevos préstamos a hogares para adquisición de vivienda permanecieron prácticamente estables en el 3,3 % en mayo —unos 80 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023—, aunque con algunas variaciones entre países (panel b del gráfico 16). Esta evolución refleja cierta variabilidad entre los distintos períodos de fijación y países: los tipos aplicados a los préstamos con períodos de fijación de hasta cinco años descendieron y los de los préstamos con períodos de fijación más largos aumentaron. Los tipos de interés de los saldos vivos de los préstamos también se mantuvieron estables en el 2,4 %. La disparidad entre los tipos de interés del crédito a hogares y los del concedido a las empresas refleja diferencias en los períodos de fijación. Los préstamos a hogares suelen tener períodos de fijación de tipos más largos en muchas jurisdicciones, lo que hace que sean menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés de mercado a corto plazo.

Gráfico 16

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

(porcentajes anuales)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: 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 mayo de 2025. En el panel a), «SNF» corresponde a «sociedades no financieras».

En el período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 23 de julio de 2025, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante acciones como mediante valores de renta fija disminuyó marginalmente. 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— se redujo ligeramente en mayo en comparación con el mes anterior y se situó en el 5,9 % (gráfico 17)⁹. Esta evolución fue consecuencia de un descenso de todos los componentes del coste total de la financiación, salvo el coste de la financiación bancaria a largo plazo, que permaneció inalterado. Los datos diarios relativos al citado período de referencia muestran que el coste de la financiación tanto mediante acciones como mediante

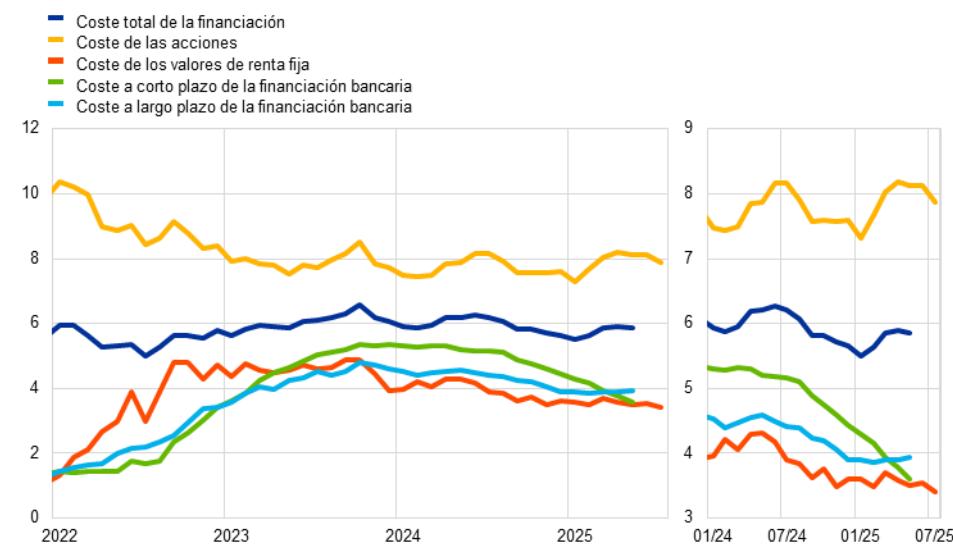
⁹ A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta mayo de 2025.

valores de renta fija registró un leve descenso adicional. La reducción de los diferenciales de los bonos corporativos tanto en el segmento con grado de inversión como en el de alto rendimiento compensó con creces el ligero incremento de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo que se tradujo en un leve descenso del coste de los valores de renta fija. Del mismo modo, la caída del coste de la financiación mediante acciones en el mismo período reflejó un retroceso de la prima de riesgo bursátil que, pese a ser de magnitud reducida, fue mayor que el incremento del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS [*overnight index swap*] a diez años).

Gráfico 17

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

(porcentajes anuales)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada 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 23 de julio de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a mayo de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

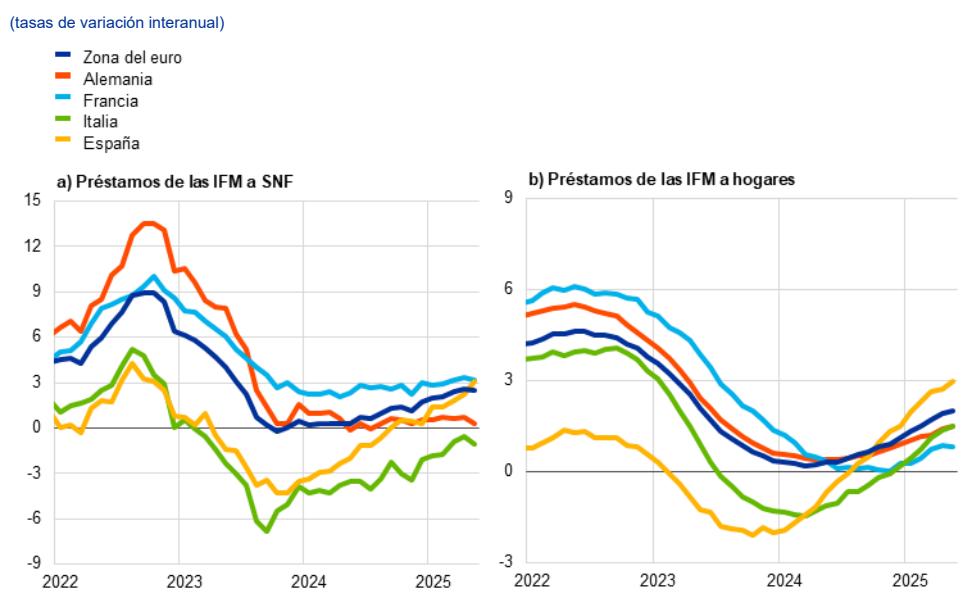
El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares fue en general estable en mayo, pero permaneció muy por debajo de las medias históricas.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas disminuyó hasta el 2,5 % en mayo de 2025, desde el 2,6 % de abril, y, por tanto, permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,3 % desde enero de 1999 (panel a del gráfico 18). Esta evolución refleja una dinámica a corto plazo más débil de la financiación bancaria a las empresas en un contexto de elevadas emisiones netas de valores de renta fija privada. La tasa de avance interanual de las emisiones de renta fija privada repuntó hasta el 3,4 % en mayo, desde el 2,2 % de abril. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se incrementó hasta el 2 % en mayo tras situarse en el 1,9 % en abril, aunque este nivel continúa siendo significativamente inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 18). Los préstamos para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal determinante de esta tendencia al alza, mientras que el crédito para consumo se mantuvo estable

en una tasa de avance interanual del 4,3 % en mayo. Sin embargo, parece que la recuperación de los préstamos a hogares ha perdido impulso, como indica el debilitamiento de los flujos mensuales asociado a las hipotecas. El crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, mantuvo su atonía. La percepción de los hogares en relación con el acceso al crédito mejoró en mayo. 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 se redujo, pero continuó superando al de aquellos que consideraban que dicho acceso se había relajado. De cara al futuro, los hogares esperan que el acceso al crédito se relaje ligeramente en los próximos doce meses.

Gráfico 18

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2025, las entidades de crédito señalaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas prácticamente no habían cambiado en el segundo trimestre de 2025 y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían endurecido ligeramente en términos netos (gráfico 19). Los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas de la zona del euro apenas variaron en el segundo trimestre de 2025, a pesar de que las entidades de crédito habían indicado en la encuesta anterior que esperaban un endurecimiento neto. La percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas siguió contribuyendo al endurecimiento de estos criterios, mientras que la competencia favoreció su relajación. La mayor parte de las entidades de la zona señalaron que la incertidumbre geopolítica y las tensiones comerciales no habrían provocado un endurecimiento adicional específico de los criterios de concesión, aunque sí las había llevado a intensificar su seguimiento de los sectores y las empresas más

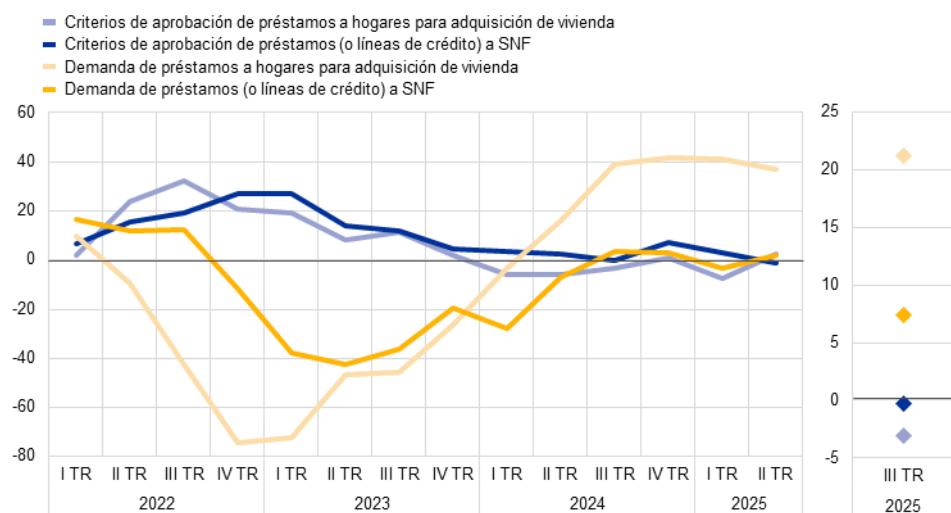
expuestos. En cambio, las entidades señalaron un pequeño endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para la adquisición de vivienda y un endurecimiento neto más pronunciado en el caso del crédito para consumo. Los cambios en la percepción de riesgos y la tolerancia al riesgo de las entidades fueron el principal factor determinante del endurecimiento neto de los criterios aplicados a ambos tipos de préstamos a los hogares. Las entidades de crédito comunicaron que el porcentaje de solicitudes denegadas había aumentado algo, en términos netos, en el caso de los préstamos a empresas, había registrado un ascenso neto más pronunciado en el caso del crédito para consumo y apenas había variado en el de los préstamos para adquisición de vivienda. Para el tercer trimestre de 2025, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se mantengan sin cambios, que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda se relajen ligeramente y que los del crédito para consumo vuelvan a endurecerse.

En el segundo trimestre de 2025, las entidades de crédito señalaron un ligero incremento de la demanda de préstamos por parte de las empresas y un considerable aumento adicional de la demanda de préstamos a hogares para adquisición de vivienda. La demanda de crédito por parte de las empresas se vio favorecida en el citado trimestre por la caída de los tipos de interés de los préstamos, mientras que el impacto de la inversión en capital fijo y de las existencias y el capital circulante fue neutral. Varias entidades de crédito señalaron que la incertidumbre global y las tensiones comerciales relacionadas habían lastrado la demanda de préstamos. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, el fuerte aumento de la demanda se debió, principalmente, a la caída de los tipos de interés, a la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda y, en menor medida, a la mayor confianza de los consumidores. La demanda de crédito para consumo también se vio respaldada por la bajada de los tipos de interés, junto con otros factores, lo que compensó las contribuciones negativas del deterioro de la confianza de los consumidores y del gasto en bienes duraderos. Para el tercer trimestre de 2025, las entidades prevén un aumento adicional de la demanda de préstamos por parte de las empresas y un ascenso sustancial de la de préstamos para adquisición de vivienda, mientras que se espera que la demanda de crédito para consumo se mantenga prácticamente sin cambios.

Gráfico 19

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

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



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

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

Según las respuestas de las entidades de crédito a las preguntas *ad hoc*, su acceso a la financiación mejoró ligeramente, mientras que la percepción de riesgos en torno a la calidad crediticia contribuyó al endurecimiento de los criterios de concesión del crédito. En el segundo trimestre de 2025, el acceso de los bancos a la financiación minorista y mayorista mejoró levemente, impulsado por la financiación minorista a corto plazo, los mercados monetarios y los valores de renta fija, mientras que se mantuvo prácticamente sin cambios en el caso de las titulizaciones. Las entidades indicaron que las variaciones del exceso de liquidez mantenida en el Eurosistema en el primer semestre de 2025 tuvieron un impacto neutral sobre los criterios de concesión. En cambio, las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia propiciaron el endurecimiento de las condiciones aplicadas a todas las categorías de préstamos en el segundo trimestre de 2025. La evolución de los criterios de concesión y de la demanda de préstamos en el primer semestre de 2025 fue heterogénea en los principales sectores económicos. Los criterios de aprobación se endurecieron en los sectores inmobiliario comercial, manufacturero, de comercio mayorista y minorista y, en menor medida, en la construcción, mientras que se relajaron ligeramente en la mayoría de los servicios (excepto en los servicios financieros e inmobiliarios) y en el sector inmobiliario residencial.

De acuerdo con los resultados de la encuesta, los riesgos climáticos y las medidas relacionadas contribuyeron al endurecimiento de las condiciones de

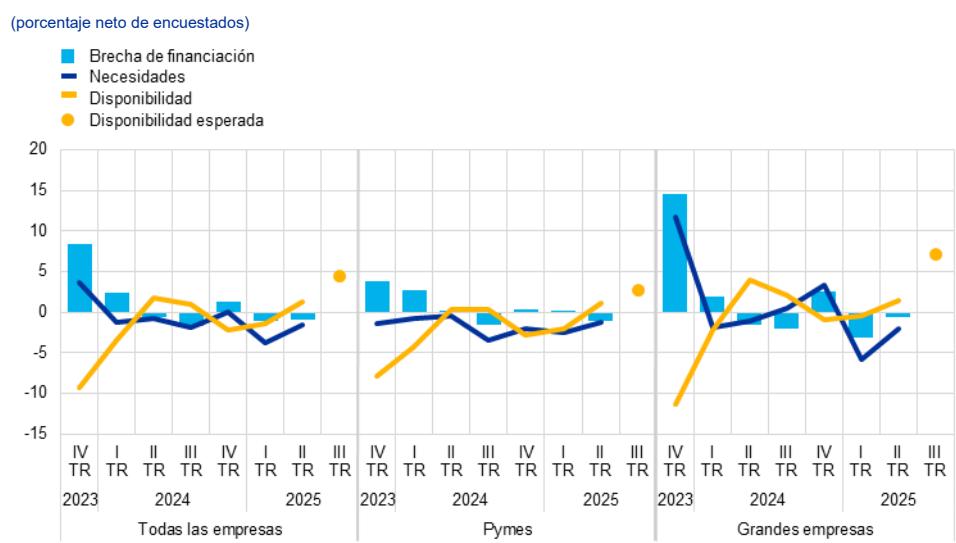
concesión del crédito para las empresas con emisiones de carbono elevadas.

Las entidades de crédito de la zona del euro señalaron que, en los doce meses anteriores, los riesgos climáticos de las empresas y las medidas para afrontar el cambio climático habían seguido contribuyendo al endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos a empresas con altas emisiones (es decir, empresas que contribuyen significativamente al cambio climático y que todavía no han iniciado la transición o han avanzado poco en ella). Tanto el riesgo físico como el riesgo de transición de las empresas contribuyeron de forma moderada al endurecimiento neto de las políticas crediticias de las entidades, mientras que el apoyo fiscal relacionado con el cambio climático siguió favoreciendo su relajación. Asimismo, las entidades indicaron que la demanda de préstamos por parte de empresas en transición y empresas verdes había experimentado un aumento neto como consecuencia del cambio climático, mientras que la incertidumbre sobre la normativa climática futura se percibía como un obstáculo importante para la demanda de préstamos. En respuesta a una pregunta nueva sobre el impacto del cambio climático en los préstamos para adquisición de vivienda, las entidades señalaron que en los doce meses anteriores, los criterios de concesión se habían relajado en el caso de los préstamos para edificios con alta eficiencia energética y que se habían endurecido en el de los préstamos para edificios con eficiencia energética baja. No obstante, el riesgo físico del sector inmobiliario fue un importante determinante del endurecimiento neto adicional de las condiciones crediticias generales. Las entidades también comunicaron un impacto positivo del cambio climático sobre la demanda de préstamos para edificios con eficiencia energética alta y media, pero un efecto negativo en el caso de los edificios con un nivel bajo de eficiencia energética. Según las entidades, la inversión en eficiencia energética fue el factor que más contribuyó a la demanda de crédito relacionada con el cambio climático, que se vio respaldada por los tipos de interés preferenciales para mejorar la sostenibilidad, mientras que la incertidumbre sobre la futura normativa climática se consideró un factor moderador de la demanda.

En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE), las empresas señalaron un descenso adicional de los tipos de interés bancarios en un contexto de un endurecimiento continuado de otras condiciones del crédito. En el segundo trimestre de 2025, un porcentaje neto del 14 % de las empresas encuestadas indicó un descenso de los tipos de interés bancarios, frente a un porcentaje neto del 12 % en el trimestre anterior. Cabe destacar que el porcentaje neto de grandes empresas que observó un retroceso de los tipos de interés fue mayor (31 %), mientras que el 2 % de las pequeñas y medianas empresas (pymes) indicó un ascenso. Al mismo tiempo, en términos netos, el 16 % de las empresas (frente al 24 % en el primer trimestre de 2025) apuntó a un aumento de otros costes de financiación, como gastos y comisiones, y el 11 % (frente al 13 % en el trimestre anterior) indicó un endurecimiento de las garantías requeridas.

Gráfico 20

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



Fuentes: BCE (SAFE) y cálculos del BCE.

Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Las cifras se refieren a la segunda encuesta piloto y a las ediciones 30 a 35 de la encuesta (entre octubre-diciembre de 2023 y abril-junio de 2025).

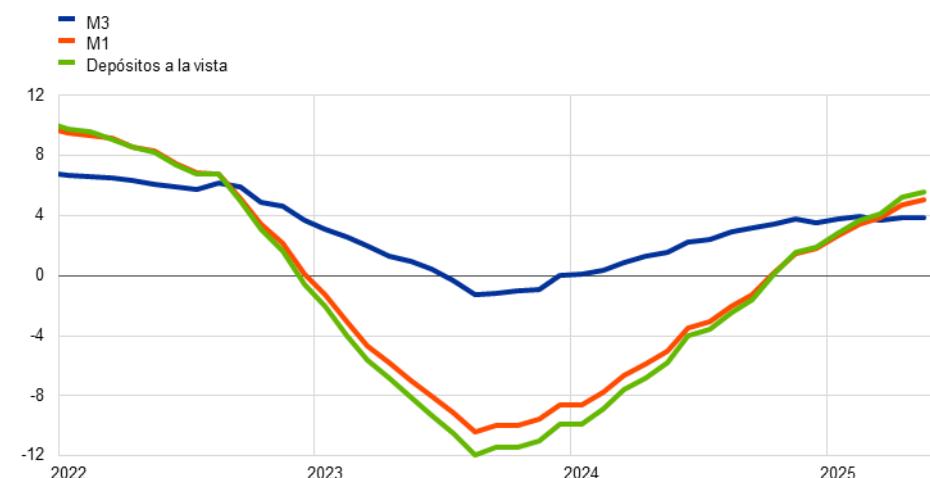
Las empresas observaron que la necesidad de préstamos bancarios y su disponibilidad se habían mantenido prácticamente sin variación, y prevén una nueva mejora de la disponibilidad en los tres próximos meses (gráfico 20). El porcentaje neto de empresas que señaló un incremento de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 1 % (frente a un porcentaje neto del 1 % que indicó un descenso en el trimestre anterior). Las pymes señalaron un aumento de la disponibilidad de los préstamos bancarios menor que las grandes empresas. Esta evolución es acorde con el mantenimiento de los criterios de concesión prácticamente sin variación que muestra la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro para el mismo período. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios —un índice que capta la diferencia entre la necesidad y la disponibilidad de estos préstamos— permaneció prácticamente estable en comparación con el trimestre anterior, en el -1 %. De cara al futuro, las empresas esperan que la disponibilidad de financiación bancaria continúe mejorando durante los tres próximos meses.

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo estable en mayo de 2025, en un contexto de elevada incertidumbre (gráfico 21). El crecimiento interanual de M3 permaneció sin variación en el 3,9 % en mayo. La tasa de avance interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los activos más líquidos de M3, se elevó hasta el 5,1 % en mayo, frente al 4,7 % observado en abril. Esta evolución puede atribuirse al incremento de la tasa de crecimiento interanual de los depósitos a la vista mantenidos por las empresas y los hogares

hasta el 5,6 % en mayo, desde el 5,2 % de abril, que probablemente refleja la preferencia de los inversores por la liquidez en un entorno de incertidumbre y de caída de los tipos de interés de los depósitos de ahorro. En cuanto a las distintas contrapartes, el crecimiento del agregado monetario amplio estuvo impulsado sobre todo por las entradas netas del exterior, lo que apunta a un aumento del interés por los activos denominados en euros por parte de los inversores extranjeros desde abril. Los préstamos bancarios a las empresas y los hogares realizaron una contribución moderada a la creación de dinero, y las emisiones netas de bonos bancarios a largo plazo repuntaron tras la mayor debilidad de las emisiones observada en abril. Al mismo tiempo, la contracción continuada del balance del Eurosystemo continuó lastrando el crecimiento de M3.

Gráfico 21
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 mayo de 2025.