

## Boletín Económico

Número 5/2025

# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1    Entorno exterior	6
2    Actividad económica	11
3    Precios y costes	19
4    Evolución de los mercados financieros	26
5    Condiciones de financiación y evolución del crédito	30
<b>    Recuadros</b>	<b>41</b>
1    La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares	41
2    ¿Qué implica la creciente competencia de China para el empleo en la zona del euro?	49
3    Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	56
4    La recuperación de los salarios reales en la zona del euro	61
5    Incertidumbre en la inflación desestacionalizada de los servicios: el papel de la Semana Santa y del componente de turismo y viajes	69
6    El aumento del gasto en defensa y su impacto en las expectativas de los hogares	75
7    Aspectos fiscales del gasto europeo en defensa: implicaciones para las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro y riesgos asociados	82
<b>    Artículos</b>	<b>88</b>
1    Identificación de los costes ocultos de las dependencias críticas	88
2    La actividad y la formación de precios en los mercados de swaps de inflación de la zona del euro	90
3    El efectivo sigue vivo... y ¿un tanto rejuvenecido? Diferenciación del uso del efectivo por período, edad y cohorte	93

# 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.

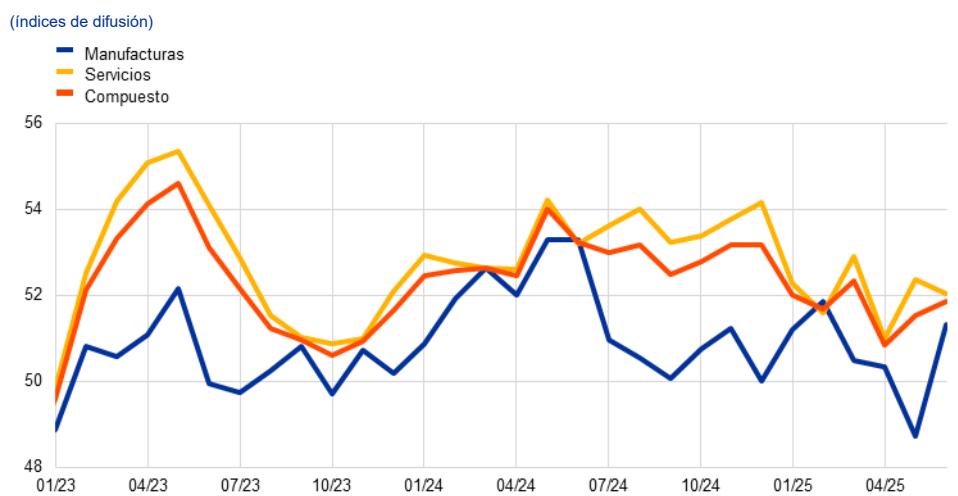
En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

*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.

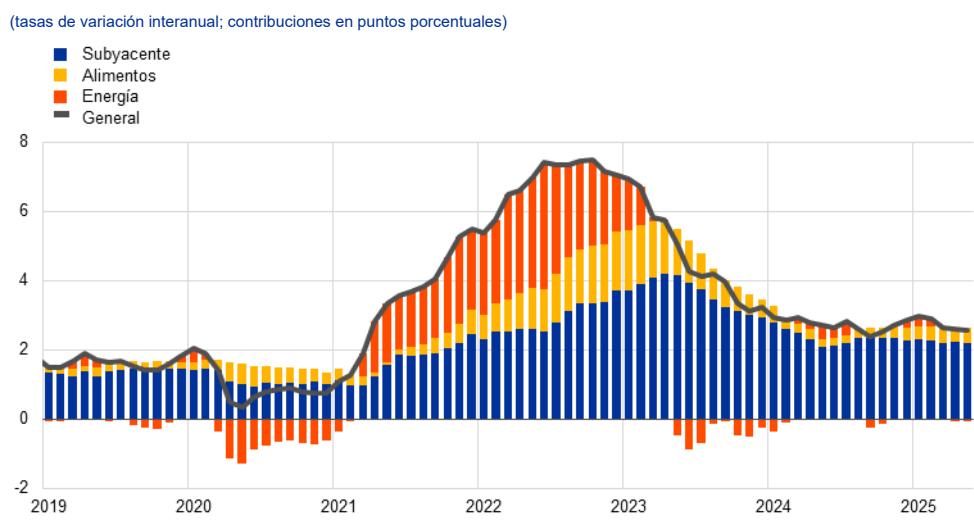
Nota: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

**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 elevada<sup>1</sup>. 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 economía<sup>2</sup>. 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

<sup>1</sup> 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.

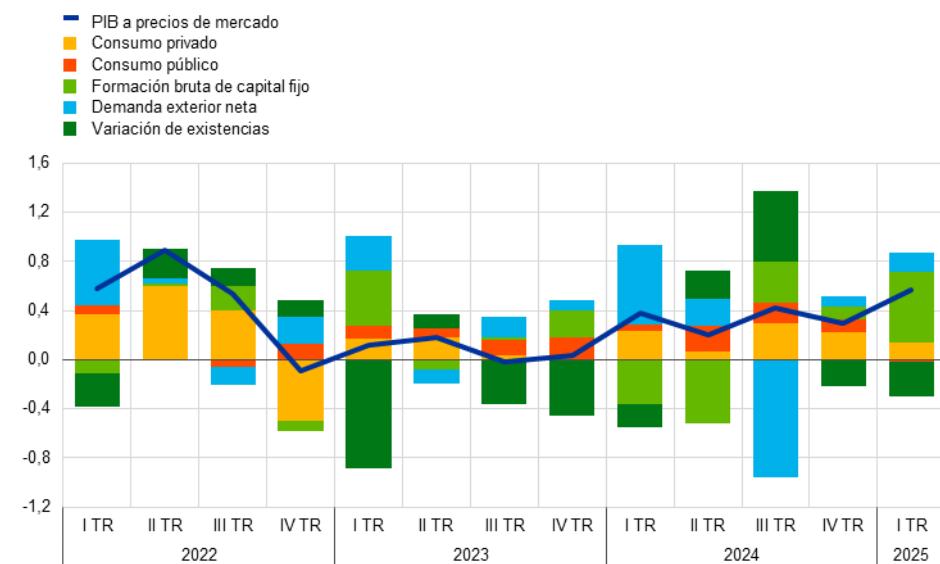
<sup>2</sup> El 27 de julio, la Comisión Europea y Estados Unidos alcanzaron un acuerdo marco comercial provisional que impone un arancel de base del 15 % a la mayoría de las exportaciones de la UE al país norteamericano, lo que supone una reducción con respecto a las anteriores amenazas de aranceles 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

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



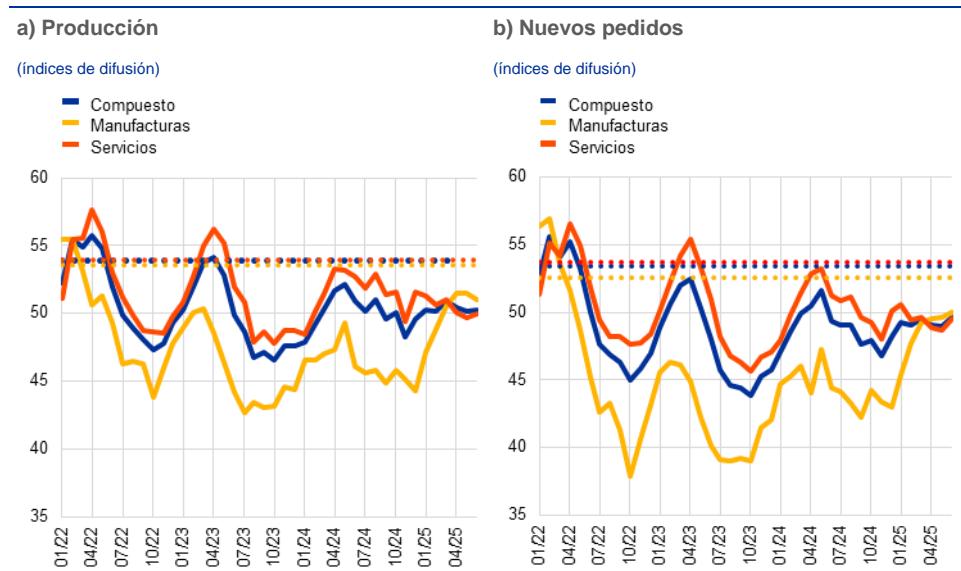
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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.

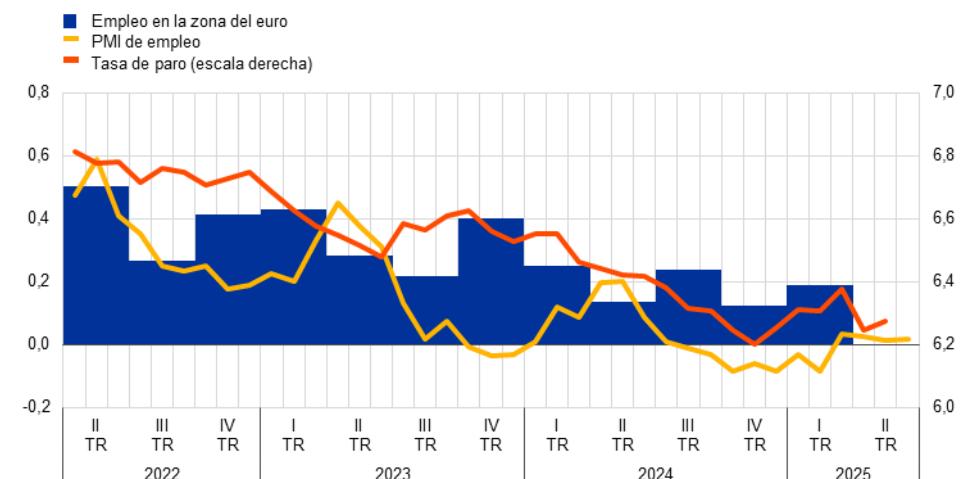
**El empleo creció un 0,2 % en el primer trimestre de 2025, mientras que el total de horas trabajadas se redujo un 0,2 %.** Tras registrar un avance más tímido (0,1 %) en el cuarto trimestre de 2024, el crecimiento del empleo aumentó hasta el 0,2 % en el primer trimestre de 2025 (gráfico 5). Al mismo 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 2024<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> 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.

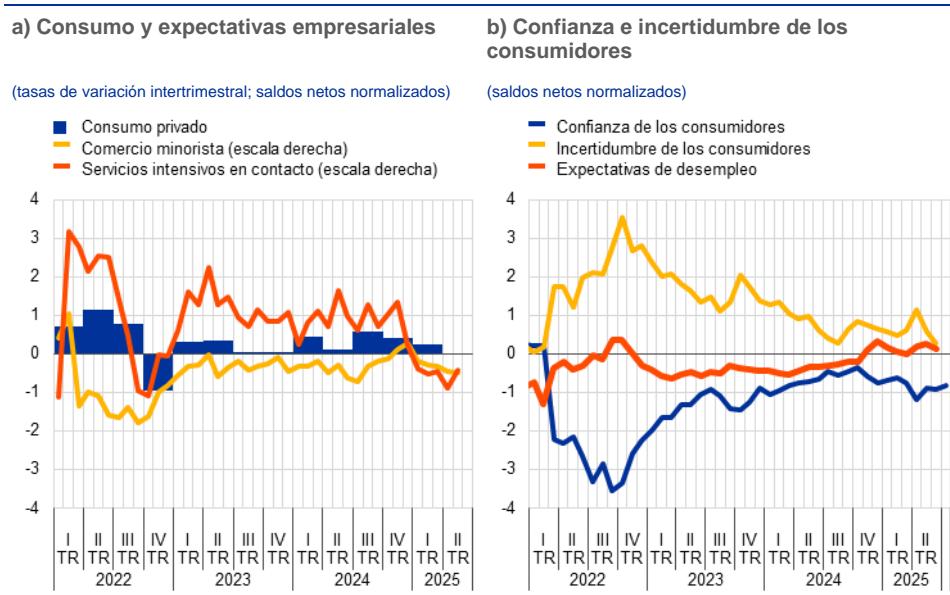
**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un avance del empleo prácticamente nulo en el segundo trimestre.** El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 50,3 en junio, 0,1 puntos por encima del valor observado en mayo y sin variación con respecto a abril, lo que sugiere un crecimiento 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)

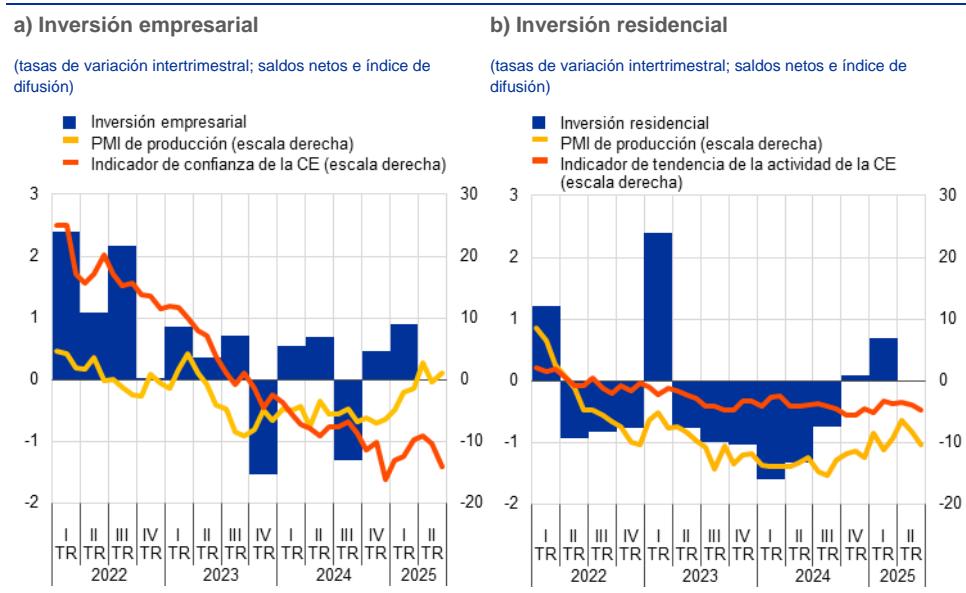
en PPI fue la que más contribuyó positivamente a esta cifra, compensando la caída de la destinada a maquinaria y bienes de equipo. Este impulso positivo parece haber continuado en el segundo trimestre del año, ya que la producción industrial del sector de bienes de equipo creció un 1,4 % en abril-mayo 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 faltó 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 espera<sup>4</sup>. 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.

---

<sup>4</sup> 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&amp;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 alienten 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

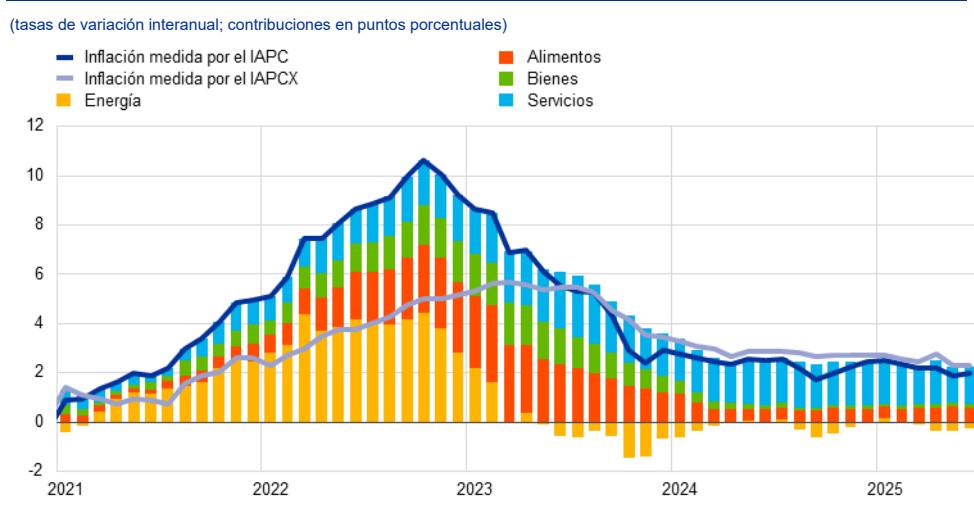
## Precios y costes

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 mayo<sup>5</sup>. 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**

<sup>5</sup> 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.

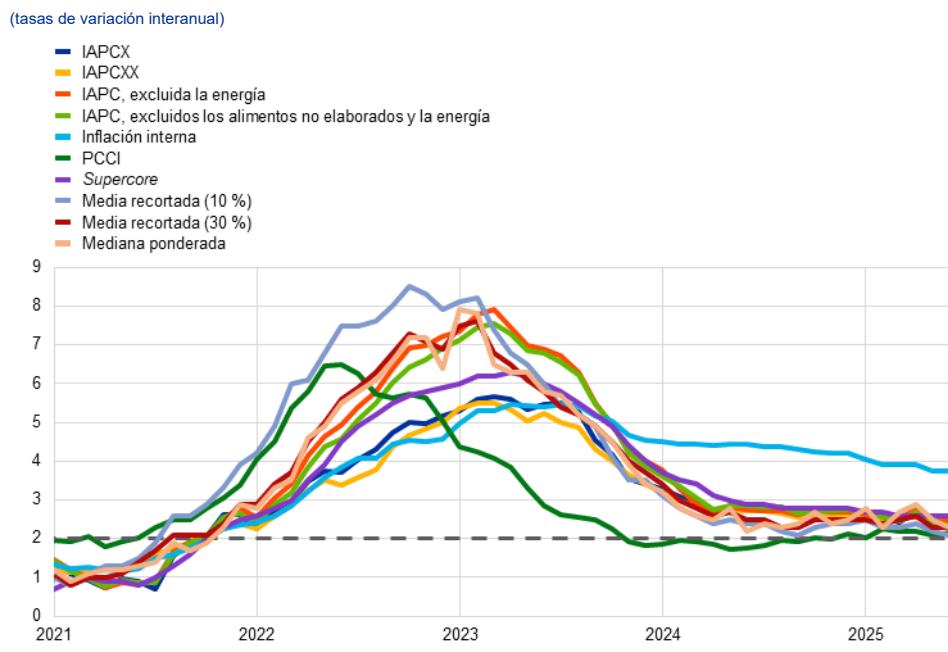
**La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se mantuvo sin variación en el 2,3 % en junio.** La tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos (BINE) descendió ligeramente hasta situarse en el 0,5 % en junio, desde el 0,6 % en mayo. Este 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 de los precios de los servicios de transporte, así como de la creciente inflación 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)<sup>6</sup>.** 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

<sup>6</sup> 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.

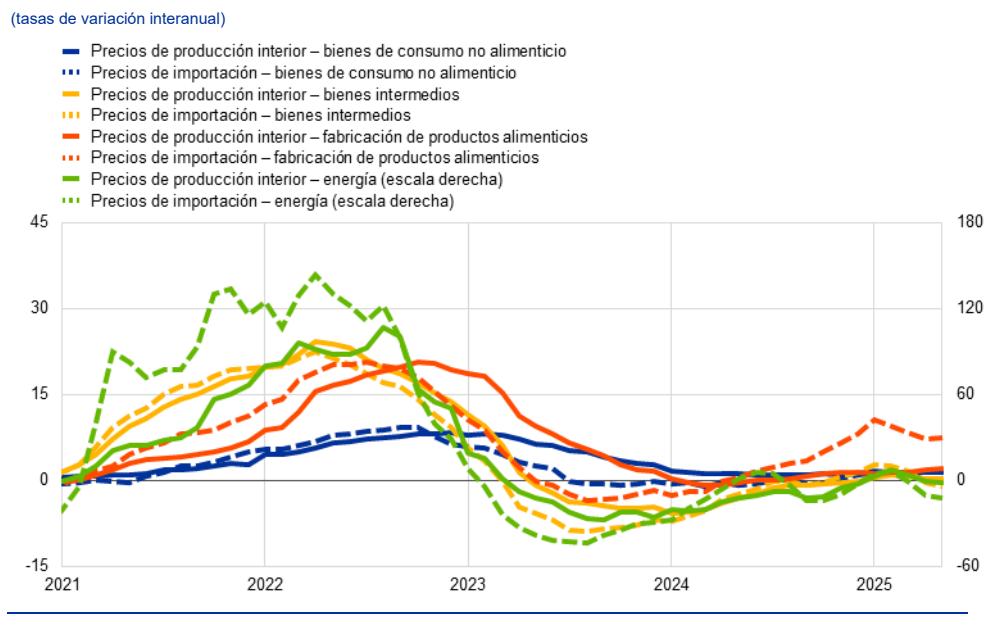
Notas: «IAPCXX» se refiere al IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del 2 % a medio plazo del BCE. Las últimas observaciones corresponden a junio de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



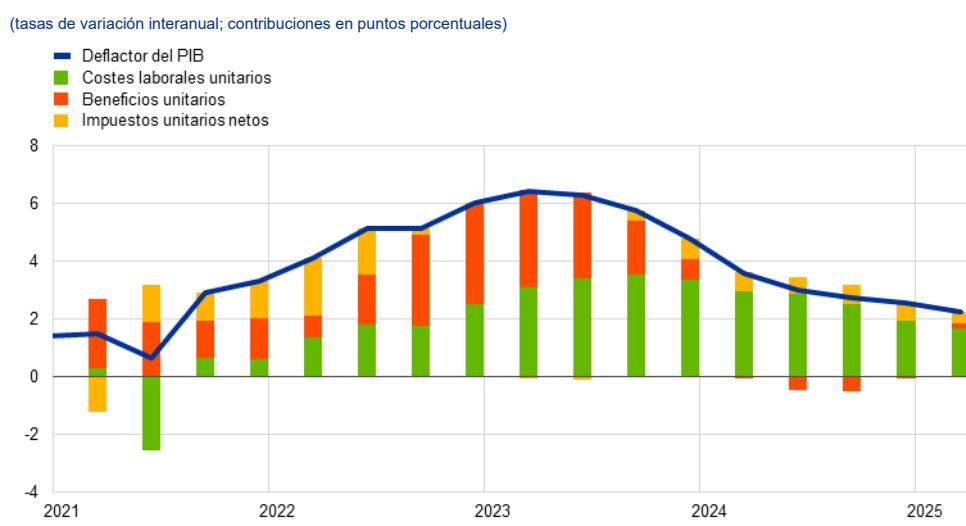
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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 salarial<sup>7</sup>. 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 2026<sup>8</sup>.

**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

<sup>7</sup> 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.

<sup>8</sup> 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

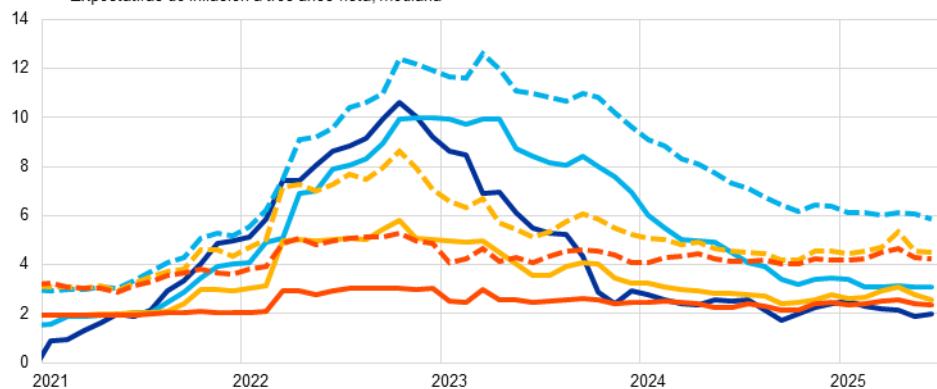
(tasas de variación interanual)



**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.

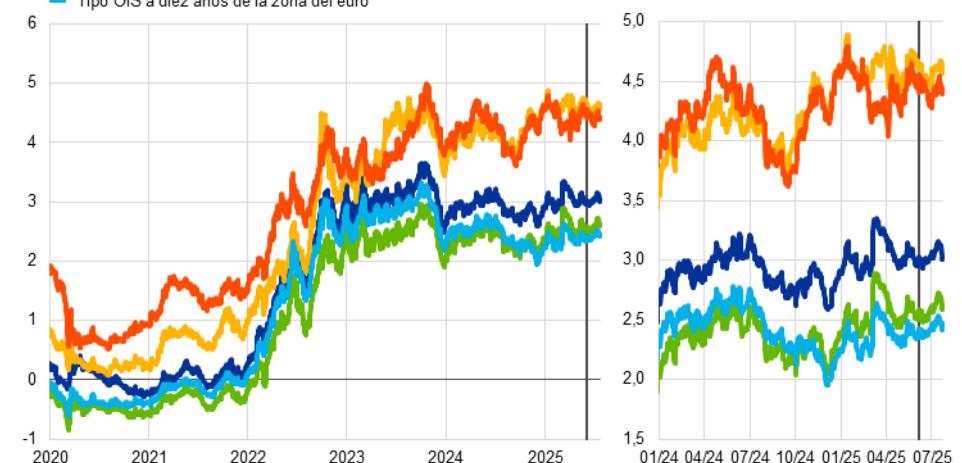
**Los diferenciales de rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo se redujeron ligeramente durante el período de referencia (gráfico 13).** El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se mantuvo 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)

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (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.

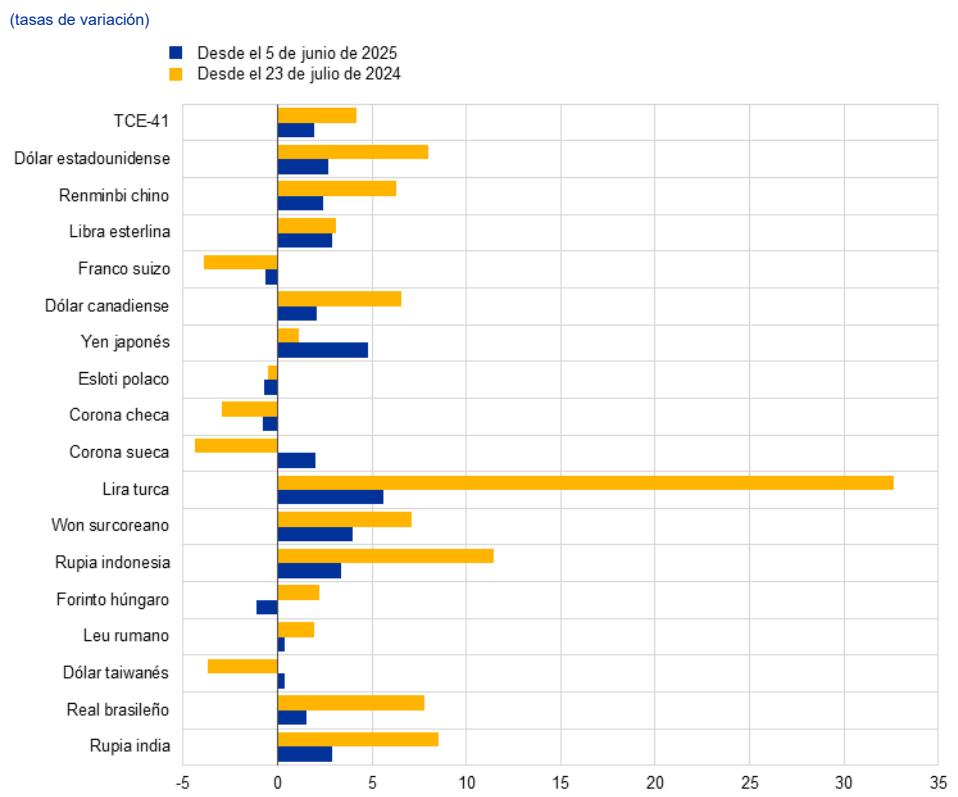
**Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro se estrecharon tras el acusado aumento observado en abril, debido a la recuperación del apetito de riesgo de los inversores.** Al inicio del período de referencia, los diferenciales se mantuvieron prácticamente estables mientras los inversores 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.

## 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.

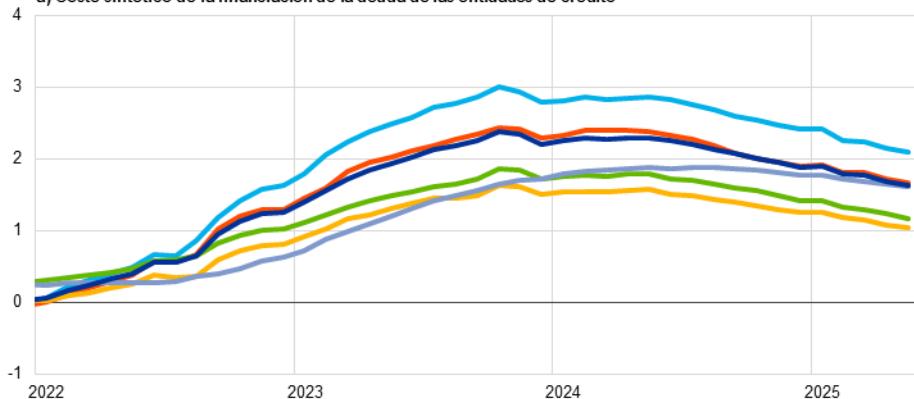
## Gráfico 15

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

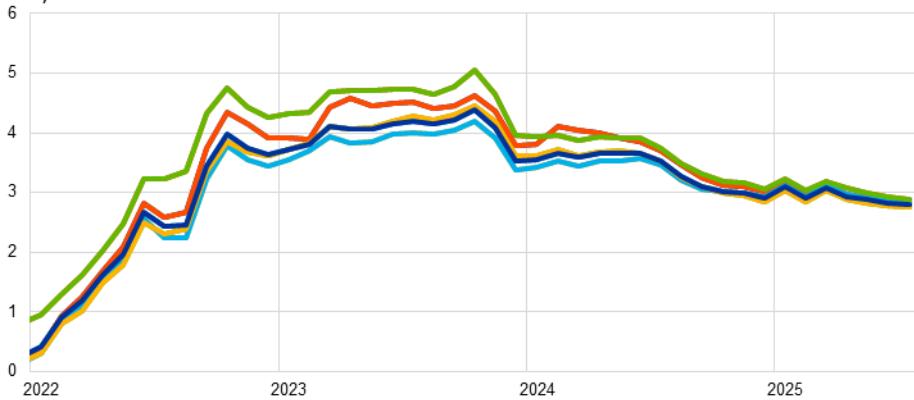
(porcentajes anuales)

- 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.

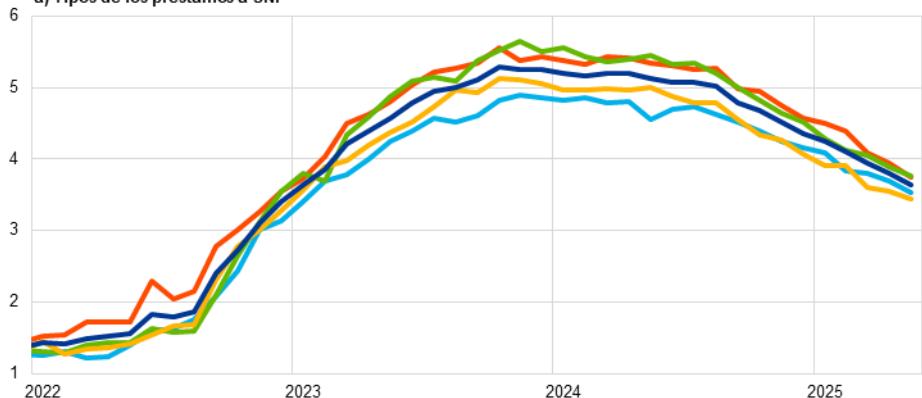
## Gráfico 16

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

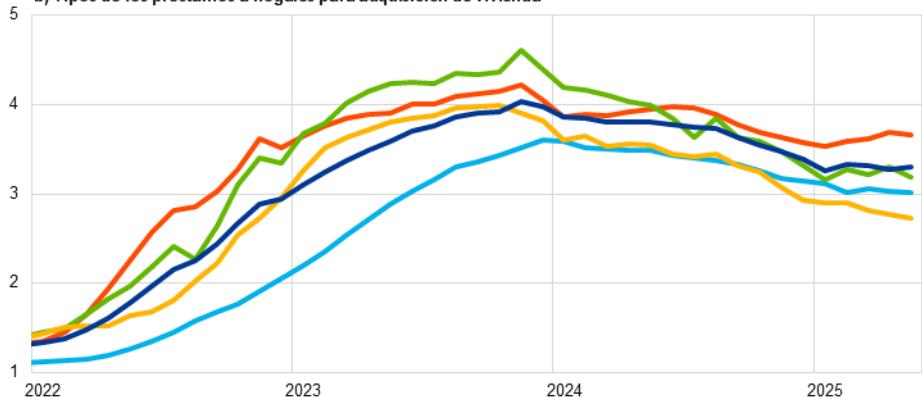
(porcentajes anuales)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: 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)<sup>9</sup>. 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

<sup>9</sup> 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.

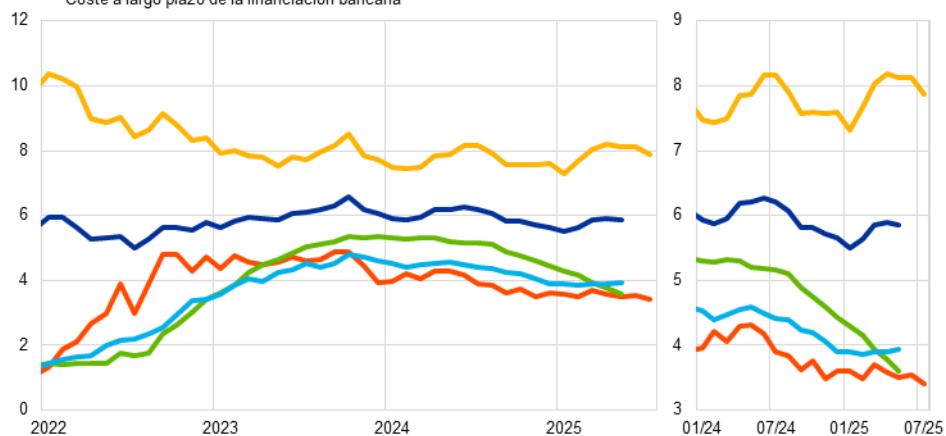
valores de renta fija registró un leve descenso adicional. La reducción de los diferenciales de los bonos corporativos tanto en el segmento con grado de inversión como en el de alto rendimiento compensó con creces el ligero incremento de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo que se tradujo 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)

- Coste total de la financiación
- Coste de las acciones
- Coste de los valores de renta fija
- Coste a corto plazo de la financiación bancaria
- Coste a largo plazo de la financiación bancaria



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada 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).

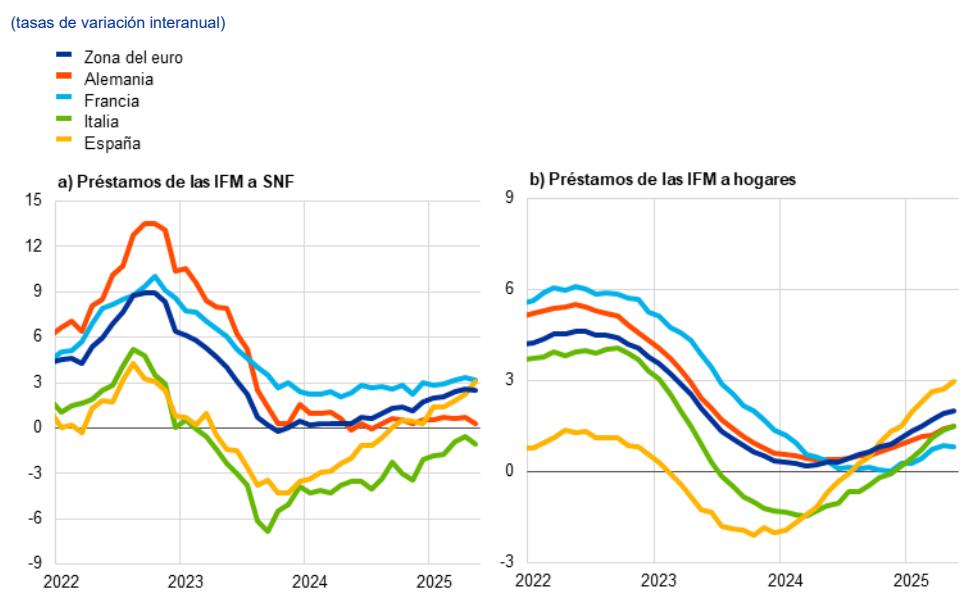
### El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares fue en general estable en mayo, pero permaneció muy por debajo de las medias históricas.

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

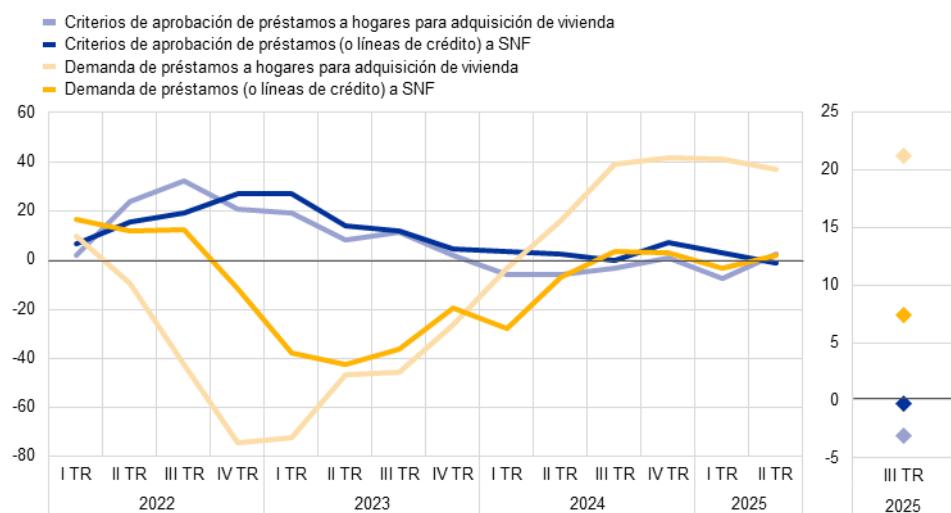
expuestos. En cambio, las entidades señalaron un pequeño endurecimiento neto de los criterios de concesión de préstamos para la adquisición de vivienda y un endurecimiento neto más pronunciado en el caso del crédito para consumo. Los cambios en la percepción de riesgos y la tolerancia al riesgo de las 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 considerablemente» y «ha disminuido en cierta medida». 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 ligeramente, 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**

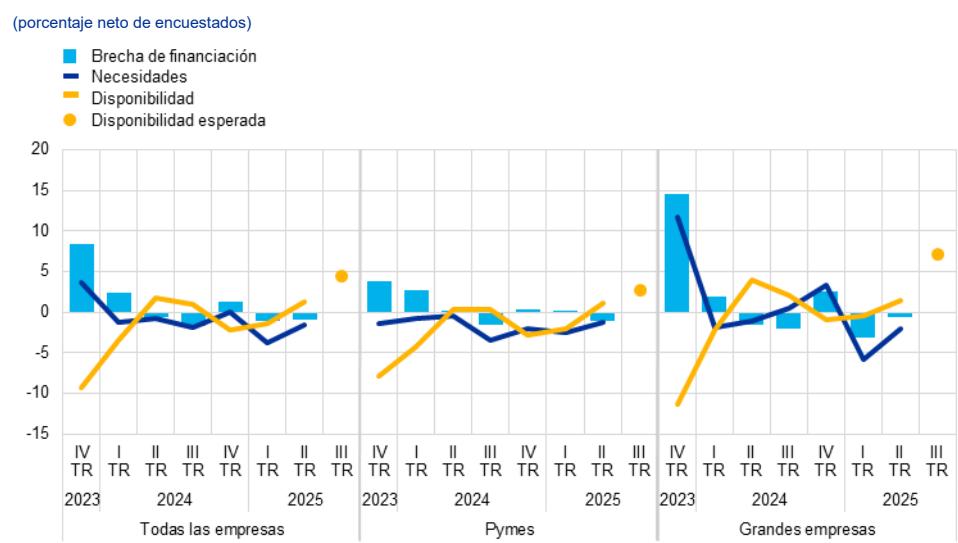
### **concesión del crédito para las empresas con emisiones de carbono elevadas.**

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.

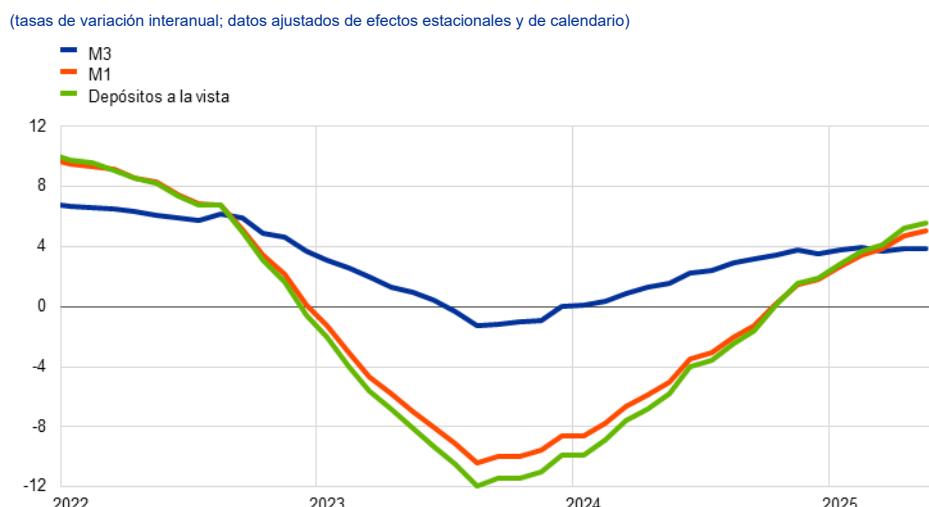
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de 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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

## Recuadros

### 1 La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares

Adam Baumann, Luca Caprari, Georgi Kocharkov y Omiros Kouavas

**La confianza de los consumidores desempeña un papel importante como factor determinante de la actividad económica.** Los analistas y los responsables de formular las políticas realizan un atento seguimiento de los indicadores de confianza de los consumidores para que les ayude a evaluar la fortaleza de la economía, gracias a la disponibilidad oportuna de estos indicadores y su estrecha correlación con la actividad económica (Barsky y Sims, 2012; Dees y Brinca, 2013; Ludvigson, 2004). Estos indicadores suelen reflejar de forma sintética información relativa a la percepción de los consumidores sobre las condiciones económicas actuales y futuras, así como las expectativas sobre la situación financiera de los hogares y sus planes de gasto. En este recuadro se presenta un nuevo indicador de confianza de los consumidores (ICC, por sus siglas en inglés) obtenido de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), y se utilizan microdatos adicionales para analizar la relación entre dicha confianza y el gasto real a nivel de hogar.

**El indicador de confianza de los consumidores basado en la encuesta CES (CES CCI, por sus siglas en inglés) capta la percepción de los individuos sobre las condiciones económicas y sus perspectivas financieras.** En el indicador CES CCI se emplea una metodología muy similar a la utilizada en el tradicional indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea (EC CCI, por sus siglas en inglés), lo que garantiza la existencia de un marco robusto y normalizado para medir la confianza<sup>1</sup>. El indicador CES CCI se basa en cuatro preguntas cualitativas sobre la situación financiera personal pasada y futura de los participantes en la encuesta, sus expectativas de crecimiento económico agregado para los doce meses siguientes y su intención de realizar grandes compras en los doce meses siguientes<sup>2</sup>. Se asigna la misma ponderación a las respuestas de cada pregunta. Las puntuaciones ponderadas de las cuatro preguntas se agregan para calcular el valor del indicador a nivel individual. Posteriormente, se utiliza la suma ponderada por la población de todas las puntuaciones individuales de la confianza para obtener el valor del indicador. Una característica fundamental de esta

<sup>1</sup> Véase DG-ECFIN (2025), «[The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys – User Guide](#)», Comisión Europea.

<sup>2</sup> En cuanto a su situación financiera pasada (en los doce meses anteriores) y futura (en los doce meses siguientes), los encuestados valoran su situación seleccionando una de las siguientes opciones: «Mucho peor», «Peor», «Igual», «Mejor» y «Mucho mejor», que se corresponden con las puntuaciones de -1, -0,5, 0, 0,5 y 1, respectivamente. De igual modo, para referirse a las expectativas sobre la economía agregada en los doce meses siguientes, los encuestados eligen entre «Contracción», «Sin variación» y «Crecimiento», opciones a las que se asigna una puntuación de -1, 0 y 1, respectivamente. Por último, los encuestados responden «Sí» o «No» a la intención de realizar grandes compras en los doce meses siguientes, lo que corresponde a una puntuación de -1 y de 1, respectivamente.

metodología es la capacidad para calcular, a partir de las observaciones a nivel individual de la encuesta, un indicador de confianza de los consumidores específico para cualquier grupo sociodemográfico. Además, la confianza de los consumidores puede descomponerse aditivamente en las contribuciones asociadas a cada uno de sus cuatro componentes. En consecuencia, el indicador también ofrece una visión tanto de las circunstancias financieras individuales como de las perspectivas económicas generales.

**La confianza de los consumidores se mantiene en terreno negativo en 2025<sup>3</sup>.**

El indicador CES CCI muestra una estrecha correlación con el tradicional EC CCI, como se observa en el panel a del gráfico A. Desde el mínimo registrado en octubre de 2022, el CES CCI ha aumentado 19 puntos; la confianza de los consumidores en términos agregados había mejorado ligeramente en la segunda mitad de 2024, pero posteriormente experimentó una caída en abril de 2025 y una recuperación parcial en mayo. Estas fluctuaciones ponen de relieve el carácter variable de la confianza de los consumidores en respuesta a los cambios en la situación económica.

**La confianza de los consumidores puede analizarse por quintil de renta y grado de competencias financieras.** Se observa una marcada diferencia en los niveles del indicador de confianza de los consumidores entre los hogares situados en el quintil de renta superior y los del quintil de renta inferior, como muestra el panel a del gráfico A. Esta disparidad puede explicarse por el hecho de que los participantes en la encuesta con rentas altas son más optimistas en las cuatro dimensiones que capta el indicador. La mayor parte de esa diferencia obedece a su relativo optimismo en términos de previsión de grandes compras (como ilustran también los paneles b y c del gráfico B). Otro factor diferencial de la confianza de los consumidores a nivel individual es el grado de competencias financieras (panel b del gráfico A). A este respecto, los encuestados con niveles más altos de competencias financieras expresan un nivel de confianza mayor en promedio, pero son también más sensibles a los cambios en las condiciones económicas (como durante la escalada de la inflación de 2022-2023).

---

<sup>3</sup> Este indicador se basa en saldos netos ponderados, lo que significa que los valores negativos indican un volumen mayor de respuestas negativas. El 0 del indicador CES CCI corresponde a la media histórica de -11 del indicador EC CCI. Por tanto, la curva del EC CCI se alinea con -11.

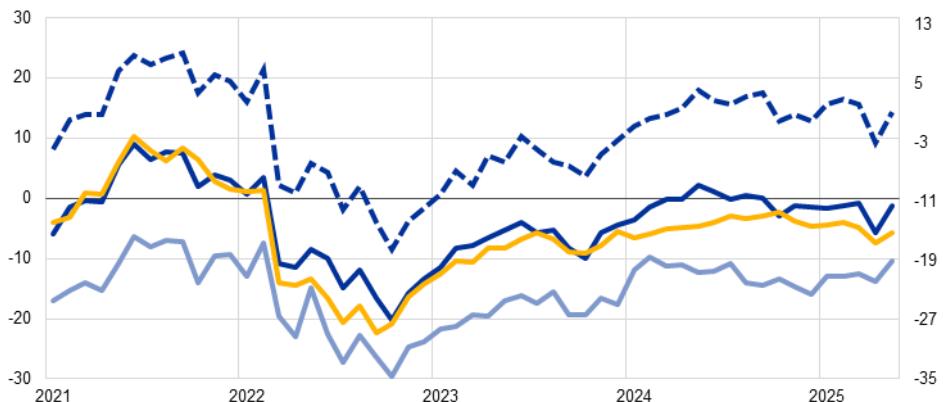
## Gráfico A

### Evolución del indicador de confianza de los consumidores

#### a) CES CCI y EC CCI para la zona del euro

(puntuación)

- CES CCI
- CES CCI, quintil superior
- CES CCI, quintil inferior
- CE CCI para la zona del euro (escala derecha)



#### b) CES CCI, por grado de competencias financieras

(puntuación)

- CES CCI, altas competencias financieras
- CES CCI, bajas competencias financieras



Fuentes: BCE (CES) y Comisión Europea.

Notas: En el panel a, la correlación entre los indicadores CES CCI y EC CCI es de 0,94. Los quintiles de renta se calculan a partir de la renta neta declarada del hogar, por país y edición de la encuesta. La alineación de los ejes entre los indicadores CES CCI y EC CCI se basa en sus medias de largo plazo aproximadas, lo que refleja diferencias en la elaboración de las puntuaciones para cada indicador. En el panel b se establecen dos grupos atendiendo al grado de competencias financieras: el compuesto por los encuestados con una puntuación de 4 en una escala de 0 a 4 en el *test* de competencias financieras de la encuesta CES (altas competencias financieras) y el de los que obtienen una puntuación inferior (bajas competencias financieras). Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

**La descomposición del indicador CES CCI en sus cuatro componentes muestra que las puntuaciones sobre las expectativas económicas agregadas y el consumo previsto son las que más varían a lo largo del tiempo.** La evolución de la confianza de los hogares está determinada fundamentalmente por las expectativas sobre la economía y la previsión de realizar grandes compras (panel a del gráfico B). Aunque las expectativas acerca de las condiciones económicas futuras influyen en todos los hogares, el consumo previsto desempeña un papel más relevante a la hora de captar la confianza de los hogares de renta alta (paneles b y c del gráfico B). En los últimos meses, la evolución ha estado asociada principalmente

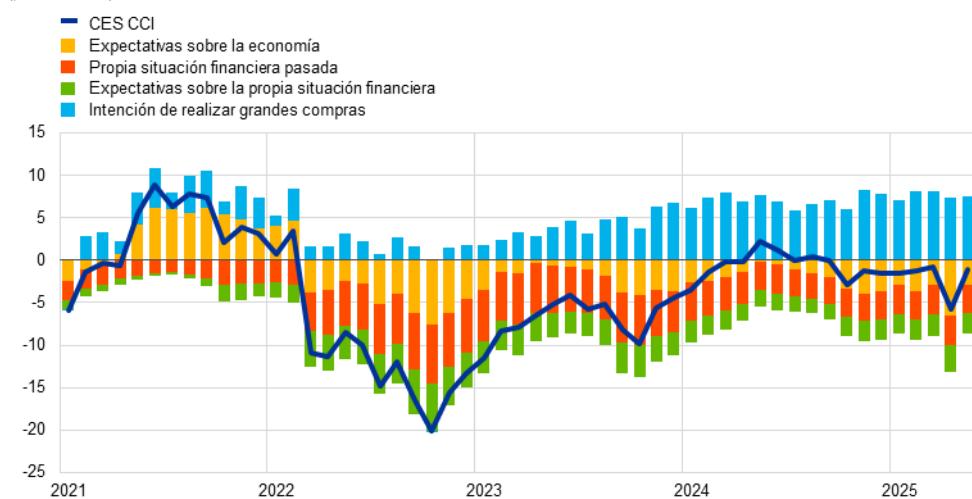
a la debilidad de las expectativas sobre la economía, y en abril de 2025 se observó una volatilidad intensa a raíz de las recientes tensiones comerciales.

### Gráfico B

#### Componentes del indicador CES CCI

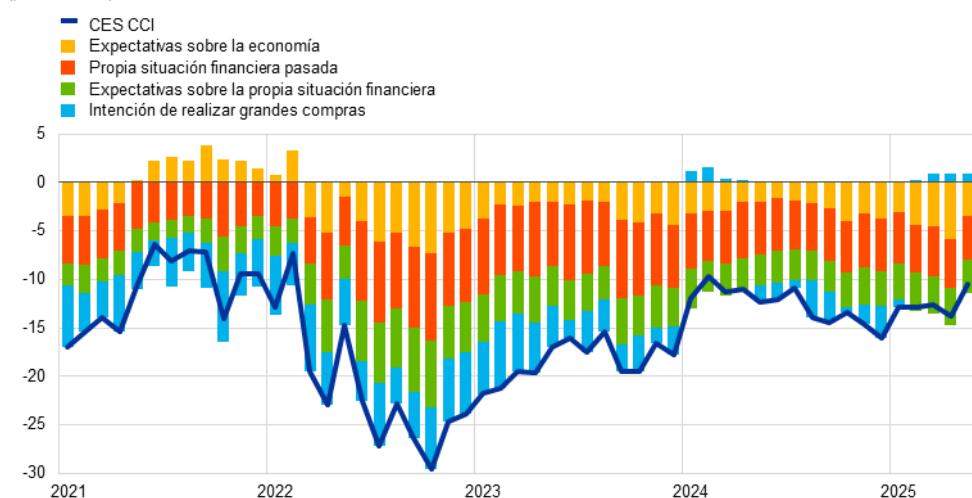
##### a) Descomposición del CES CCI en sus componentes

(puntuaciones)

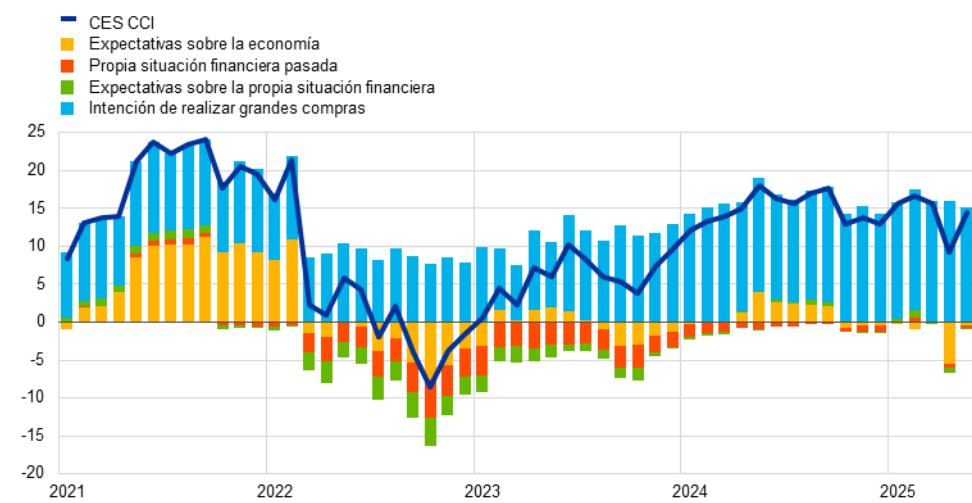


##### b) Descomposición del CES CCI para los hogares situados en el quintil de renta inferior

(puntuaciones)



c) Descomposición del CES CCI para los hogares situados en el quintil de renta superior (puntuaciones)



Fuente: BCE (CES).

Notas: El indicador CES CCI se calcula a partir de las respuestas individuales de la encuesta. La puntuación agregada del CES CCI es la media ponderada de las puntuaciones individuales. El indicador puede descomponerse en las cuatro preguntas en las que se basa. A efectos de la descomposición, cada una de estas preguntas se divide por cuatro para obtener los valores ya ponderados. En los paneles b y c, los quintiles de renta se calculan sobre la base de la renta neta declarada del hogar, por país y edición de la encuesta. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

**La confianza de los consumidores a nivel individual está estrechamente relacionada con el consumo real de los hogares.** Una característica singular de la encuesta CES es que permite comprender de qué forma está relacionada la confianza de los consumidores a nivel individual con el consumo total declarado por cada hogar, que se mide a través de una secuencia de preguntas de periodicidad trimestral en la encuesta. A diferencia del estudio que se presenta en Barsky y Sims (2012), el indicador CES CCI se basa en datos individuales. En la parte izquierda del panel a del gráfico C se muestra la relación entre el crecimiento del consumo total individual y los cambios en la confianza de los consumidores a nivel individual por quintil de renta, controlando por una serie de características de los individuos. En promedio, una variación de diez puntos en la puntuación del CES CCI a nivel individual se asocia a una variación del 1,2 % del consumo individual. Además, la variación del consumo de los hogares situados en el quintil de renta superior se eleva hasta aproximadamente el 1,6 % ante un aumento de la confianza de igual magnitud. Como se observa en la parte derecha del panel a del gráfico C, la relación positiva entre los cambios en la confianza y el crecimiento del consumo obedece casi íntegramente al componente discrecional del consumo total<sup>4</sup>. El peso de este componente en el consumo total es también mayor en el caso de los hogares de renta alta. Este resultado coincide con conclusiones recientes sobre el gasto en consumo no esencial (Andreolli *et al.*, 2024), que es más procíclico y representa un porcentaje mayor de la cesta de consumo de los hogares en ese tramo de renta.

**La evolución reciente de la confianza de los consumidores, sobre todo de los hogares en el quintil de renta superior, apunta, en general, a un crecimiento**

<sup>4</sup> El consumo se divide en dos grupos: 1) discrecional y 2) de primera necesidad. El consumo discrecional incluye el gasto en ocio, turismo y viajes, restauración, artículos del hogar de mayor tamaño, bienes de lujo y compra de automóviles, mientras que el consumo de primera necesidad se define como el gasto en vivienda, suministros básicos, alimentos y sanidad.

**contenido del consumo en 2025<sup>5</sup>.** Sobre la base de las estimaciones por quintil y del peso de cada quintil de renta en el consumo agregado, es posible calcular, *ceteris paribus*, el impacto marginal de la variación de la confianza sobre el consumo agregado (panel b del gráfico C). Este ejercicio muestra que una disminución de diez puntos en el valor del indicador CES CCI se suele corresponder con una caída del 1,3 % del consumo agregado, y que los quintiles superiores explican más de la mitad del impacto.

---

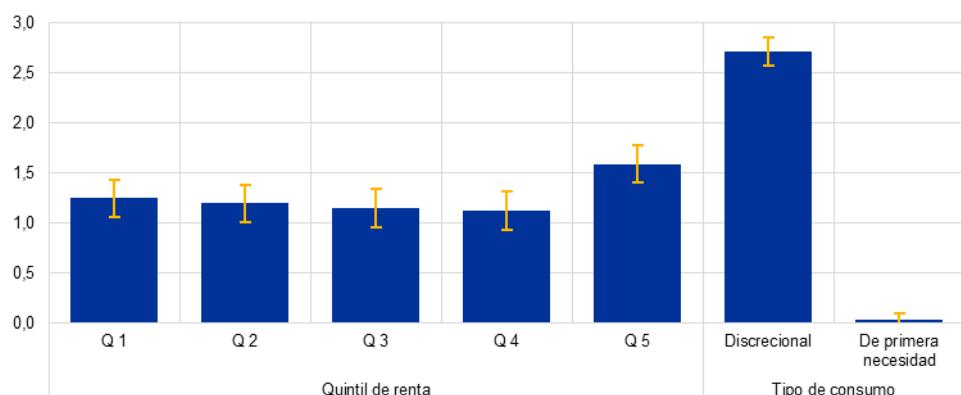
<sup>5</sup> El impacto de la confianza de los consumidores en el consumo complementa otros canales que contribuyen a la respuesta contenida del consumo (véase en Baumann *et al.* [2025] un análisis del impacto de los errores de percepción sobre la renta y en Baptista *et al.* [2025] el impacto del componente hipotecario del canal de los flujos de caja).

### Gráfico C

#### Impacto de la variación del valor del indicador CES CCI sobre el consumo

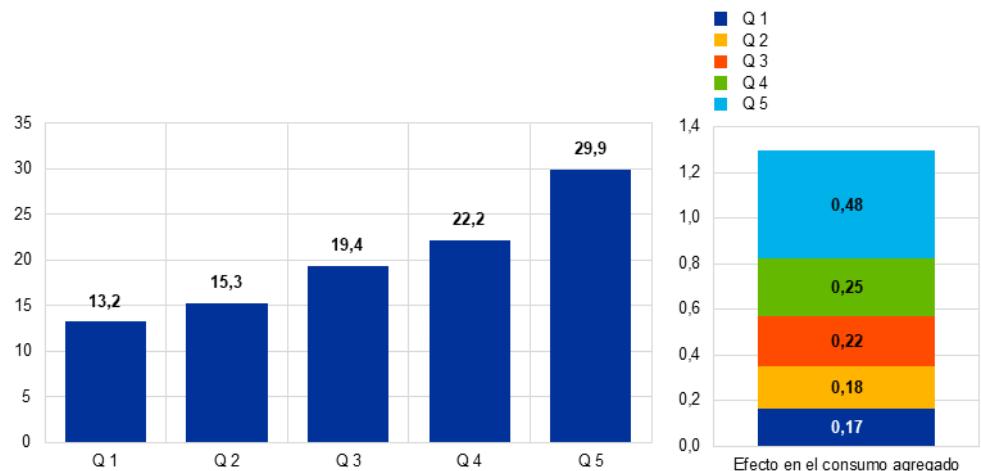
a) Efecto sobre el consumo individual de una variación de diez puntos en el valor del indicador CES CCI

(porcentajes)



b) Porcentajes de consumo agregado y valor del indicador CES CCI, por quintil de renta

(porcentajes)



Fuente: BCE (CES).

Notas: Los quintiles de renta se calculan a partir de la renta neta declarada del hogar, por país y edición de la encuesta. En el panel a, los coeficientes se obtienen de una regresión lineal de la variación interanual del logaritmo del consumo individual sobre la variación interanual del valor del CES CCI con interacciones de quintiles de renta, controles y efectos fijos de país/edición. Las líneas acotadas de color amarillo representan intervalos de confianza del 90 % de los coeficientes estimados. En el panel b, para calcular la descomposición, la participación de cada quintil de renta en el consumo agregado se multiplica por el efecto del CCI en el consumo individual (coeficiente de regresión anterior).

### Bibliografía

M. Andreolli, N. Rickard y P. Surico (2024), «[Non-Essential Business Cycles](#)», *CEPR Discussion Papers*, n.º 19773, Centre for Economic Policy Research.

P. Baptista, M. Dossche, A. Hannon, D. Henricot, O. Kouvavas, D. Malacrino y L. Zimmermann (2025), «[The transmission of monetary policy: from mortgage rates to consumption](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

R. B. Barsky y E. R. Sims (2012), «Information, Animal Spirits, and the Meaning of Innovations in Consumer Confidence», *American Economic Review*, vol. 102, n.º 4, pp. 1343-77.

A. Baumann, L. Caprari, G. Kocharkov y O. Kouvavas (2025), «[¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

S. Dees y P. Brinca (2013), «Consumer confidence as a predictor of consumption spending: Evidence for the United States and the Euro area» *International Economics*, vol. 134, pp. 1-14.

S. C. Ludvigson (2004), «Consumer Confidence and Consumer Spending», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n.º 2, pp. 29-50.

## ¿Qué implica la creciente competencia de China para el empleo en la zona del euro?

Clémence Berson, Claudia Foroni, Vanessa Gunnella y Laura Lebastard

**La mayor competencia de China en los mercados internacionales de exportación ha afectado al mercado de trabajo de la zona del euro en los últimos años.** A medida que China ha ascendido en la cadena de valor, las empresas europeas se han visto cada vez más presionadas por las exportaciones del país asiático tanto a escala nacional como en los mercados de terceros países (Banin *et al.*, 2025). Esta competencia ya no se limita a los productos de bajo coste, sino que se extiende a los sectores de alto valor añadido, como el de vehículos y el de maquinaria especializada (Al-Haschimi *et al.*, 2024). Los elevados aranceles impuestos por Estados Unidos a China pueden incrementar aún más la competencia para los productores de la zona del euro si los exportadores chinos se expanden o buscan nuevos mercados en Europa. En este recuadro se analizan las implicaciones del aumento de la competencia procedente de China para el empleo en la zona del euro explorando para ello cómo varía la demanda de mano de obra en relación con los cambios en el grado de penetración de las importaciones y en los patrones de comercio.

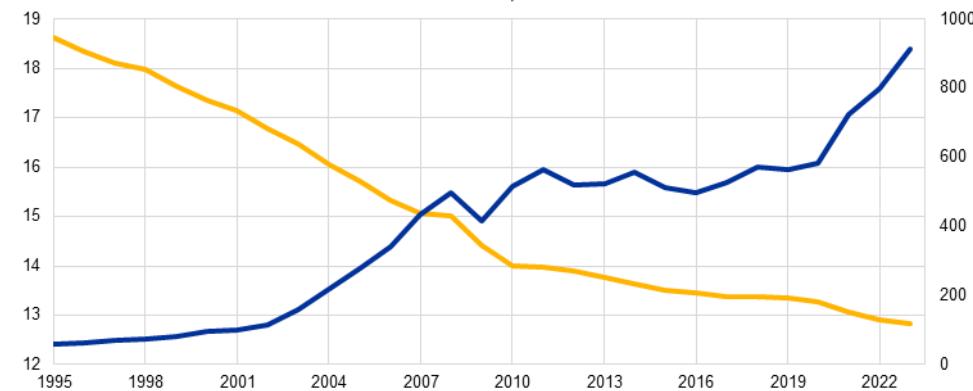
**El grado de penetración de las importaciones se puede evaluar midiendo el aumento de las importaciones chinas por trabajador en los mercados europeos, definido como la ratio entre las importaciones de la zona del euro procedentes de China y el empleo total en la zona del euro.** Esta métrica pone de relieve la creciente presencia de productos chinos en los mercados de la zona del euro (gráfico A). Desde la adhesión de China a la Organización Mundial del Comercio en 2001, sus exportaciones a la zona del euro se han incrementado sustancialmente: a pesar de la estabilización observada en la década 2010-2020, estas registraron un ascenso del 60 % tras la pandemia, y el peso de China en las importaciones de bienes de la zona del euro aumentó dos puntos porcentuales hasta situarse en el 15,6 % en 2024.

## Gráfico A

Importaciones procedentes de China por trabajador en la zona del euro y peso del sector manufacturero en el empleo en la zona del euro

(escala izquierda: porcentaje; escala derecha: miles de euros)

— Importaciones procedentes de China por trabajador en la zona del euro (escala derecha)  
— Peso del sector manufacturero de la zona del euro en el empleo total



Fuentes: Eurostat y Trade Data Monitor.

**Las importaciones procedentes de China han crecido significativamente en determinados sectores.** Los que han experimentado los mayores incrementos en las importaciones del país asiático han sido los sectores de vehículos y de productos químicos —con aumentos del 150 % y del 140 %, respectivamente, en los últimos cinco años (gráfico B)—<sup>1</sup>. También se ha registrado un crecimiento notable de las importaciones chinas en otros sectores como el del papel y las artes gráficas y el de equipos eléctricos, concretamente del 85 % cada uno. Estas estadísticas ponen de manifiesto la amplitud de la penetración de las importaciones de China en una gran variedad de sectores, que van desde la fabricación tradicional hasta la tecnología avanzada.

<sup>1</sup> Varias empresas europeas del sector de vehículos y, en menor medida, del sector químico cuentan con fábricas y negocios conjuntos en China para atender al mercado interno; sin embargo, también abastecen al resto del mundo, incluida la zona del euro.

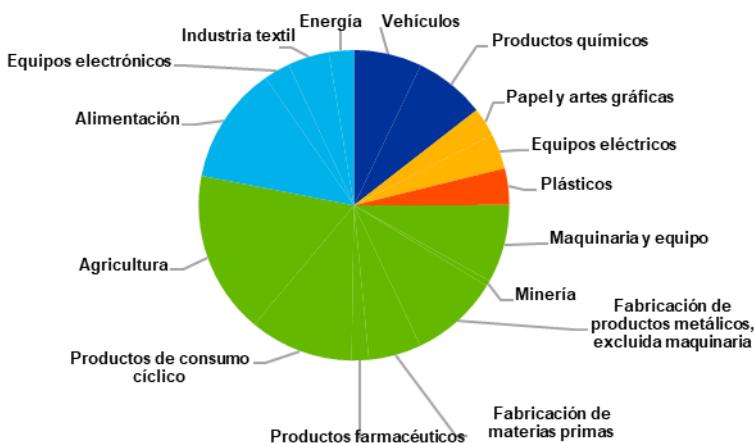
## Gráfico B

### Exposición del empleo a cambios en las importaciones de la zona del euro procedentes de China

(porcentaje)

- >100
- 76-100
- 51-75
- 26-50
- 0-25

#### Aumento de las importaciones procedentes de China



Fuentes: Eurostat y Trade Data Monitor.

Notas: Los colores de este gráfico muestran los cambios en las importaciones de la zona del euro procedentes de China registrados entre 2019 y 2024. Las últimas observaciones relativas a los porcentajes de empleo corresponden a 2022.

**El aumento de la competencia china tiene implicaciones directas para los mercados de trabajo de la zona del euro.** Los sectores especialmente expuestos a la competencia de China, es decir, aquellos en los que las importaciones procedentes del país asiático han aumentado sustancialmente, dieron empleo a 29 millones de trabajadores, lo que constituye alrededor del 27 % del empleo total en la zona del euro en 2024. Sobre la base de los datos de ese año, el sector manufacturero representa un porcentaje significativo, ya que emplea a 24 millones de trabajadores y está especialmente expuesto a las perturbaciones en el comercio y a la penetración de las importaciones chinas<sup>2</sup>. Aunque los sectores más expuestos a la mayor penetración de las importaciones chinas —como el de vehículos y el de productos químicos— no son los mayores empleadores, son fundamentales para la economía de la zona del euro. El sector de vehículos representa solo el 1 % del empleo total en la zona del euro, pero contribuye con casi el 10 % del valor añadido real del sector manufacturero y con algo menos del 2 % del PIB de la zona del euro. Cuando se tienen en cuenta los vínculos intersectoriales, la relevancia de dicho sector casi se duplica, lo que demuestra su importancia vital para la economía (De Santis *et al.*, 2024). En conjunto, los sectores de vehículos y de productos químicos suman cuatro millones de trabajadores, lo que equivale al 2,5 % del empleo total en la zona del euro. Otros sectores expuestos —como el papel, los equipos eléctricos y

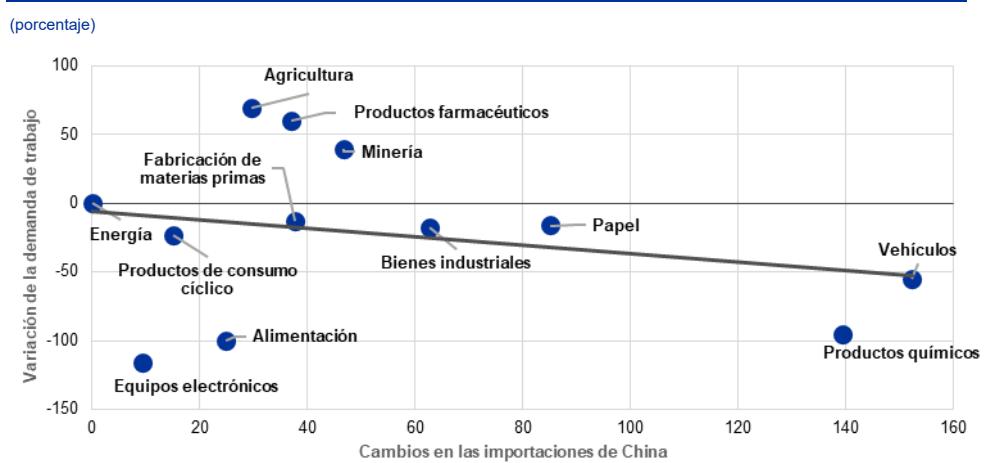
<sup>2</sup> Los cinco millones de trabajadores restantes trabajan en los sectores de la agricultura, la minería y la energía.

los plásticos— emplean a tres millones de trabajadores adicionales, el 1,7 % del empleo total.

**La demanda de mano de obra ha disminuido en mayor medida en los sectores en los que la exposición a China ha crecido más entre 2019 y 2024.** Utilizando datos de *earnings calls* (presentaciones de resultados de las empresas) y la metodología de Foroni y Schroeder (2025) se ha construido un indicador sectorial de tensión en la demanda de trabajo basado en una lista de palabras clave que hacen referencia a las presiones que soportan las empresas por no poder cubrir la demanda de mano de obra. En la zona del euro, esta demanda se ha visto afectada por perturbaciones importantes, como la pandemia y la crisis energética, y es posible que otras dinámicas observadas en sectores específicos (como la debilidad de la demanda de automóviles en Europa) hayan tenido también un impacto. El gráfico C pone de relieve la relación entre las variaciones de la demanda de trabajo en la zona del euro y los cambios en las importaciones procedentes de China. Los sectores más afectados por el aumento de la competencia de China son aquellos en los que más se han reducido las ofertas de empleo publicadas, lo que señala un debilitamiento de la demanda de mano de obra. Entre 2019 y 2024, la demanda de trabajo en el sector de vehículos disminuyó un 55 %, mientras que se estima que el descenso en la industria química fue del 95 %. En cambio, los sectores menos expuestos a la competencia del país asiático experimentaron, en promedio, una demanda de mano de obra relativamente estable durante el mismo período.

### Gráfico C

Dinámica de las importaciones chinas y variaciones de la demanda de trabajo en la zona del euro por sectores



Fuentes: NL Analytics, Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

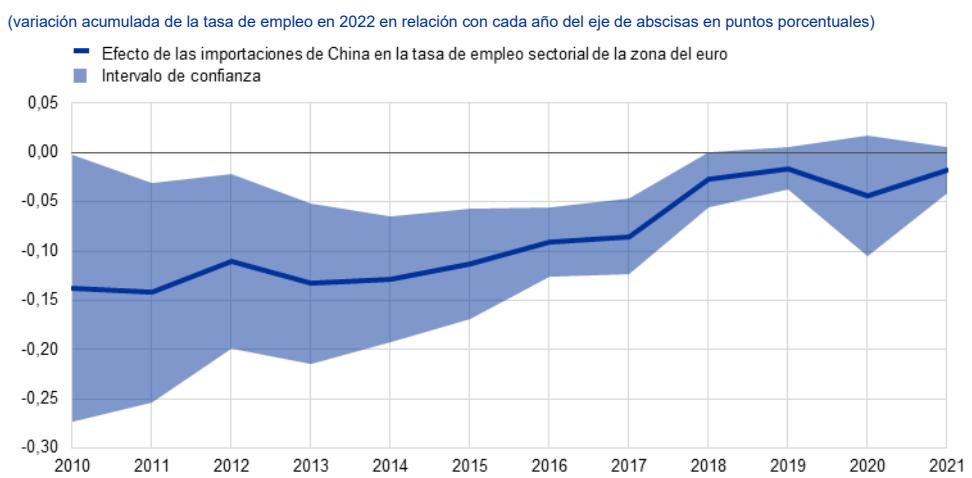
Notas: La demanda de trabajo se mide utilizando datos de *earnings calls* (Foroni y Schroeder, 2025). Las variaciones que se muestran corresponden al período 2019-2024.

**Un aumento de las importaciones por trabajador en un sector da lugar a una pérdida correspondiente de empleo en ese sector.** Aplicando el análisis de Autor *et al.* (2013) a los países de la zona del euro, el gráfico D muestra el impacto en las tasas de empleo sectorial de los países de la zona del euro en 2022 de un aumento de las importaciones procedentes de China por trabajador cada año entre 2010 y

2021<sup>3</sup>. El largo período de tiempo permite observar un impacto significativo en las tasas de empleo que se va acumulando gradualmente, dado que los efectos de los despidos y de la adaptación de la plantilla a la situación económica pueden tardar en materializarse por completo. En particular, los efectos son mayores si se consideran los cambios registrados desde 2010 y disminuyen de forma paulatina cuando se examinan períodos más cortos. Por ejemplo, un aumento de 1.000 euros en las importaciones procedentes de China por trabajador en un sector entre 2015 y 2022 se traduce en una caída de 0,1 puntos porcentuales de la tasa de empleo en ese sector durante el mismo período. Esto representa alrededor de 240.000 puestos de trabajo a nivel de la zona del euro que han dejado de existir o que se han reasignado a sectores menos expuestos.

#### Gráfico D

##### Efecto de un aumento de las importaciones procedentes de China por trabajador al año sobre la tasa de empleo sectorial de la zona del euro en 2022



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el valor estimado de  $\beta$  en varias regresiones de sección cruzada utilizando la siguiente especificación econométrica:  $Lr_{s1,2022} - Lr_{s1,2022-x} = \beta (M_{s1,2022} - M_{s1,2022-x})/L_{s1,2022} + FE_i + \epsilon_{s1}$  donde  $Lr_{s1,2022}$  es la tasa de empleo en el sector  $s$ , país  $i$  en 2022 y  $M_{s1,2022}$  las importaciones procedentes de China del país  $i$  en 2022 de bienes producidos por el sector  $s$ . Se pondera por el empleo  $L$  en el mismo sector y país.  $x$  determina el desfase temporal de la regresión, que varía entre 1 y 12 (que corresponden a los años transcurridos entre 2010 y 2021). Asimismo, sobre la base de Autor *et al.* (2013) se ha instrumentado el término  $(M_{s1,2022} - M_{s1,2022-x})/L_{s1,2022}$  mediante  $(M_{su,2022} - M_{su,2022-x})/L_{s1,2022-x}$ , que representa las importaciones procedentes de China a países u similares a la zona del euro, concretamente Australia, Canadá, Islandia, Israel, Japón, Nueva Zelanda, Noruega y Corea del Sur. Estos países se ven afectados por una perturbación similar causada por el aumento de las importaciones chinas, pero que no incide directamente en el empleo en la zona del euro. Se ha utilizado el empleo desfasado porque el empleo contemporáneo puede verse afectado por el comercio anticipado de China. La base de datos es un panel de países de la zona del euro por sectores según la clasificación NACE2, entre 2010 y 2022. La banda sombreada en azul representa un intervalo de confianza del 90 %.

**Es probable que la actual política comercial de Estados Unidos y la imposición de aranceles incrementen la competencia china.** Tras las subidas de los aranceles estadounidenses a los productos chinos anunciadas por la Administración de Trump, los exportadores del país asiático podrían expandirse o buscar nuevos mercados en otros lugares y reorientar cada vez más el comercio hacia Europa. Esta desviación de los flujos comerciales puede amplificar la penetración de las importaciones procedentes de China en los mercados de la zona del euro, lo que supondría un desafío para los productores (Gunnella *et al.*, 2025). Aunque es posible que las empresas de la zona del euro obtengan cierta ventaja competitiva en

<sup>3</sup> Por ejemplo, la estimación que se muestra para 2010 es el efecto que tiene un aumento sectorial de 1.000 euros en las importaciones procedentes de China por trabajador entre 2010 y 2022 sobre la variación de la tasa de empleo sectorial correspondiente durante el mismo período.

los mercados de Estados Unidos con respecto a China porque los aranceles estadounidenses al país asiático son comparativamente más elevados, es poco probable que ello compense las pérdidas en el mercado interno<sup>4</sup>.

**En conjunto, el aumento de la competitividad de las exportaciones chinas plantea retos significativos para los mercados de trabajo de la zona del euro.**

Si bien actualmente el impacto se concentra en sectores como los de vehículos y de productos químicos, las implicaciones más amplias podrían extenderse a casi una tercera parte del empleo en la zona del euro. La desviación del comercio de Estados Unidos, unida a la creciente competitividad de China en sectores de alto valor añadido, sugiere que las empresas de la zona del euro deben adaptarse a un entorno mundial cada vez más competitivo. Las perturbaciones comerciales pueden causar disrupciones a corto plazo y dar lugar a una redistribución del empleo entre sectores. Sin embargo, a largo plazo, es posible que el empleo total no varíe significativamente porque la economía se ajusta mediante cambios salariales y movilidad de los trabajadores entre sectores. No obstante, retos como las ineficiencias del mercado de trabajo, los costes de ajuste y las políticas gubernamentales podrían causar disrupciones temporales antes de que se alcance el nuevo equilibrio.

## Bibliografía

- A. Al-Haschimi, L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler y T. Spital (2024), «[Why competition with China is getting tougher than ever](#)», *The ECB Blog*, BCE, 3 de septiembre.
- D. Autor, D. Dorn y G. Hanson (2013), «The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States», *American Economic Review*, vol. 103, n.º 6, octubre, pp. 2121-2168.
- M. Banin, V. Di Nino, L. Lebastard, N. Lecourt y S. Schaefer (2025), «[¿Han perdido las exportaciones de la zona del euro el tren de la tecnología?](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- R. A. De Santis, V. Di Nino, N. Furbach, U. Neumann y P. Neves (2024), «[¿Se recuperará el sector del automóvil de la zona del euro?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- C. Foroni y C. Schroeder (2025), «[El uso de los earnings calls de las empresas para prever la demanda de trabajo de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- V. Gunnella, G. Stamato y A. Kobayashi (2025), «[Implicaciones de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China para la zona del euro: lecciones](#)

<sup>4</sup> Los posibles beneficios serían probablemente muy reducidos debido a las diferencias en la composición de las exportaciones de la zona del euro y China a Estados Unidos (Gunnella *et al.*, 2025).

extraídas de los aranceles impuestos por la primera Administración de Trump»,  
*Boletín Económico*, número 3, BCE.

### 3

## Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Alex Melemenidis, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 72 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 23 de junio y el 2 de julio de 2025<sup>1</sup>.

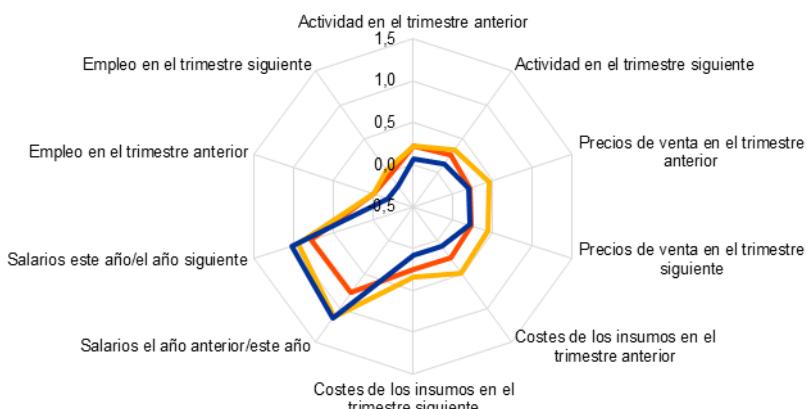
**Los contactos señalaron una ralentización de la actividad en los últimos meses, debido a que los aranceles, las tensiones geopolíticas y la incertidumbre resultante habían mermado la confianza de las empresas y de los consumidores (gráfico A y gráfico B).** La información obtenida de los contactos fue acorde con un crecimiento muy modesto tanto en el segundo trimestre como en el tercero. Aunque los pedidos en el sector manufacturero se habían ido recuperando en los primeros meses del año, muchos contactos indicaron que se había observado una pérdida de dinamismo en algún momento durante el segundo trimestre. El crecimiento de los servicios también parece haber registrado una desaceleración.

### Gráfico A

#### Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al segundo y tercer trimestre de 2025, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al primer y segundo trimestre de 2025. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica es una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

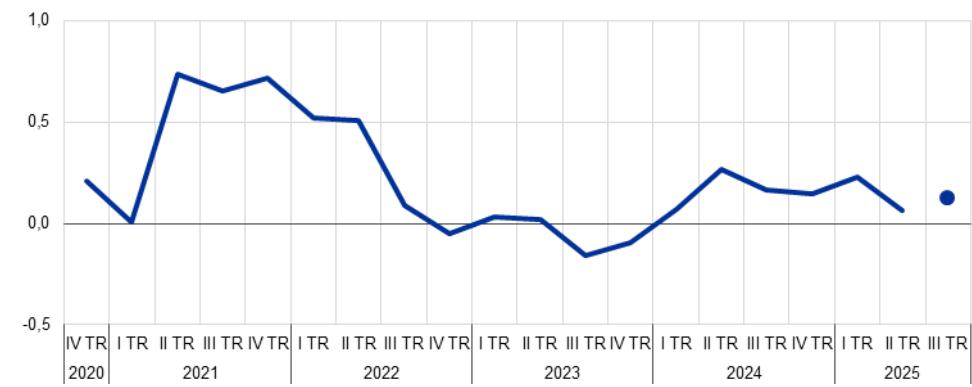
<sup>1</sup> Para más información sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase el artículo titulado «*The ECB's dialogue with non-financial companies*», *Boletín Económico*, número 1, BCE, 2021.

**En el sector manufacturero, el comienzo positivo del año no parece haberse mantenido.** Aunque las opiniones fueron variadas, muchos contactos afirmaron que les había sorprendido positivamente la evolución observada en los primeros meses del año, pero que los pedidos habían empezado a ralentizarse en algún momento durante el segundo trimestre. Este patrón de demanda fue el que describieron con más frecuencia los contactos del sector de bienes intermedios, así como algunos productores de bienes de equipo y de bienes de consumo duradero. Hubo división de opiniones con respecto a si esta desaceleración obedecía a la desaparición del efecto del adelanto de las exportaciones en previsión de posibles aumentos de los aranceles estadounidenses o a una moderación más generalizada de la demanda. No obstante, se constató un amplio consenso sobre el papel cada vez más importante de la competencia de las importaciones, especialmente de China. Pese al debilitamiento de la confianza que se desprende de esta encuesta en comparación con hace tres meses, siguieron observándose algunos desarrollos positivos. Por ejemplo, el sector farmacéutico continuó experimentando un fuerte crecimiento, respaldado por el adelanto de las compras en previsión de las subidas arancelarias. Además, la demanda de semiconductores y de vehículos pesados mostró señales de recuperación. Los contactos del sector de la construcción o sus proveedores también fueron más optimistas y seguían opinando que la actividad estaba repuntando, favorecida por las recientes bajadas de los tipos de interés.

#### Gráfico B

#### Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos). Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

**Los contactos también señalaron cierta pérdida de dinamismo en el gasto en consumo y en la actividad de los servicios.** Los contactos de los sectores de bienes de consumo y de comercio minorista describieron una actividad bastante estable en general. Cabe destacar que los fabricantes de productos de electrónica de consumo y de electrodomésticos, que habían sido más optimistas en la encuesta anterior, señalaban ahora que la actividad mostraba atonía o que estaba disminuyendo. Los contactos del sector minorista de la moda y de otros bienes de equipo personal también dibujaron un panorama similar de debilidad persistente del gasto. Los contactos del sector minorista alimentario y sus proveedores volvieron a

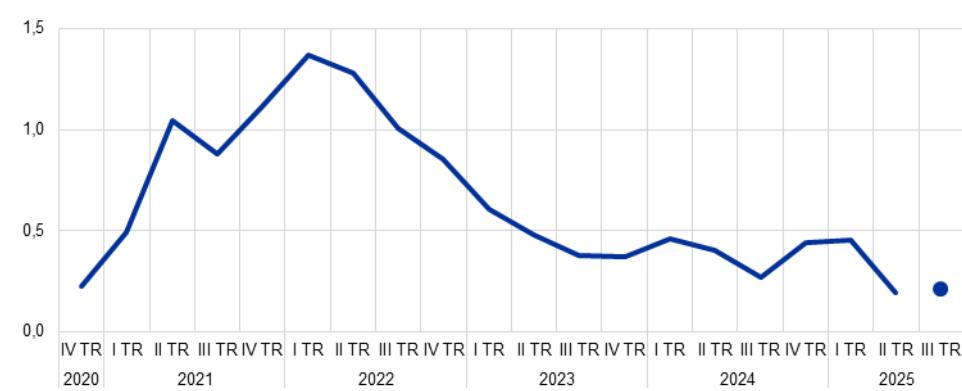
hacer hincapié en que la sensibilidad de los consumidores a los precios seguía siendo muy alta y mencionaron a menudo que la confianza de los consumidores era escasa o estaba disminuyendo. En el sector de servicios turísticos, los contactos señalaron que el crecimiento se estaba moderando, aunque se mantenía en un nivel elevado. Los destinos turísticos populares se veían afectados por las continuas restricciones de capacidad en los hoteles, por lo que estaba creciendo la sensibilidad de los consumidores a los precios, que reservaban cada vez más a última hora y recortaban otros gastos relacionados con los viajes, como los de restauración. Otros proveedores de servicios empresariales y de consumo describieron una evolución algo dispar: los servicios relacionados con las tecnologías de la información (TI) en particular siguieron registrando un crecimiento sólido, pero el entorno general de mercado continuó siendo complejo.

**Al debilitarse el ritmo de crecimiento, las perspectivas de empleo también se deterioraron ligeramente.** En el sector manufacturero, las reducciones de plantilla siguieron siendo frecuentes —o incluso se intensificaron— como consecuencia de la debilidad de la demanda, del exceso de capacidad y de las reestructuraciones en curso en muchas empresas. Asimismo, se afirmó que el empleo se estaba estabilizando o incluso estaba descendiendo en ramas del sector de servicios que previamente habían registrado un fuerte crecimiento, como el turismo. Las agencias de colocación volvieron a señalar que el entorno era complejo, especialmente para los trabajos de oficina y los puestos de trabajo fijos, que continuaban disminuyendo debido a que las empresas retrasaban las decisiones de contratación y favorecían la contratación de personal temporal. Sin embargo, hubo focos de crecimiento, sobre todo en los sectores de la construcción (a pesar de la percepción de escasez de mano de obra), la energía, la defensa y los productos farmacéuticos.

#### Gráfico C

#### Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

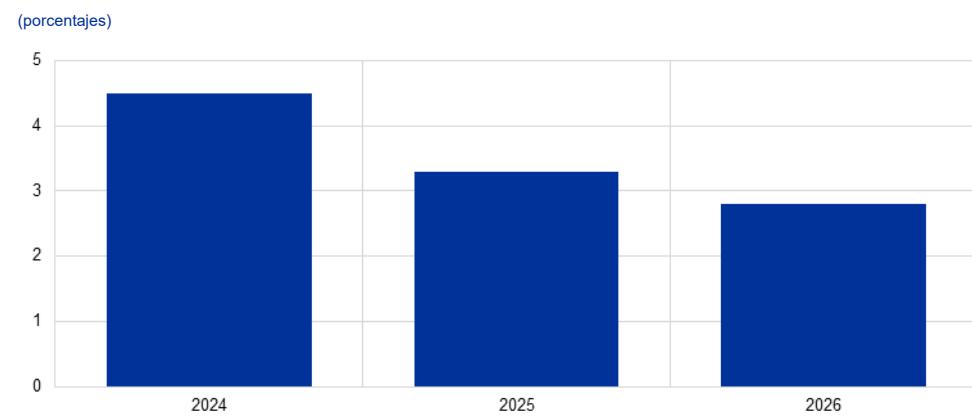
**Los contactos señalaron una ligera desaceleración del dinamismo de los precios de venta en los últimos meses (gráfico A y gráfico C).** Esto se debió principalmente a la evolución de las manufacturas y, en particular, de los sectores

de bienes de equipo e intermedios, en los que los precios estaban reduciéndose como resultado de la mayor debilidad de la demanda y del aumento de la competencia de las importaciones, así como de la moderación de los costes de producción no laborales. Esta evolución contrasta en cierta medida con el panorama más optimista de recuperación de los precios descrito hace unos meses. El crecimiento de los precios en gran parte de los servicios siguió siendo relativamente sólido, sobre todo en los servicios de transporte y turismo (en parte como consecuencia de los costes regulatorios y de las restricciones de capacidad). Sin embargo, los contactos del sector minorista y de servicios como la consultoría, las tecnologías de la información (TI) y las telecomunicaciones tendieron a indicar que el incremento de los precios era moderado, o se estaba moderando, habida cuenta de la intensa competencia y la sensibilidad de los consumidores a los costes.

**Los contactos continuaron mostrándose seguros de que el crecimiento de los salarios se estaba moderando (gráfico D).** En promedio, las indicaciones cuantitativas proporcionadas implicarían que se espera una desaceleración del avance de los salarios, desde el 4,5 % en 2024 hasta el 3,3 % en 2025 y hasta el 2,8 % en 2026. Aunque estas indicaciones se sitúan entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales por encima de las de la encuesta anterior, siguen apuntando en la misma dirección<sup>2</sup>.

#### Gráfico D

##### Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2024 y sus expectativas para 2025 y para 2026. Las medias correspondientes a 2024, 2025 y 2026 se basan en las indicaciones facilitadas por 63, 65 y 51 contactos, respectivamente.

**La mayoría consideraba que los aranceles estadounidenses estaban afectando negativamente a la actividad y a los precios en la zona del euro, aunque su impacto sobre los precios de consumo finales era escaso o nulo.**

La presión a la baja tanto sobre la actividad como sobre los precios reflejó el descenso de la demanda causado, en parte, por la desviación del comercio de Asia (y de China, en particular), ya que los exportadores de la región buscaron alternativas al mercado estadounidense. Esta situación se vio agravada por la apreciación del euro. En consonancia con esta tendencia, los contactos del sector

<sup>2</sup> Es de esperar cierta variación de una encuesta a otra, dada la rotación del panel de contactos.

de transporte y logística señalaron un fuerte crecimiento de las importaciones y un descenso de las exportaciones. Hasta el momento, la mayor competencia de las importaciones había afectado principalmente a los bienes intermedios y, en particular, a los productos de las fases iniciales (*upstream*) de la producción, que están más estandarizados. Sin embargo, los contactos esperaban que en los próximos meses y trimestres sucediera lo mismo con los productos de las fases finales (*downstream*) de la producción, que tienen mayor valor añadido. En cambio, los contactos de los sectores minorista y de servicios de consumo comunicaron que hasta la fecha el impacto sobre su actividad o sus precios había sido mínimo, en su caso, y no anticipaban que se viesen muy afectados en un futuro próximo.

## 4

# La recuperación de los salarios reales en la zona del euro

Colm Bates, Katalin Bodnár, Vasco Botelho y Flavie Rousseau

## **Los salarios reales en la zona del euro se han recuperado en gran parte de la caída que experimentaron durante el período de inflación elevada de 2022.**

Recientemente, los salarios nominales han crecido más rápido que los precios. Como consecuencia de ello, los salarios reales, que se calculan deflactando los salarios nominales con indicadores del coste de la vida, se están acercando a los niveles observados antes de la escalada de la inflación. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2025, la remuneración por asalariado deflactada por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) se situó solo alrededor de un 0,5 % por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2021 —cuando comenzó el repunte de la inflación—, lo que contrasta con el dato del cuarto trimestre de 2022, cuando descendió un 5 % por debajo de ese nivel (panel a del gráfico A). Otros indicadores salariales deflactados por el IAPC o por el deflactor del consumo privado muestran tendencias de recuperación parecidas. El reciente restablecimiento gradual del poder adquisitivo perdido debería limitar las demandas salariales en el futuro. Sin embargo, es posible que los trabajadores sigan percibiendo una pérdida de nivel de vida. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2025, habrían continuado percibiendo una notable brecha salarial en términos reales si hubieran comparado sus salarios nominales con los precios de los bienes y servicios de adquisición frecuente (FROOPP, por sus siglas en inglés) aumentados con los precios del componente energético del IAPC en lugar de con el IAPC agregado<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Los bienes y servicios de adquisición frecuente (FROOPP) son una subcategoría del IAPC que se compila a partir de subíndices que se considera que representan principalmente compras que los consumidores suelen realizar como mínimo una vez al mes y que pagan de manera directa y activa. Las principales categorías de bienes incluidas en los FROOPP son los productos farmacéuticos, los aparatos eléctricos y otros artículos para el cuidado personal, los artículos no duraderos para el hogar y los productos y servicios relativos a mascotas, incluidos los servicios veterinarios. Se incorpora un componente energético a esta cesta de bienes, dado que probablemente influirá en el poder adquisitivo percibido por los consumidores.

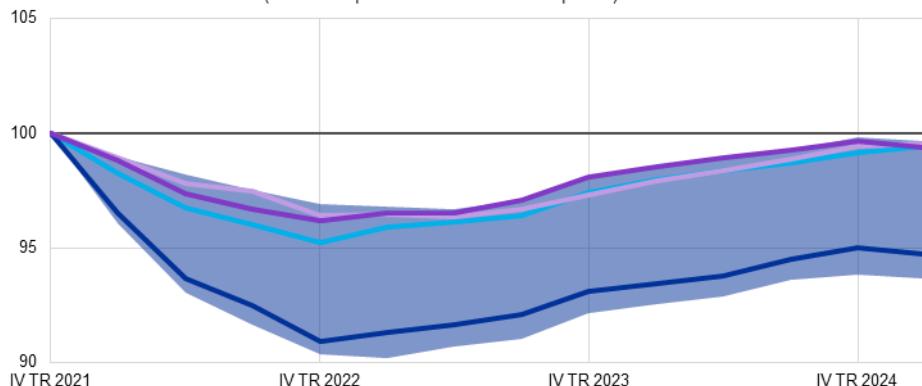
## Gráfico A

### Indicadores salariales de la zona del euro

#### a) Salarios reales en términos de precios de consumo

(Índice: IV TR 2021 = 100)

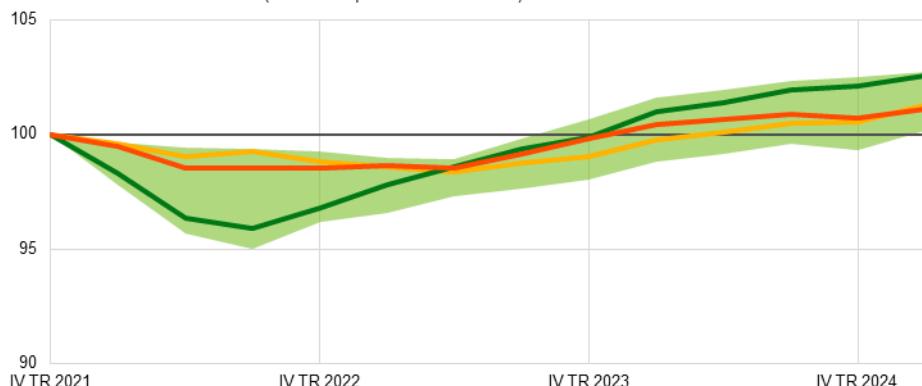
- Rango de salarios reales
- RPA (deflactada por el IAPC)
- RPA (deflactada por el deflactor del consumo privado)
- RPA (deflactada por los FROOPP aumentados con el componente energético del IAPC)
- Costes laborales unitarios (deflactados por el deflactor del consumo privado)



#### b) Salarios reales en términos de precios de producción

(Índice: IV TR 2021 = 100)

- Rango de salarios reales
- RPA (deflactada por el deflactor del PIB)
- RPA (deflactada por el deflactor de la oferta total)
- Costes laborales unitarios (deflactados por el deflactor del PIB)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el rango de salarios reales, calculados utilizando la remuneración por asalariado (RPA), la remuneración por hora, los sueldos y salarios por trabajador, el índice de costes laborales (costes totales, sueldos y salarios) y los índices de costes laborales unitarios por asalariado y por hora. La línea de los costes laborales unitarios de ambos paneles representa el índice de costes laborales unitarios por asalariado. El panel a muestra el rango de los indicadores salariales deflactados por el IAPC, el deflactor del consumo privado y los bienes y servicios de adquisición frecuente (FROOPP) aumentados con el componente energético del IAPC, mientras que en el panel b se utilizan el deflactor del PIB y el deflactor de la oferta total. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

**La naturaleza de las presiones inflacionistas de los últimos años ha abierto una brecha entre los «salarios reales en términos de precios de consumo» y los «salarios reales en términos de precios de producción».** Para los trabajadores, los salarios constituyen ingresos que contribuyen a su bienestar. En cambio, para las empresas representan un factor de costes que suele estar

estrechamente vinculado a la evolución de la productividad del trabajo<sup>2</sup>. Desde su punto de vista, el indicador pertinente de los salarios reales se calcula teniendo en cuenta los precios que las empresas pueden cobrar para producir bienes y servicios, es decir, utilizando el deflactor del PIB, el deflactor de la oferta agregada o los deflactores sectoriales del valor añadido<sup>3</sup>. Cuando se definen de esta forma, los salarios reales en términos de precios de producción ya han sobrepasado los niveles observados antes de la escalada de la inflación (panel b del gráfico A)<sup>4</sup>. Las diferencias en la evolución de los salarios reales en términos de precios de consumo y en términos de precios de producción reflejan en gran medida el hecho de que la subida de los precios energéticos y las disrupciones en las cadenas de suministro incrementaron los precios de importación, lo que condujo a un deterioro de la relación real de intercambio<sup>5</sup>.

**Por sectores, los salarios reales han superado los niveles registrados antes del repunte de la inflación en el sector de servicios de mercado, pero todavía no se han recuperado del todo en el sector industrial y de la construcción ni en los servicios públicos (panel a del gráfico B).** La inflación afecta de forma similar a todos los trabajadores, con independencia de su empleo. Los salarios nominales no han aumentado en la misma cuantía ni al mismo ritmo en todos los sectores. En el primer trimestre de 2025, los salarios reales se habían recuperado por completo en los servicios de mercado, mientras que en términos de precios de consumo continuaban a la zaga tanto en el sector industrial y de la construcción como en el de servicios públicos. Los salarios reales en términos de precios de producción muestran hasta qué punto se incrementaron los costes salariales en comparación con los precios cobrados por las empresas en cada sector. Las empresas del sector de servicios de mercado se vieron menos afectadas por la perturbación energética y fueron las más beneficiadas por los efectos de la reapertura tras la pandemia de COVID-19, por lo que experimentaron una mayor escasez de mano de obra que favoreció el crecimiento de los salarios en general. Los salarios reales en términos de precios de producción también se elevaron en los servicios públicos, lo que se tradujo en un mayor peso de los salarios en los costes del sector que en el pasado. En cambio, las empresas de la industria y la construcción —un sector intensivo en capital más expuesto a subidas de los costes energéticos— fueron las más perjudicadas por la perturbación inflacionista. En consecuencia, mientras que los salarios reales en términos de precios de consumo en la industria y la construcción han seguido una dinámica similar a la observada en el sector de servicios públicos, los salarios reales en términos de precios de

---

<sup>2</sup> Arce y Sondermann (2024) muestran que el crecimiento de la productividad ha sido relativamente débil en los últimos años. En Consolo y Foroni (2024) se sostiene que el descenso de los salarios reales durante el repunte de la inflación en 2022, junto con un crecimiento prácticamente estancado de la productividad, es uno de los factores que explican la resiliencia del crecimiento del empleo en la zona del euro.

<sup>3</sup> El deflactor de la oferta agregada es una aproximación (*proxy*) del coste total de los insumos y se define como la suma del PIB y las importaciones. Véase Hahn y Renault (2024).

<sup>4</sup> La nomenclatura «salarios reales en términos de precios de consumo» y «salarios reales en términos de precios de producción» se basa en Bodnár *et al.* (2022). Sin embargo, el precio del producto, medido por los deflactores considerados en este recuadro, no refleja el indicador de los precios de producción, que se miden mediante el índice de precios industriales.

<sup>5</sup> Véase Arce *et al.* (2023).

producción aún continúan muy por debajo de los niveles registrados en el cuarto trimestre de 2021.

**Los salarios reales en términos de precios de consumo han returnedo por completo a los niveles observados antes del fuerte aumento de la inflación, o incluso los han superado, en varios países de la zona del euro, aunque continúan por debajo en otros (panel b del gráfico B).** Esto obedece a una combinación de factores: i) aspectos estructurales, que se han traducido en un patrón de caídas más prolongadas de los salarios reales en algunos países; ii) una gran dispersión de las tasas de inflación durante el período de inflación elevada, y iii) diferencias entre países en la velocidad y la estructura de la fijación de salarios y las negociaciones conexas<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Véase Allayioti y Beschin (2024).

## Gráfico B

Recuperación de los salarios reales en el primer trimestre de 2025: diferencias entre sectores y países

### a) Entre sectores

(porcentajes, variación acumulada con respecto al cuarto trimestre de 2021)

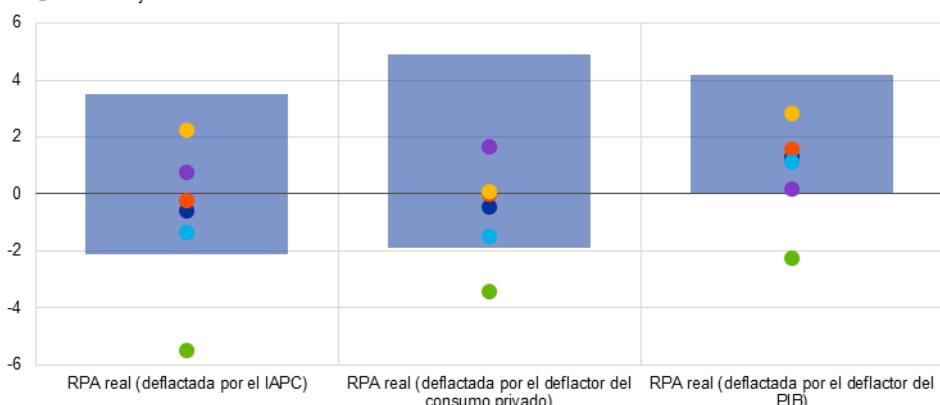
- RPA real (deflactada por el IAPC)
- RPA real (deflactada por el deflactor del consumo privado)
- RPA real (deflactada por el deflactor del valor añadido)



### b) Entre países

(porcentajes, variación acumulada con respecto al cuarto trimestre de 2021)

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: RPA se refiere a la remuneración por asalariado. Panel a: para calcular los salarios reales en términos de precios de producción se usan deflactores sectoriales del valor añadido. Para el total de la economía, el deflactor del valor añadido utilizado se corresponde con el deflactor del PIB. Panel b: el área sombreada representa el rango intercuartílico entre países para los indicadores respectivos. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2025.

**La evidencia procedente de encuestas muestra que, pese a cierta mejora, los consumidores continúan teniendo percepciones heterogéneas de la recuperación de los salarios reales.** La evolución de los salarios reales basada en los indicadores macroeconómicos agregados puede no reflejar plenamente la percepción que los consumidores tienen de sus salarios reales. En el segundo trimestre de 2024, el crecimiento interanual de la remuneración por asalariado superó la inflación percibida por los consumidores, según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), por primera

vez desde la escalada de la inflación de 2022 (gráfico C). Pese a haber experimentado cierta moderación, en el primer trimestre de 2025 la diferencia seguía siendo positiva. La percepción de los consumidores sobre la recuperación de los salarios reales influye en su confianza y en sus decisiones de consumo. Baumann *et al.* (2025) señalan que una gran proporción de los consumidores considera que el crecimiento de sus salarios nominales no ha sido mayor que el de los precios en los doce meses anteriores, según la encuesta CES. En abril de 2025, en la encuesta CES se repitió el mismo conjunto de preguntas relativas a la recuperación de los salarios reales, y los resultados no cambiaron: una parte todavía significativa de los consumidores tenía la impresión de que el crecimiento de su salario no había sido superior al de los precios<sup>7</sup>. Esto sugiere que los consumidores tienden a centrarse en cestas de consumo alternativas y que es posible que las variaciones acusadas de los precios continúen afectando a su percepción durante un período de tiempo más prolongado. Por lo tanto, es probable que una recuperación sostenida de los salarios reales, junto con la estabilidad de precios, mejore la confianza de los consumidores y refuerce el crecimiento en la zona del euro. La evidencia que se presenta en este recuadro confirma que, en términos generales, el índice de precios elegido es importante al evaluar la recuperación de los salarios reales. Como se ha señalado, existe una diferencia entre los precios de consumo y los precios que cobran las empresas nacionales. Pero incluso cuando los resultados se focalizan más específicamente en el poder adquisitivo de los consumidores, las distintas cestas de consumo influyen de manera considerable en la percepción que los consumidores tienen de sus salarios reales.

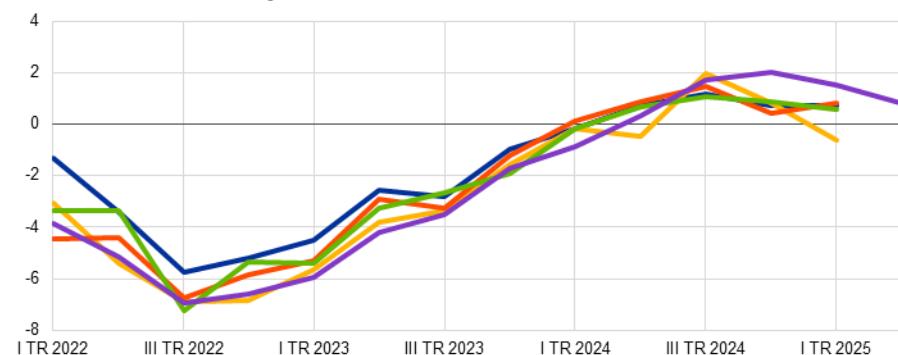
<sup>7</sup> En mayo de 2025 se introdujo una modificación en estas preguntas con el fin de conocer la percepción de los consumidores sobre el crecimiento salarial en comparación con las variaciones de los precios a lo largo de los últimos cuatro años. La pregunta original se centraba en un período más breve (el último año). Los resultados son coherentes en los dos horizontes.

### Gráfico C

Crecimiento de los salarios reales deflactados por la inflación percibida por los consumidores

(tasas de variación interanual)

- Remuneración por asalariado
- Indicador del BCE de salarios negociados
- Remuneración por hora
- Índice de costes laborales (sueldos y salarios)
- Indicadores del BCE de seguimiento de los salarios



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

Notas: El gráfico muestra la diferencia entre las tasas de crecimiento interanual de los indicadores de salarios nominales mostrados y la inflación en los doce meses anteriores percibida por los consumidores según la encuesta CES. Para más información sobre los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios, véase Bates *et al.* (2024). Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025 para los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y al primer trimestre de 2025 para el resto de indicadores.

### Bibliografía

A. Allayioti y A. Beschin (2024), «[La dinámica de los diferenciales de inflación en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

Ó. Arce, E. Hahn y G. Koester (2023), «[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)», *The ECB Blog*, BCE, 30 de marzo.

Ó. Arce y D. Sondermann (2024), «[Low for long? Reasons for the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, BCE, 6 de mayo.

C. Bates, K. Bodnár, P. Healy y M. Roca I Llevadot (2025), «[Wage developments during and after the high inflation period](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

C. Bates, V. Botelho, S. Holton, M. Roca I Llevadot y M. Stanislao (2024), «[The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#)», *The ECB Blog*, BCE, 18 de diciembre.

A. Baumann, L. Caprari, G. Kocharkov y O. Kouvavas (2025), «[¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

K. Bodnár, E. Gonçalves, L. Górnicka y G. Koester (2022), «[Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

A. Consolo y C. Foroni (2024), «[Determinantes del crecimiento del empleo en la zona del euro tras la pandemia: una perspectiva basada en modelos](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

E. Hahn y T. Renault (2024), «[Indicadores de márgenes para el análisis de la inflación considerando el papel de los costes totales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

## 5

# Incertidumbre en la inflación desestacionalizada de los servicios: el papel de la Semana Santa y del componente de turismo y viajes

Martin Eiglsperger, Mario Porqueddu y Elisabeth Wieland

**Al evaluar la evolución de la inflación, el BCE complementa el seguimiento de las tasas de inflación interanual con el análisis de los indicadores del *momentum* para calibrar los desarrollos a más corto plazo.** El término *momentum* (impulso inflacionario) se define como la tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores del índice de precios ajustado de efectos estacionales y de calendario (anualizado a efectos de comparación)<sup>1</sup>. Las tasas a más corto plazo anualizadas deben interpretarse con cautela, sobre todo debido a que los efectos excepcionales pueden incrementar considerablemente la incertidumbre relacionada con el ajuste estacional y de calendario, como se ilustra en este recuadro.

**El *momentum* del componente de servicios del IAPC aumentó de forma acusada entre marzo y abril de 2025 y se mantuvo en niveles elevados en mayo y en junio, reflejando en particular los cambios observados en la tasa de variación intermensual —ajustada de efectos estacionales y de calendario— como consecuencia de las partidas relacionadas con turismo y viajes (panel a del gráfico A).** Aunque parte del aumento del *momentum* de los servicios a principios de 2025 reflejó efectos de las correcciones anuales de precios, el excepcional repunte de los servicios relacionados con turismo y viajes registrado en abril apunta a un impacto mayor de lo habitual del período de vacaciones de Semana Santa este año (panel b del gráfico A)<sup>2</sup>. Los efectos de las vacaciones —por ejemplo la Semana Santa— influyen normalmente en los servicios relacionados con turismo y viajes, que incluyen el transporte aéreo, los paquetes turísticos y los servicios de alojamiento. Dado que la tasa de variación corregida de efectos estacionales y de calendario de las partidas de servicios del IAPC solo extrae los efectos medios de la Semana Santa, los impactos excepcionales en los servicios de turismo y viajes relacionados con este período vacacional siguen presentes en las series ajustadas<sup>3</sup>. Esto explica las notables fluctuaciones registradas por dicha tasa, que pasó del 0,3 % en marzo al 0,7 % en abril, cayó posteriormente hasta situarse en el -0,1 % en mayo y aumentó hasta el 0,5 % en junio.

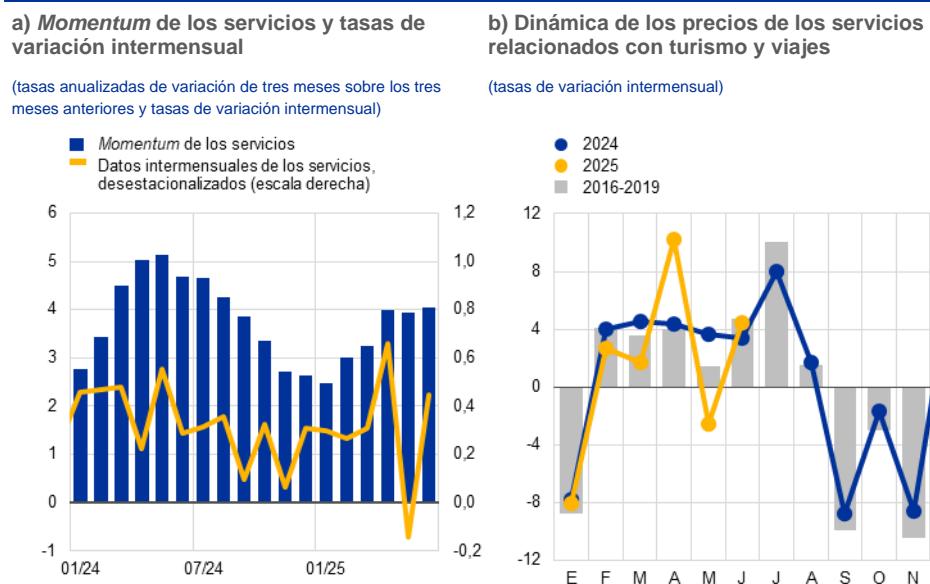
<sup>1</sup> Véase Lane (2023). El indicador del *momentum* puede entenderse como una opción intermedia que se encuentra entre los indicadores calculados con frecuencia anual (es decir, el nivel de precios en un mes concreto comparado con el nivel de precios en el mismo mes un año antes), que siempre reflejan cierta inercia, y los indicadores calculados mensualmente, que corren el riesgo de verse afectados por una elevada ratio ruido-señal como consecuencia de los factores idiosincrásicos que predominan en los datos mensuales de inflación.

<sup>2</sup> Para obtener más evidencia sobre los reajustes de precios, véase Bodnár *et al.* (2025).

<sup>3</sup> En cambio, en junio de 2025, la tasa de variación intermensual de los servicios relacionados con turismo y viajes (sin desestacionalizar) se situó, en general, en consonancia con su media del período 2016-2019.

## Gráfico A

Dinámica de los servicios ajustados de efectos estacionales y de calendario y los servicios relacionados con turismo y viajes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra datos ajustados de efectos estacionales y de calendario, mientras que el panel b presenta datos sin ajustar de las partidas de servicios relacionados con turismo y viajes del IAPC (transporte aéreo, paquetes turísticos y servicios de alojamiento). Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

**En el ajuste estacional y de calendario se utilizan estimaciones estadísticas para eliminar esos efectos; sin embargo, los movimientos tendenciales, así como los cíclicos e irregulares, siguen estando presentes tras el ajuste.** La desestacionalización es una técnica de estimación estadística, que extrae los patrones de una serie temporal que aparecen cada año en el mismo mes, afectan a la serie de manera similar y cabe esperar que vuelvan a aparecer en los próximos años<sup>4</sup>. El BCE aplica por separado ajustes estacionales a los principales componentes del IAPC de la zona del euro. El componente de servicios del IAPC también se corrige de efectos de calendario para la Semana Santa, algo que afecta especialmente a los precios de los servicios de turismo y viajes. Si se eliminan los efectos estacionales y de calendario, la serie ajustada resultante se compone de movimientos tendenciales, así como cíclicos y erráticos, incluidos posibles valores atípicos y efectos puntuales<sup>5</sup>.

**La volatilidad observada recientemente en el componente de servicios del IAPC —ajustado de efectos estacionales y de calendario— se debe al fuerte impacto de la Semana Santa en abril, que el ajuste de calendario del BCE reflejó solo en parte.** El papel predominante desempeñado por los servicios relacionados con turismo y viajes en el repunte de la tasa de crecimiento de los precios del componente de servicios del IAPC en abril (panel b del gráfico A) apunta a un fuerte impacto del calendario de la Semana Santa en fechas más tardías este año (abril en 2025 frente a marzo en 2024), que probablemente se vio intensificado

<sup>4</sup> Para más información, véase Eurostat (2024).

<sup>5</sup> Para información sobre el papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, véase Lis y Porqueddu (2018).

por el hecho de que la Semana Santa católica y la ortodoxa se celebraron en las mismas fechas. El ajuste de calendario del BCE elimina los efectos medios de la Semana Santa, aumentando así la tasa de variación intermensual del componente de servicios del IAPC aproximadamente 0,1 puntos porcentuales en marzo de 2025 y reduciendo esta tasa 0,1 puntos porcentuales en abril de 2025. El ajuste de calendario identifica el impacto histórico medio derivado de festivos que no son fijos, como ocurre con la Semana Santa. Es más incierto que las estimaciones de los efectos estacionales, ya que la evidencia estadística es más limitada y las fechas de las vacaciones escolares difieren de un país a otro. En consecuencia, los efectos excepcionales relacionados con la Semana Santa que se desvían de los efectos medios históricos persisten incluso después del ajuste estacional y de calendario y, por consiguiente, se trasladan al indicador del *momentum*<sup>6</sup>.

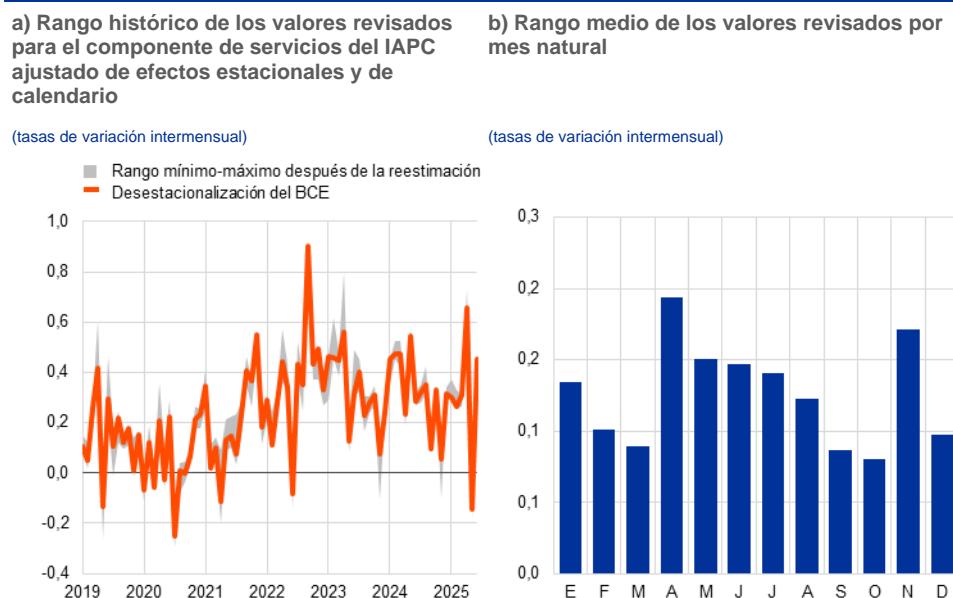
**Un análisis del componente de servicios del IAPC del BCE ajustado por efectos estacionales y de calendario revela que, por lo general, la incertidumbre en las estimaciones es mayor durante el segundo trimestre del año.** Las revisiones de los datos históricos desestacionalizados suelen producirse siempre que se reestiman los perfiles estacionales, como se observa en las estimaciones de las series en tiempo real. En el panel a del gráfico B se presenta el rango de valores revisados, es decir, el área entre los valores más altos y más bajos registrados para un mes de referencia determinado durante todo el período. En algunos meses, sustituir el valor más bajo registrado por el más alto cambiaría la tasa de variación intermensual, corregida de efectos estacionales y de calendario, hasta 0,3 puntos porcentuales. Poniendo el foco en cada uno de los meses, los precios de los servicios ajustados de efectos estacionales y de calendario tienden a mostrar rangos más amplios de valores revisados durante el segundo trimestre del año, lo que sugiere que los cambios en las fechas de las vacaciones escolares de un año a otro, así como la evolución de los patrones estacionales, contribuyen a que las estimaciones sean más inciertas (panel b del gráfico B)<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> Las estimaciones de estos efectos de calendario también pueden verse afectadas negativamente debido a cambios estructurales. Para obtener resultados no sesgados es necesario un ajuste de este tipo de cambios. Un ejemplo de ello es el tratamiento de los efectos de la Semana Santa, que no aparecen en los precios de los paquetes turísticos alemanes a partir de 2023, como consecuencia de un cambio en la metodología estadística. Los factores estacionales y de calendario se han modificado en consecuencia (véase Schnorrenberger *et al.*, 2024).

<sup>7</sup> Esta conclusión también es válida si se excluyen las revisiones de los datos anteriores a marzo de 2019 debido a los cambios metodológicos en el cálculo del índice de precios del componente de paquetes turísticos del IAPC de Alemania. Se ha realizado una revisión de estos datos desde principios de 2015, lo que también afectó a la inflación general de los servicios de la zona del euro (véase Eigsperger, 2019). El elevado rango medio correspondiente a noviembre es el resultado del efecto de las nuevas fuentes de datos para los precios de los vuelos.

## Gráfico B

### Rango histórico del componente de servicios del IAPC ajustado de efectos estacionales y de calendario



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra la tasa de variación intermensual del componente de servicios del IAPC según el método de desestacionalización del BCE (línea naranja), junto con el rango de valores históricos (valor mínimo a máximo) tras la reestimación (área sombreada). El panel b presenta el rango medio de los valores máximo y mínimo de la tasa intermensual del componente de servicios del IAPC (desestacionalizado) para cada mes natural sobre la base de las ventanas históricas de las series a partir de abril de 2016. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

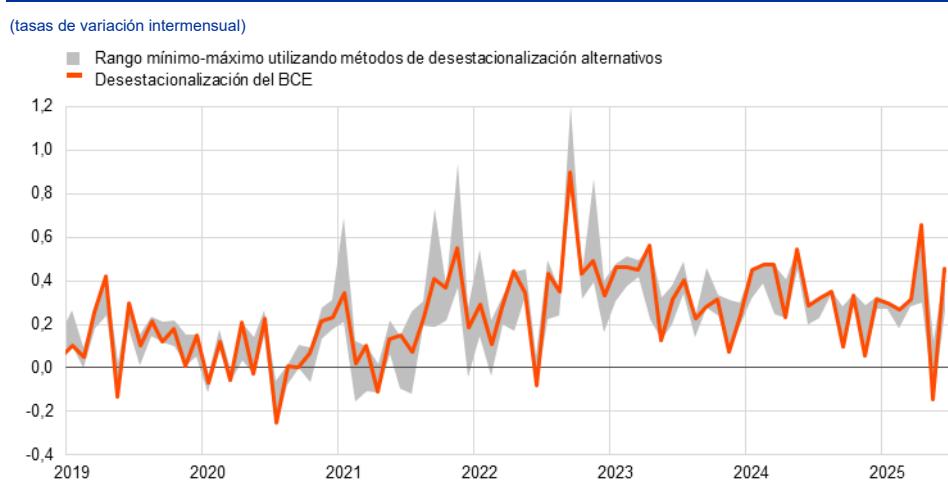
### Además, los resultados ajustados de efectos estacionales y de calendario dependen de la elección del modelo y de la configuración de los parámetros.

Aunque Eurostat formula recomendaciones generales sobre el ajuste estacional, no produce series del IAPC desestacionalizadas y ajustadas de efectos de calendario. Como resultado, los usuarios de los datos pueden adoptar enfoques diferentes con respecto al ajuste estacional. El gráfico C muestra cómo las distintas especificaciones —que afectan a los valores atípicos, a la estimación de tendencias y a los patrones estacionales— pueden alterar significativamente los resultados con respecto al enfoque preferido por el BCE. Según estos métodos alternativos, el rango de diferencias en las tasas de variación del componente de servicios del IAPC ajustadas de efectos estacionales y de calendario es, en promedio, mayor que el rango de diferencias resultantes de los valores revisados. Es posible que estos métodos alternativos hayan eliminado en parte las subidas excepcionales de los precios relacionados con turismo y viajes que se produjeron en abril de 2025 atribuyéndolas, en cierta medida, a la estacionalidad, lo que se ha traducido en unas tasas de variación más bajas para ese mes. En cambio, en el enfoque preferido por

el BCE se mantiene separado el efecto «por encima de la media», al tiempo que solo se extraen los efectos medios de la Semana Santa<sup>8</sup>.

### Gráfico C

#### Rango del componente de servicios del IAPC ajustado de efectos estacionales y de calendario utilizando métodos de desestacionalización alternativos



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la tasa de variación intermensual del componente de servicios del IAPC con arreglo al método de desestacionalización del BCE (línea naranja), junto con el rango (valor mínimo a máximo) según diez especificaciones de ajuste estacional diferentes (área sombreada), todas basadas en los datos históricos más recientes. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

**En general, la volatilidad observada en la dinámica de los servicios desestacionalizados y ajustados de efectos de calendario debería interpretarse con cautela.** El mes de abril de 2025 estuvo marcado por fuertes subidas de los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes. Los procedimientos de ajuste de calendario dependen de los efectos de calendario medios basados en datos actuales y pasados. En el ajuste estacional y de calendario del BCE, la parte superior a la media permanece presente en el valor ajustado de abril de 2025. El efecto se trata como un dato atípico, no como una fluctuación estacional; es mayor que un efecto normal de la Semana Santa, mientras que el efecto medio de este período vacacional se extrae en el ajuste de calendario del BCE. Parte de este incremento podría explicarse por cambios en las preferencias de demanda de servicios turísticos o por una reorientación de dicha demanda del verano a la primavera (como consecuencia del cambio climático), lo que podría alterar la dinámica estacional de forma permanente.

<sup>8</sup> El enfoque preferido por el BCE trata por separado los servicios de Alemania controlando por rupturas estructurales en los precios alemanes de los paquetes turísticos y de los servicios de alojamiento. El tratamiento explícito de los valores atípicos por parte del BCE implica una mayor estabilidad en la estimación de los perfiles estacionales. Los enfoques alternativos, como se muestra en el gráfico C, tienden a verse afectados negativamente por no separar estas rupturas. En general, tener en cuenta las variaciones más *ad hoc* al estimar la estacionalidad tiende a generar una dinámica más suave. Sin embargo, esto puede producirse a costa de revisiones significativas cuando los valores atípicos finalmente resultan ser sustanciales (véase Mehrhoff *et al.*, 2011).

## Bibliografía

- K. Bodnár, A. Fabbri, I. Rubene y Z. Zekaite (2025), «[Las presiones inflacionistas derivadas del ajuste de los precios: situación actual](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- M. Eihsperger (2019), «[Un nuevo método para calcular el índice de precios de los paquetes turísticos en Alemania y su impacto en las tasas de inflación medida por el IAPC](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- Banco Central Europeo (2016), «[Índice Armonizado de Precios de Consumo – Efecto de la Semana Santa y mejora del método de desestacionalización](#)», *Boletín Económico*, número 3.
- Eurostat (2024), «[ESS Guidelines on seasonal adjustment](#)», Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo.
- P. Lane (2023), «[Underlying inflation](#)», ponencia presentada en el Trinity College, Dublín, 6 de marzo.
- E. Lis y M. Porqueddu (2018), «[El papel de la estacionalidad y los valores atípicos en la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- J. Mehrhoff, M. Eihsperger y W. Haine (2011), «[Seasonal adjustment and reliability of euro area GDP - Increased uncertainty in times of unusual developments?](#)», Verein für Socialpolitik – conferencia anual.
- R. Schnorrenberger, P. Schwind y E. Wieland (2024), «[Forecasting HICP package holidays with forward-looking booking data](#)», *Technical Paper*, n.º 04, Deutsche Bundesbank.

## El aumento del gasto en defensa y su impacto en las expectativas de los hogares

Adam Baumann, Cristina Checherita-Westphal, Georgi Kocharkov y Steffen Osterloh

**Las políticas fiscales de la zona del euro se están viendo cada vez más determinadas por el foco en el gasto en defensa en respuesta a la intensificación de las tensiones geopolíticas.** La Conferencia de Seguridad de Múnich celebrada en febrero de 2025, la puesta en marcha de la Estrategia de Preparación de la Unión de la Comisión Europea en marzo y las conclusiones de la Cumbre de la OTAN de junio de 2025 han puesto de relieve el compromiso de los Gobiernos de la UE de incrementar el gasto en defensa<sup>1</sup>. En este recuadro se utilizan datos de las encuestas del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) llevadas a cabo en febrero y en mayo de 2025 con el fin de analizar las expectativas de los hogares de la zona del euro relativas al gasto en defensa, en términos tanto de su impacto económico en sus respectivos países como de sus implicaciones para su bienestar económico personal.

**La mayoría de los hogares espera que los déficits públicos y el gasto en defensa se incrementen (gráfico A).** Según los resultados de la encuesta CES de mayo de 2025, el 66 % de los encuestados cree que el déficit público de su país aumentará en los próximos doce meses, de los cuales casi un tercio anticipa un incremento significativo y solo el 10 % espera que disminuya (primera barra del gráfico A). Una proporción incluso mayor (81 %) de los participantes en la encuesta considera que el gasto en defensa se elevará en los próximos doce meses, y cerca de la mitad (47 %) prevé un crecimiento significativo de este gasto (segunda barra del gráfico A). Es posible que la diferencia entre las expectativas de las dos categorías se explique, en parte, por la forma en que los hogares esperan que se financie principalmente el aumento del gasto en defensa. En concreto, el 43 % de los encuestados opina que la principal fuente de financiación será el incremento de la deuda pública. Al mismo tiempo, el 29 % cree que cualquier incremento del gasto en defensa se financiará reduciendo otros gastos, y el 28 % considera que se hará mediante subidas de impuestos (tercera barra del gráfico A). En principio, estos dos últimos métodos de financiación limitarían un posible aumento del déficit público.

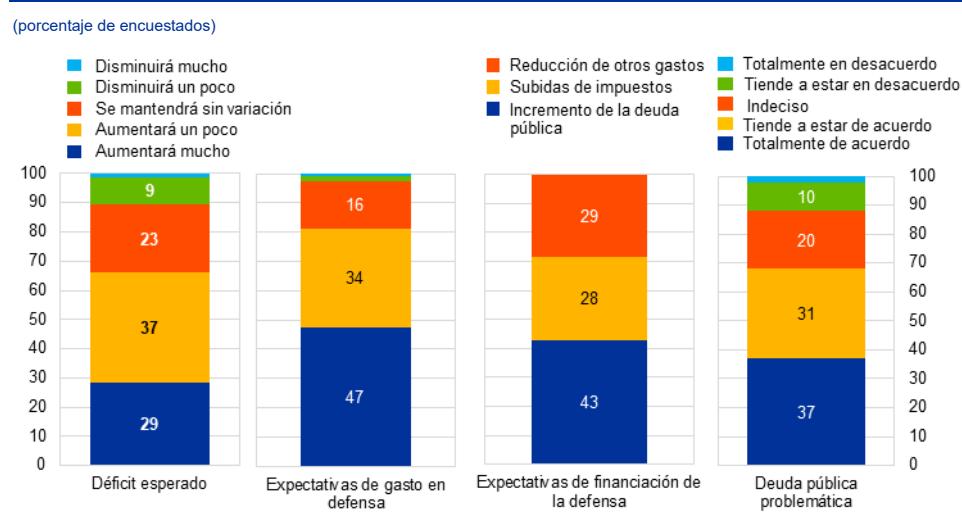
**Una proporción elevada de los hogares considera que el nivel de deuda pública de su país es problemático.** El 68 % de los encuestados tiende a estar de acuerdo o totalmente de acuerdo en que el nivel de deuda pública es un problema importante en su país de residencia, mientras que solo el 12 % está en desacuerdo (cuarta barra del gráfico A). Esta perspectiva refleja, en gran medida, la preocupación derivada de la actual carga de la deuda. Si se analizan conjuntamente, estas percepciones sobre la deuda pública y la financiación del gasto en defensa podrían ayudar a entender mejor los determinantes de las

<sup>1</sup> Para más detalles, véase Checherita-Westphal *et al.* (2025) en este Boletín Económico.

expectativas de los hogares sobre los posibles efectos del aumento del gasto en defensa.

### Gráfico A

#### Expectativas de los hogares sobre cambios en la política fiscal y opiniones sobre la deuda pública



Fuente: Datos ponderados de la CES, mayo de 2025.

Notas: Media ponderada de la zona del euro de las respuestas a la encuesta en los once países de la zona que participan en la CES (véase gráfico C). Los encuestados debían señalar: 1) cómo creen que variará el déficit público en su actual país de residencia en los próximos doce meses; 2) cómo creen que variará el gasto en defensa en su actual país de residencia en los próximos doce meses; 3) en caso de que el gasto en defensa se incrementase, cómo esperan que se financie principalmente, y 4) en qué medida están de acuerdo con la afirmación: «El nivel de deuda pública en mi actual país de residencia es un problema importante».

**Aunque, en general, el impacto en las expectativas derivado de las distintas percepciones sobre el gasto en defensa está siendo limitado por ahora, la mayor parte de los hogares espera que la inflación aumente ligeramente en respuesta al incremento de dicho gasto, mientras que sus expectativas en relación con su efecto en el crecimiento son más variadas (panel a del gráfico B).** Los encuestados debían indicar cómo afectaría a los precios, al crecimiento económico y al bienestar económico de sus hogares un posible aumento del gasto en defensa en el país en el que residen. Una proporción significativa de los hogares (67 %) cree que un mayor gasto en defensa elevará la inflación, y aproximadamente la mitad espera que este aumento sea limitado. Las expectativas sobre los efectos en el crecimiento económico son más variadas y, en general, pesimistas, ya que solo el 27 % de los encuestados anticipa una expansión de la actividad económica y el 33 % prevé que la actividad se mantenga sin cambios, mientras que el 41 % espera que disminuya (de este porcentaje, la mayoría señala que solo experimentará un ligero descenso).

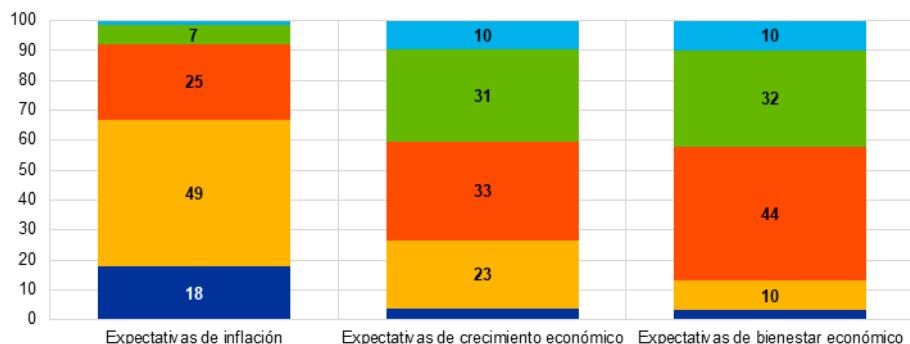
## Gráfico B

### Expectativas de los hogares sobre los efectos del aumento del gasto en defensa

#### a) Efecto esperado del aumento del gasto en defensa en la inflación, el crecimiento económico y el bienestar económico

(porcentaje de encuestados)

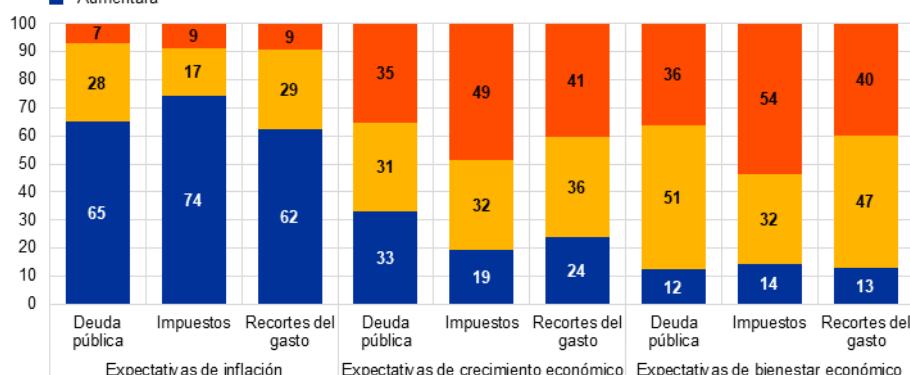
- Disminuirá mucho
- Disminuirá un poco
- Se mantendrá sin variación
- Aumentará un poco
- Aumentará mucho



#### b) Efecto esperado del aumento del gasto en defensa por principal fuente de financiación esperada

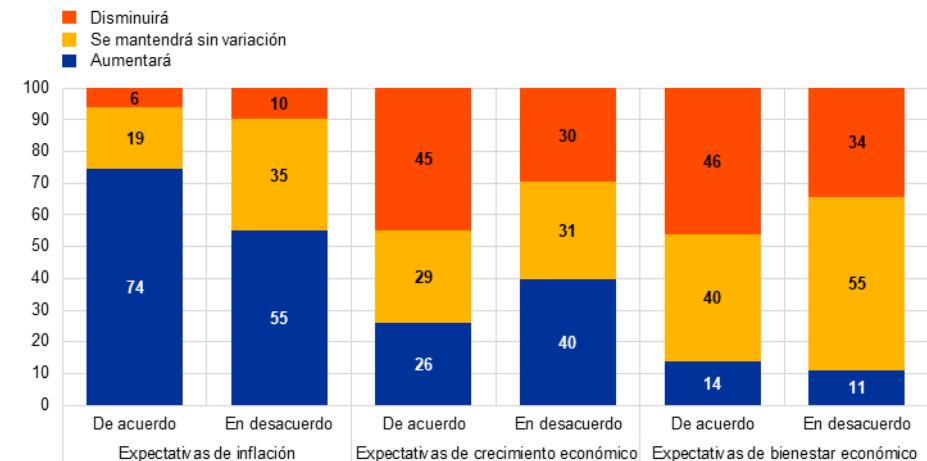
(porcentaje de encuestados)

- Disminuirá
- Se mantendrá sin variación
- Aumentará



c) Efecto esperado del aumento del gasto en defensa en función de la opinión sobre la deuda pública

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Datos ponderados de la CES.

Notas: Panel a: los encuestados debían indicar cómo afectaría a los precios de los bienes y servicios, al crecimiento económico y al bienestar económico de sus hogares cualquier gasto adicional en defensa en su actual país de residencia. «Inflación» se refiere a la variación de los precios de los bienes y servicios. En el panel b se desagregan los resultados del panel a en función de la principal fuente de financiación esperada del aumento del gasto en defensa. En el panel c se desagregan los resultados del panel a en función de si los encuestados están de acuerdo o en desacuerdo con que el nivel de deuda pública es un problema importante en el país en el que residen actualmente. Paneles b y c: las categorías del panel a «Aumentará mucho»/«Aumentará un poco» y «Disminuirá mucho»/«Disminuirá un poco» se agrupan en «Aumentará» y «Disminuirá», respectivamente. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2025.

**Los hogares esperan que su bienestar económico se mantenga prácticamente sin variación.** La mayoría también cree que su bienestar económico no cambiaría (el 44 %) o disminuiría un poco (el 32 %). Esto sugiere que la mayor parte de los hogares no anticipa que los compromisos de gasto en defensa asumidos en los anuncios recientes vayan a mejorar su confianza e incrementar su gasto<sup>2</sup>. Cabe mencionar que los resultados del panel a del gráfico B no varían sustancialmente si la muestra se restringe únicamente a los encuestados que prevén un incremento del gasto en defensa en su país<sup>3</sup>. En cualquier caso, el impacto cuantitativo de las diferentes percepciones sobre el gasto en defensa en las expectativas de inflación y de crecimiento está siendo limitado por ahora.

**Las expectativas de los hogares sobre el impacto del gasto en defensa en la economía y en su bienestar económico están estrechamente relacionadas con su opinión sobre cómo se financiará dicho gasto y sobre el nivel de deuda pública de su país.** Los hogares que creen que el futuro gasto en defensa se financiará con subidas de impuestos son más proclives a esperar que la inflación aumente y a ser pesimistas acerca del consiguiente impacto sobre el crecimiento económico, en comparación con los que opinan que el gasto se financiará mediante emisiones de nueva deuda o recortes de otros gastos (panel b del gráfico B). Es posible que la percepción de los primeros se deba al impacto inflacionista directo y a corto plazo de las subidas de impuestos, en especial de los impuestos indirectos. Este patrón también es más pronunciado entre los hogares que consideran que la

<sup>2</sup> Para un análisis detallado de la confianza de los consumidores de la zona del euro basado en un nuevo indicador, véase Baumann *et al.* (2025) en este Boletín Económico.

<sup>3</sup> Por ejemplo, el porcentaje de encuestados que esperan un aumento cambia del 67 % al 71 % para la inflación y del 27 % al 29 % para el crecimiento económico, mientras que, en el caso del bienestar económico, permanece constante en el 13 %.

deuda pública es un problema significativo en su país (panel c del gráfico B), posiblemente porque interpretan un incremento del gasto en defensa como una señal de mayor incertidumbre geopolítica y de empeoramiento de la situación económica. Además, algunos hogares pueden percibir el incremento del gasto en defensa como una asignación ineficiente de los recursos. Por último, el resultado que indica que una posible acumulación de deuda pública aumenta las expectativas de inflación de los hogares —en particular si la deuda ya es elevada— es acorde con los resultados de otras encuestas<sup>4</sup>.

**En los distintos países, las expectativas relativas a los déficits públicos son notablemente dispares y los resultados de las encuestas de febrero y de mayo difieren en muchos de ellos, reflejo, en líneas generales, de las expectativas sobre el gasto en defensa y su financiación (paneles a y b del gráfico C).** La heterogeneidad entre países sobre las expectativas relativas a los déficits públicos es muy acusada, en general, y el porcentaje de hogares que esperan que el déficit aumente oscila entre el 41 % en Portugal y el 83 % en Alemania, según la encuesta de mayo. Las expectativas de mayores déficits han crecido, en conjunto, desde febrero, pero han evolucionado de forma muy diferente en los distintos países, y los que muestran mayores expectativas de aumento son Alemania y Bélgica (panel a del gráfico C). Esto coincide con los planes del Gobierno alemán de elevar sustancialmente el gasto en los próximos años, sobre todo en defensa e infraestructuras, que principalmente se financiará mediante deuda. Bélgica y otros países también anunciaron alzas similares del gasto en defensa, lo que ha afectado a las expectativas de los consumidores (panel b del gráfico C)<sup>5</sup>. En Grecia, en particular, pero también en Portugal, el porcentaje de encuestados que anticipaban un aumento significativo del déficit público se redujo entre febrero y mayo<sup>6</sup>.

**Las opiniones sobre si el nivel de deuda pública es un problema importante también son muy diferentes de un país a otro, pero se han mantenido prácticamente estables desde febrero (panel c del gráfico C).** Cabe destacar que los Países Bajos, Irlanda y Alemania se encuentran entre los países con el menor porcentaje de encuestados que consideran que la deuda pública es un problema importante, mientras que Italia, Francia y Grecia<sup>7</sup> se sitúan entre los que registran los porcentajes más elevados. Al mismo tiempo, parece que se han producido algunos cambios en las percepciones de los hogares en Alemania (más pesimistas), Grecia y Portugal (más optimistas).

<sup>4</sup> Véanse, entre otros, Coibion *et al.* (2021) para Estados Unidos, y Grigoli y Sandri (2023) para Estados Unidos, Reino Unido y Brasil.

<sup>5</sup> Por ejemplo, el presupuesto federal de Bélgica aprobado para 2025 incluye elevar el gasto en defensa al 2 % del PIB, junto con medidas expansivas más amplias como inversiones en energía nuclear, pero también reformas del sistema de pensiones y recortes del gasto social.

<sup>6</sup> Estos dos países también se incluyen entre aquellos con el porcentaje más bajo de encuestados que espera un aumento significativo del gasto en defensa, reflejo, en general, de los anuncios de sus Gobiernos (cabe señalar que Grecia tiene una de las ratios más elevadas de gasto en defensa en relación con el PIB de la zona del euro).

<sup>7</sup> Grecia también presenta la menor proporción de encuestados (solo el 27 %) que cree que la deuda pública sería la forma más probable de financiar un aumento del gasto en defensa.

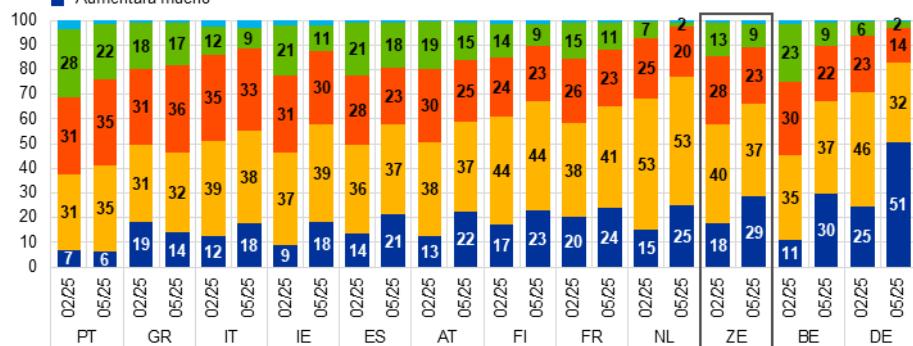
### Gráfico C

#### Expectativas y opiniones de los hogares a lo largo del tiempo y por países

##### a) Variación esperada del déficit público

(porcentaje de encuestados)

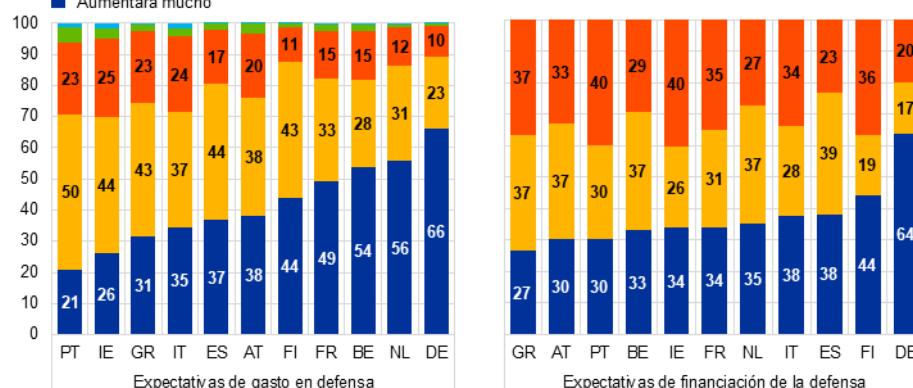
- Disminuirá mucho
- Disminuirá un poco
- Se mantendrá sin variación
- Aumentará un poco
- Aumentará mucho



##### b) Expectativas de variación del gasto en defensa y principal fuente de financiación esperada del gasto en defensa

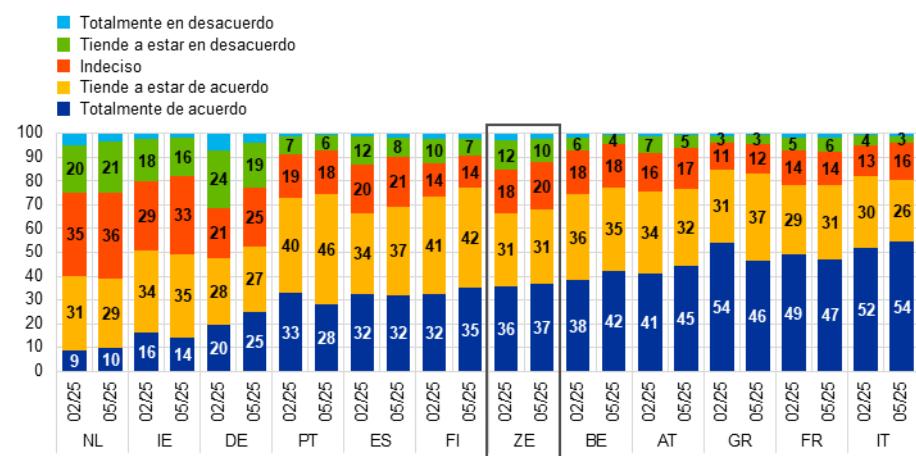
(porcentaje de encuestados)

- Disminuirá mucho
- Disminuirá un poco
- Se mantendrá sin variación
- Aumentará un poco
- Aumentará mucho
- Se recortarán otros gastos
- Se incrementarán los impuestos
- Se incrementará la deuda pública



### c) Opinión sobre si el nivel de deuda pública es un problema importante

(porcentaje de encuestados)



Fuente: Datos ponderados de la CES.

Notas: La zona del euro (ZE) es el agregado de los once países que participan en la encuesta CES. Los países se ordenan en función del porcentaje de encuestados que contestaron: «Aumentará mucho» en mayo de 2025 en el panel a; «Aumentará mucho»/«Se incrementará la deuda pública» en el panel b, y «Totalmente de acuerdo» en mayo de 2025 en el panel c. Las observaciones de los paneles a y c corresponden a febrero y mayo de 2025, y las del panel b, solo desde mayo de 2025.

## Bibliografía

- A. Baumann, L. Caprari, M. Dossche, G. Kocharkov y O. Kouavas (2025), «La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- C. Checherita-Westphal, C. Huber, M. Rodríguez-Vives y G. Müller (2025), «Aspectos fiscales del gasto europeo en defensa: implicaciones para las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro y riesgos asociados», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- O. Coibion, Y. Gorodnichenko y M. Weber (2021), «Fiscal Policy and Households' Inflation Expectations: Evidence from a Randomized Control Trial», *Documento de Trabajo NBER*, n.º 28485, febrero.
- F. Grigoli y D. Sandri (2023), «Public Debt and Household Inflation Expectations», *IMF Working Paper*, n.º 23/66, marzo.

## Aspectos fiscales del gasto europeo en defensa: implicaciones para las proyecciones macroeconómicas de la zona del euro y riesgos asociados

Cristina Checherita-Westphal, Christian Huber, Marta Rodríguez-Vives y Georg Müller

**Se espera que el gasto público en defensa se incremente en la UE en respuesta a la intensificación de las tensiones geopolíticas, en particular tras la invasión injustificada de Ucrania por parte de Rusia.** Esta tendencia se vio reforzada en la cumbre de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) celebrada los días 24 y 25 de junio de 2025, en la que los miembros de la Alianza Atlántica se comprometieron a aumentar el gasto anual en defensa hasta el 5 % del PIB en 2035 destinando el 3,5 % al gasto en defensa en sentido estricto (lo que supone un incremento con respecto al 2 % de la directriz actual) y el 1,5 % al gasto relacionado con la defensa y la seguridad en sentido amplio<sup>1</sup>. Para la mayoría de los países de la UE, el nuevo objetivo implica un alza sustancial del gasto en esta área. La evidencia sugiere una correlación estrecha entre los niveles actuales de gasto en defensa de los países de la UE que forman parte de la OTAN y la proximidad a Rusia —como indicador de los riesgos geopolíticos más inminentes—, pero también entre el gasto en defensa y el espacio fiscal (gráfico A). Según los últimos datos disponibles de la OTAN relativos a sus miembros, el gasto en defensa a escala de la UE se situó en el 2 % del PIB en 2024, mientras que el agregado de la zona del euro fue del 1,9 %<sup>2</sup>. Poco después de la Conferencia de Seguridad de Múnich de febrero de 2025, la Comisión Europea anunció su plan «Preparación 2030», que permite conceder más flexibilidad a los países de la UE —de conformidad con en el marco de gobernanza fiscal de la UE— para facilitar la necesaria reorientación del gasto, y en el que se presentan propuestas para conseguir una mayor eficiencia del gasto y reducir la fragmentación del sector de defensa de la UE a través de adquisiciones conjuntas<sup>3</sup>. En este recuadro se exploran las implicaciones de los nuevos planes de defensa que se han anunciado desde la Conferencia de Seguridad de Múnich para el escenario de referencia de las proyecciones para la zona del euro y los riesgos en torno a dicho escenario para el período 2025-2027,

<sup>1</sup> Véase la [Declaración de la Cumbre de La Haya](#) de 25 de junio de 2025. El 3,5 % del PIB se refiere al gasto en defensa en sentido estricto según la [definición actual de la OTAN](#). El 1,5 % adicional del PIB engloba, entre otras cosas, el gasto destinado a proteger infraestructuras críticas, defender redes, garantizar la preparación y la capacidad de resistencia de la población civil, impulsar la innovación y fortalecer la base industrial conjunta en materia de defensa. La trayectoria prevista en el nuevo plan de inversiones se revisará en 2029.

<sup>2</sup> Cabe señalar que los datos de la OTAN sobre gasto en defensa pueden diferir significativamente de los datos de la UE que figuran en las cuentas nacionales (COFOG, los últimos datos disponibles corresponden a 2023) y que se utilizan para elaborar las proyecciones fiscales y para el seguimiento de las normas fiscales de la UE con arreglo al Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Entre las diferencias metodológicas cabe mencionar, por ejemplo, el uso de la contabilidad según el criterio de caja (OTAN) frente al de devengo (COFOG) y la inclusión de las pensiones militares (OTAN). Para conocer más detalles y una comparación internacional del gasto en defensa, véase López Vicente *et al.* (2024).

<sup>3</sup> Véase el [comunicado de prensa](#) de la Comisión de 19 de marzo de 2025. Para más detalles, incluida una evaluación del impacto de la flexibilidad fiscal adicional sobre la deuda pública, véase Bouabdallah *et al.* (2025).

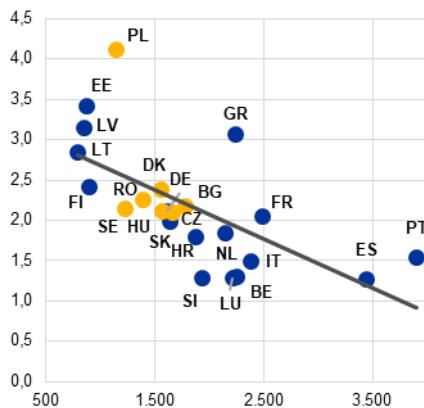
tal y como se recogen en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2025<sup>4</sup>.

### Gráfico A

Gasto en defensa de los países de la UE miembros de la OTAN en 2024 y factores de correlación

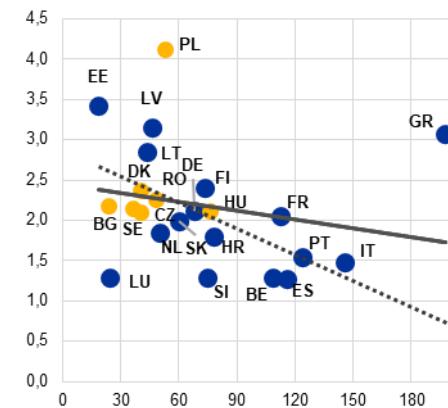
#### a) Distancia de Rusia

(eje de abscisas: distancia de la capital a Moscú como aproximación inversa del riesgo, km; eje de ordenadas: gasto en defensa en 2024, en porcentaje del PIB)



#### b) Deuda pública

(eje de abscisas: deuda pública bruta en 2021, en porcentaje del PIB; eje de ordenadas: gasto en defensa en 2024, en porcentaje del PIB)



Fuentes: OTAN, Comisión Europea (AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: El gasto en defensa que se presenta en el gráfico son estimaciones de la OTAN para 2024 (la última actualización disponible es del 17 de junio de 2024). Los puntos azules indican los países de la zona del euro y los amarillos los países de la UE no pertenecientes a la zona del euro que también son miembros de la OTAN. El panel a muestra un coeficiente de correlación de -0,64 entre el gasto en defensa y la distancia de Rusia. En el panel b, la línea continua de color gris exhibe un coeficiente de correlación de -0,21 entre el gasto en defensa y la deuda pública, mientras que la línea discontinua más pronunciada muestra un coeficiente de correlación de -0,5 si se excluye a Grecia, que tradicionalmente tiene un gasto en defensa elevado por riesgos provenientes de otras fuentes. Los niveles de deuda de 2021 se utilizan como medida del espacio fiscal «inicial», es decir, antes de que Rusia invadiera Ucrania a gran escala a principios de 2022, tras lo cual muchos países incrementaron su gasto en defensa. En términos generales, el uso de las ratios de deuda pública bruta en relación con el PIB de 2024 no modificaría de forma significativa este resultado.

### El impacto fiscal de las nuevas medidas de gasto en defensa anunciadas desde mediados de febrero, tal y como se incorporó en el escenario de referencia de las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2025, asciende al 0,6 % del PIB, en cifras acumuladas, en 2025-2027

(gráfico B). En términos anuales, se prevé que el gasto adicional aumente con el tiempo y alcance el 0,3 % del PIB en 2027 (panel a del gráfico B). El nuevo gasto tiene su origen en ocho países de la zona del euro, y la mayor parte procederá de Alemania. Estas previsiones elevan significativamente los importes ya incluidos en el escenario de referencia desde 2022<sup>5</sup>. Además del gasto nacional en defensa, las nuevas medidas incluyen el apoyo a la defensa de Ucrania (por un importe acumulado ligeramente superior al 0,2 % del PIB en 2025-2027 que se estima que no tendrá un impacto macroeconómico directo en las economías de la zona del euro). En términos de la composición prevista del nuevo gasto nacional en defensa de la zona, más de la mitad se asigna al consumo público —principalmente bienes

<sup>4</sup> Véanse las [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2025](#), que incluyen una primera evaluación de estos planes de defensa (además del nuevo gasto en infraestructuras en Alemania) en el escenario de referencia de las proyecciones.

<sup>5</sup> Estos importes están relacionados con: i) defensa y otros tipos de apoyo relacionado con la guerra, incluido el gasto en ayuda a los refugiados, desde la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, y ii) otros aumentos del gasto en defensa en su mayor medida asociados a contratos firmados antes de la invasión. Junto con el nuevo gasto anunciado desde mediados de febrero de 2025, el impacto fiscal estimado de estas medidas es de alrededor del 0,6 % del PIB en 2027, frente al 0,35 % en 2024.

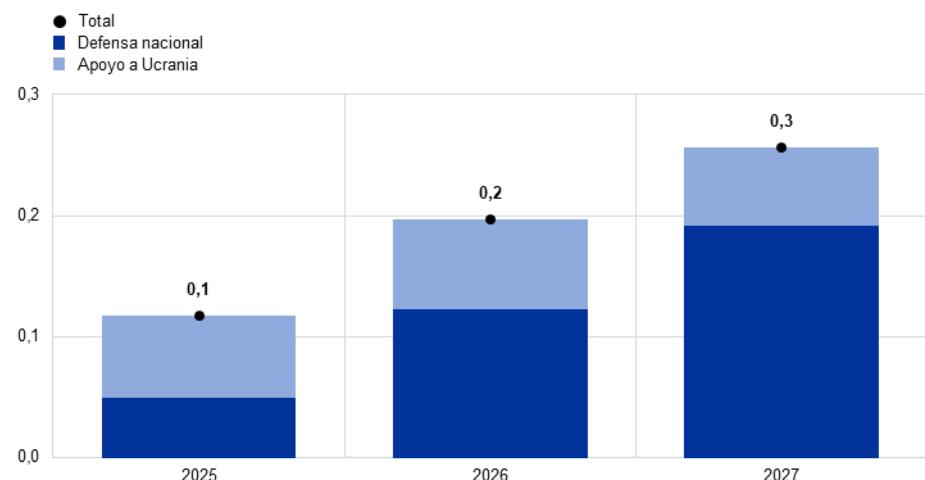
intermedios (en torno al 40 %), seguidos de los gastos en personal (aproximadamente el 15 %)—, mientras que alrededor del 40 % (más que en el pasado reciente) se destina a inversiones (panel b del gráfico B).

### Gráfico B

Estimaciones del Eurosystema sobre el nuevo gasto en defensa – agregado de la zona del euro

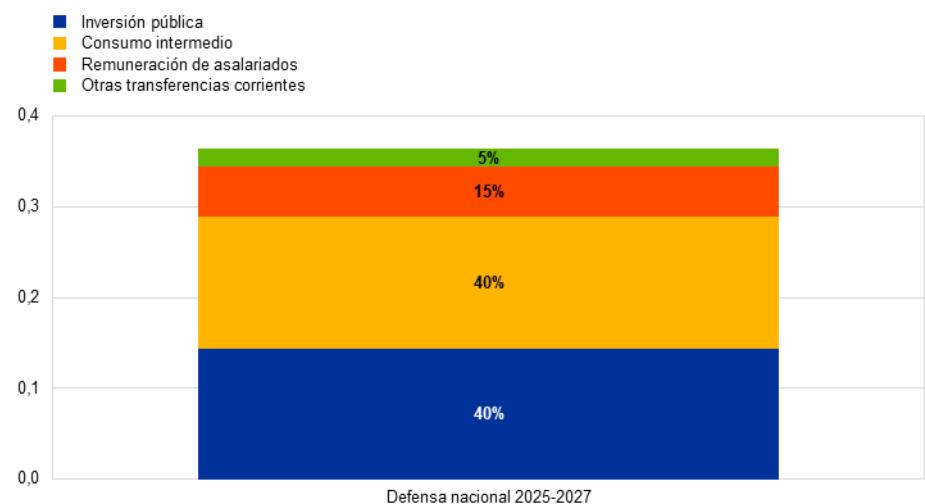
#### a) Magnitud del nuevo gasto en defensa

(en porcentaje del PIB)



#### b) Composición del nuevo gasto nacional en defensa

(eje de ordenadas: en porcentaje del PIB; barras: proporción de cada rúbrica del nuevo gasto, en porcentaje del total)



Fuente: Cálculos del BCE basados en las proyecciones de los expertos del Eurosystema de junio de 2025.

Notas: El panel a muestra las revisiones de las medidas fiscales relacionadas con la defensa efectuadas desde las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2025. El panel b excluye el apoyo a Ucrania (barras de color azul claro del panel a).

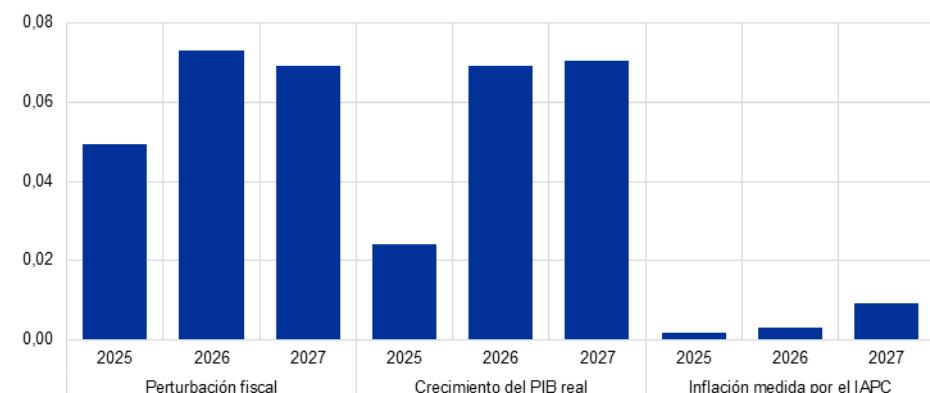
**Se espera que el nuevo gasto en defensa sustente en cierta medida el crecimiento de la zona del euro en el escenario de referencia, en particular en el período 2026-2027, mientras que el impacto sobre la inflación sería débil (gráfico C).** Los expertos del Eurosystema estiman que el efecto en el crecimiento del PIB real será de alrededor de 0,1 puntos porcentuales anuales en el período 2026-2027, con una repercusión limitada en 2025. Se espera que su impacto sobre

la inflación sea limitado durante el horizonte de proyección en ausencia de un vínculo directo con los precios de los bienes de consumo incluidos en el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC)<sup>6</sup>. Es probable que dicho impacto se produzca con retraso y que se intensifique ligeramente en el tiempo a medida que los efectos indirectos se transmitan a través de la demanda interna y de subidas salariales, pero permanecería en niveles reducidos durante el período 2025-2027.

### Gráfico C

#### Estimación de los efectos macroeconómicos del nuevo gasto de defensa – agregado de la zona del euro

(desviaciones con respecto al escenario de referencia en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en las proyecciones de los expertos del Eurosistema de junio de 2025.

Notas: El gráfico muestra los efectos macroeconómicos (crecimiento e inflación) en la zona del euro agregados a partir de los resultados específicos de cada país obtenidos de las simulaciones de modelos macroeconómicos realizadas por los expertos del Eurosistema. La «perturbación fiscal» (utilizada en las simulaciones macroeconómicas) es la variación anual de los niveles de gasto adicional que se muestra en el panel a del gráfico B, excluido el apoyo a Ucrania, que no tiene un impacto macroeconómico directo en las economías de la zona del euro.

**En cuanto a los riesgos para el escenario de referencia, los expertos del Eurosistema evaluaron primero los riesgos asociados al gasto en defensa derivados de los anuncios efectivamente realizados por los Gobiernos a la fecha de cierre de las proyecciones de junio de 2025, que se consideraron relativamente limitados (gráfico D).** En los escenarios de riesgo específicos de cada país, basados en valoraciones de los expertos sobre el gasto adicional en defensa en comparación con el escenario de referencia, su composición y posible financiación, los efectos sobre el crecimiento del PIB real oscilan entre 0,06 puntos porcentuales y 0,12 puntos porcentuales al año durante el período 2026-2027, con un impacto contenido en la inflación. Los efectos del gasto adicional en defensa tienden a ser menores cuando: i) el estímulo se financia parcialmente a través de recortes de otros gastos en lugar de mediante la emisión de nueva deuda pública y ii) el gasto en defensa tiene un contenido importador mayor que el gasto público medio. Por otra parte, dado el actual tensionamiento del mercado de trabajo, el impacto sobre la inflación podría ser más intenso si las rentas del trabajo crecen de forma más vigorosa que en circunstancias normales.

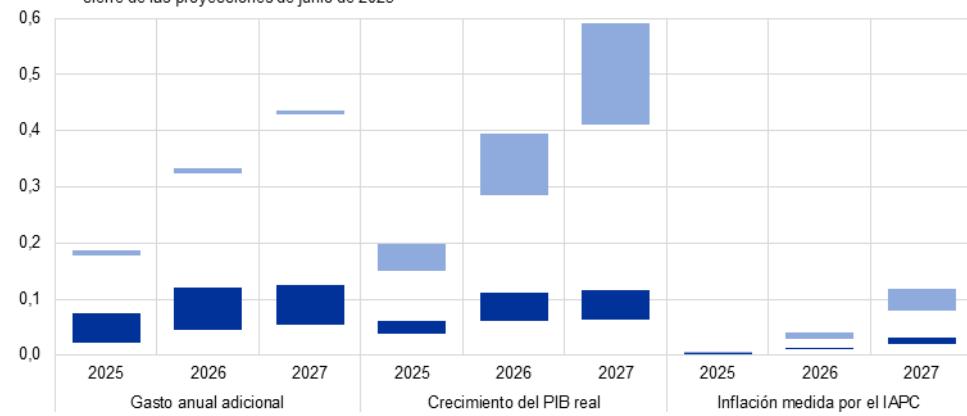
<sup>6</sup> El incremento de la demanda de bienes de defensa puede tener un impacto directo a corto plazo sobre sus precios —que se reflejaría en un aumento de los deflactores del consumo y la inversión públicos— y, por tanto, sobre el deflactor del PIB.

## Gráfico D

### Riesgos para el escenario de referencia de las proyecciones de junio de 2025 derivados del gasto adicional en defensa

(puntos porcentuales del PIB y desviaciones con respecto al escenario de referencia en puntos porcentuales)

■ Rango de los escenarios alternativos para alcanzar un gasto en defensa del 3 % del PIB en 2027  
 ■ Rango de evaluaciones de los expertos del Eurosystema basadas en los anuncios de los Gobiernos a la fecha de cierre de las proyecciones de junio de 2025



Fuente: Cálculos de los expertos del BCE basados en las evaluaciones de riesgos preparadas por los expertos del Eurosystema en el contexto de las proyecciones de junio de 2025.

Notas: Las tres columnas de la izquierda muestran un gasto neto adicional en defensa («perturbaciones» que dan lugar a una relajación fiscal o variaciones anuales). El rango de las barras de color azul oscuro de estas columnas viene dado por los escenarios de gasto adicional en defensa con y sin medidas de financiación compensatorias durante el horizonte de proyección. En los escenarios ilustrativos, las perturbaciones fiscales (barras de color azul claro) se presentan sin medidas compensatorias (financiación completa mediante deuda) durante el período 2025-2027. Los rangos de los distintos resultados macroeconómicos se basan en simulaciones del modelo ECB-BASE, manteniendo sin variación la política monetaria, el tipo de cambio y los diferenciales de tipos de interés en sus valores de referencia y modificando las configuraciones de supuestos de la simulación (grado de contenido importador, tensionamiento del mercado de trabajo y, para los escenarios ilustrativos, efecto rendimiento).

**Además, tomando como base las expectativas de los expertos del Eurosystema sobre los resultados de la cumbre de la OTAN de junio, en los escenarios de riesgo ilustrativos se consideraba un aumento del gasto adicional en defensa que podría dar lugar a efectos de crecimiento más significativos, mientras que el impacto sobre la inflación, aunque mayor, seguiría siendo limitado durante el horizonte de proyección.** En estos escenarios (que también se muestran en el gráfico D), que se utilizaron en la evaluación de riesgos de las proyecciones de junio, se supone un incremento gradual del gasto (orientado en mayor medida hacia la inversión pública) de hasta el 3 % del PIB a nivel agregado de la zona del euro para 2027. Estos escenarios generan efectos más pronunciados sobre el crecimiento del PIB (que se situaría 0,4-0,6 puntos porcentuales por encima del escenario de referencia en 2027) y un impacto algo más acusado sobre la inflación (alrededor de 0,1 puntos porcentuales en 2027). Estos efectos pueden considerarse límites superiores para el período 2025-2027, ya que los escenarios se elaboran de forma que permiten que el gasto adicional en defensa se financie totalmente mediante deuda. Como en las estimaciones descritas anteriormente, el impacto del gasto adicional se simula en diferentes escenarios para obtener un rango de efectos macroeconómicos. En estos escenarios, además del mayor contenido importador del gasto y de un grado de tensionamiento más elevado en los mercados de trabajo, se contempla un alza

moderada de los rendimientos de la deuda soberana, lo que reduce los efectos sobre el producto y la inflación<sup>7</sup>.

**Las estimaciones que se han presentado en este recuadro están sujetas a una incertidumbre considerable.** Además de la incertidumbre en torno a la acumulación efectiva de capacidades de defensa y al gasto fiscal asociado (magnitud, composición y calendario de las medidas), también existe una incertidumbre notable acerca de las estimaciones de los multiplicadores fiscales del gasto en defensa, donde la evidencia empírica es dispar<sup>8</sup>. Por otra parte, el impacto relativamente elevado en el crecimiento —pero reducido en la inflación— del gasto adicional en defensa durante el horizonte de proyección podría justificar un análisis más profundo, considerando, entre otros factores, el posible efecto en las expectativas de los hogares y las empresas<sup>9</sup>. Por último, en el análisis de los riesgos no se tienen en cuenta las posibles tensiones en los mercados financieros si las ratios de deuda pública no se sitúan en una senda descendente a medio plazo, en especial en los países de la zona del euro con altos niveles de endeudamiento y en el caso de que la evolución macroeconómica sea más adversa.

## Bibliografía

- A. Baumann, C. Checherita-Westphal, G. Kocharkov y S. Osterloh (2025), «Higher defence spending and its impact on households' expectations», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal, R. De Stefani, S. Haroutunian, S. Hauptmeier, C. Huber, D. Momferatou, P. Muggenthaler-Gerathewohl, R. Setzer y N. Zorell (2025), «Medium-term fiscal-structural plans under the revised Stability and Growth Pact», *Boletín Económico*, número 3, BCE.
- F. López Vicente, M. Rodríguez-Vives y J. Rojas (2024), «El gasto público en defensa, orden público y seguridad en España y en la Unión Europea», *Boletín Económico*, 2024/T3, Banco de España, artículo 5.
- E. Ilzetzki (2025), «Guns and Growth: The Economic Consequences of Defense Buildups», *Kiel Report*, n.º 2, febrero.

<sup>7</sup> El aumento de los tipos de interés medios a largo plazo de la zona del euro considerado en esta simulación es de magnitud similar al observado cuando se anunció el acuerdo para formar un gobierno de coalición en Alemania en la primavera de 2025.

<sup>8</sup> La literatura empírica sobre los multiplicadores fiscales sugiere que el gasto militar puede tener efectos favorables sobre la demanda a corto plazo, pero —salvo el gasto en investigación y desarrollo— sus efectos en el crecimiento a largo plazo tienden a ser limitados. Sin embargo, las estimaciones de los multiplicadores fiscales varían sustancialmente y es probable que dependan del estado, de la metodología y de la muestra. Entre las revisiones recientes de la literatura, Ilzetzki (2025) considera que existe consenso sobre el hecho de que, en efecto, el PIB aumenta como consecuencia del mayor gasto en defensa, pero el alcance de esta expansión y la posible exclusión del sector privado siguen sin estar claros.

<sup>9</sup> Para más información sobre las expectativas de los hogares, véase Baumann *et al.* (2025) en este *Boletín Económico*.

# Artículos

## 1 Identificación de los costes ocultos de las dependencias críticas

Maria-Grazia Attinasi, Lukas Boeckelmann, Rinalds Gerinovics y Baptiste Meunier

### Conclusiones

**Este artículo arroja luz sobre los riesgos económicos asociados a las dependencias críticas.** Desde la década de 1990, la liberalización del comercio y la especialización de la producción en redes geográficamente dispersas han permitido lograr mejoras de eficiencia sustanciales. Sin embargo, este proceso ha generado dependencias asimétricas porque algunos países han establecido posiciones dominantes en las cadenas globales de suministro (como China en minerales estratégicos como el litio, el magnesio y el cobalto), mientras que otros han pasado a mostrar un grado muy elevado de dependencia de los insumos importados. Estas dependencias generan vulnerabilidades estratégicas, ya que si se ven perturbadas por rivales geopolíticos, los costes económicos pueden ser significativos.

**A medida que las economías avanzadas han incrementado su exposición a los insumos importados, el impacto de las perturbaciones comerciales se ha intensificado considerablemente.** Las consecuencias económicas de los conflictos comerciales son ahora mucho mayores que en décadas anteriores, dado que en la zona del euro y en Estados Unidos los costes asociados a su dependencia de los insumos chinos han aumentado<sup>1</sup>. En cambio, China ha reducido su dependencia de los insumos importados.

**A raíz de las recientes perturbaciones globales, los Gobiernos se están replanteando su enfoque respecto al comercio, que está expuesto cada vez más a la influencia de la geopolítica.** Se pone el foco en los insumos críticos que, aunque tengan un valor reducido, son difíciles de sustituir y pueden elevar la inflación y frenar la demanda de forma drástica en caso de experimentar alteraciones en su suministro.

**Pese a estos riesgos, los costes macroeconómicos de un desacoplamiento total de los bloques geopolíticos probablemente serían superiores a los asociados a las dependencias críticas, y tampoco las eliminarían.** Las simulaciones del modelo sugieren que, si los bloques geopolíticos se desvincularan completamente, el PIB mundial se reduciría hasta un 12 % a largo plazo y la inflación registraría un aumento transitorio de hasta 4 puntos porcentuales el primer año (Goes y Bekkers, 2022; Attinasi *et al.*, 2025a; 2025b). Estos costes se derivan

<sup>1</sup> Esto también sucede con los precios, que no se consideran en este artículo. No obstante, se muestran en López *et al.* (2024) para el shock del gas ruso.

de las pérdidas de producción, de la subida de los precios de los insumos y de las ineficiencias causadas por la fragmentación de los flujos comerciales. Además, las medidas proteccionistas pueden no ser efectivas para acabar con las dependencias, dado que, con frecuencia, estos flujos se desvían a través de terceros países neutrales (Attinasi *et al.*, 2024).

**En consecuencia, las autoridades se enfrentan a una disyuntiva entre reforzar la capacidad de resistencia de las cadenas de suministro y preservar los beneficios de la apertura comercial.** Para abordar este dilema, en lugar de recurrir a un proteccionismo indiscriminado, los Gobiernos deberían adoptar estrategias de reducción de riesgos focalizadas y coordinadas. Esas estrategias deberían tratar de abordar vulnerabilidades concretas preservando al mismo tiempo las ganancias económicas derivadas de la integración global. Este enfoque equilibrado es clave para garantizar tanto la capacidad de resistencia como la prosperidad a largo plazo. Para contribuir al diseño de políticas que se ajusten a dependencias relevantes, un análisis basado en datos como el realizado en este artículo arroja algo de luz sobre cómo identificar las dependencias críticas que no son apreciables en los datos agregados.

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

## La actividad y la formación de precios en los mercados de swaps de inflación de la zona del euro

Benjamin Böninghausen

### Introducción

**Los tipos de los swaps de inflación (ILS, por sus siglas en inglés) son un indicador importante de las expectativas de inflación de los agentes privados.**

Las expectativas de inflación desempeñan un papel fundamental en la ejecución de la política monetaria del BCE, cuyo objetivo principal es mantener la estabilidad de precios en la zona del euro. Esas expectativas son importantes porque influyen en las decisiones de consumo y de inversión de los agentes privados, en la fijación de salarios y precios, y, por tanto, en la inflación observada. Entre los distintos indicadores de las expectativas de inflación de dichos agentes que son objeto de seguimiento por parte del BCE, la compensación por inflación que demandan los inversores informados en los mercados financieros tiene un papel relevante. Como estos inversores utilizan productos financieros para cubrir su exposición a la inflación futura, o para expresar su visión sobre esta, los precios de esos productos pueden proporcionar indicaciones útiles y especialmente oportunas sobre posibles cambios en las perspectivas de inflación. En la zona del euro, los tipos de interés de los contratos de ILS —es decir, productos en los que se intercambia un pago fijo por la inflación observada durante un determinado horizonte en el futuro— son los indicadores de mercado de la compensación por inflación más destacados del conjunto de herramientas de seguimiento con fines de política monetaria<sup>1</sup>.

**Los tipos ILS de la zona del euro se han mantenido muy estables recientemente, tras registrar el período más prolongado de valores elevados y volátiles hasta la fecha (gráfico 1).** En la zona del euro, estos tipos de interés empezaron a subir rápidamente en los distintos plazos a finales de 2021 hasta alcanzar o situarse ligeramente por debajo de máximos históricos observados en el período de elevada inflación que abarcó los dos años siguientes, y posteriormente volvieron a descender en un contexto de volatilidad significativa que se prolongó hasta bien entrado 2023. Tras estos movimientos amplios y volátiles, los tipos ILS de la zona del euro se han mantenido muy estables y en niveles próximos al objetivo de inflación del BCE desde 2024, también a lo largo del ciclo de relajación de la política monetaria del BCE.

**En este artículo se presenta evidencia sobre la actividad y la formación de precios —y, por tanto, sobre el contenido informativo— del mercado de ILS de la zona del euro, en particular durante el reciente período de inflación elevada.** La evolución excepcional de la inflación observada entre 2021 y 2023 hizo que se prestara más atención a las expectativas de inflación y, en consecuencia, a los tipos ILS de la zona del euro, que mostraron una dinámica igualmente excepcional.

<sup>1</sup> Para un análisis más pormenorizado, véase Böninghausen *et al.* (2018).

Aunque esta dinámica podría justificarse fácilmente por la evolución paralela de la inflación observada, algunos observadores expresaron su inquietud por el contenido informativo de los mercados de ILS de la zona del euro. Concretamente, esa inquietud estaba relacionada con las imperfecciones del mercado y los factores «técnicos» que podrían tener un impacto negativo en la calidad de las señales de precios emitidas por dichos mercados de ILS. Los factores técnicos ya se habían resumido previamente y, aplicando un enfoque indirecto se había constatado que, en general, su capacidad explicativa de los tipos ILS de la zona del euro era escasa (Munch Grønlund *et al.*, 2024). En este artículo se complementan y respaldan las conclusiones previas a partir de evidencia directa procedente de datos sobre operaciones, que se basa en la actividad agregada de los mercados y en las implicaciones de los patrones subyacentes de la actividad sectorial para la formación de precios<sup>2</sup>.

### Gráfico 1

#### Tipos ILS *forward* de la zona del euro para una selección de plazos



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El tipo ILS 1a4a es el tipo *forward* a un año dentro de cuatro años. La misma lógica se aplica a la definición de los demás tipos ILS *forward*. Las últimas observaciones corresponden al 9 de julio de 2025.

### Conclusiones

**Los datos de operaciones de derivados sugieren que el contenido informativo de los mercados de ILS de la zona del euro es considerable y que, en todo caso, ha mejorado en los últimos años.** En este artículo se describen los resultados de un análisis pormenorizado de los datos presentados con arreglo al

<sup>2</sup> En este artículo, se considera que los tipos ILS tienen contenido informativo si reflejan, en un momento dado, las opiniones prevalentes sobre la inflación futura de inversores informados. A su vez, se considera que lo anterior es más probable que se cumpla si esos inversores negocian los contratos asociados con frecuencia y en respuesta a noticias relevantes. Así pues, el análisis del contenido informativo no depende de las propiedades históricas de predicción de la inflación de los tipos ILS; véase Chahad *et al.* (2024) para una comparación de la capacidad predictiva de los productos vinculados a la inflación de la zona del euro con la de las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE/Eurosistema. No obstante, en la medida en que los inversores comprometen sus recursos («skin in the game»), cabe esperar que los tipos ILS que reflejen oportunamente sus opiniones también sean buenos predictores de la inflación.

Reglamento Europeo de Infraestructuras de Mercado (EMIR) que proporcionan evidencia detallada y de primera mano sobre la actividad de las contrapartes en los mercados de ILS de la zona del euro. El objetivo es analizar el contenido informativo de los tipos ILS de la zona del euro como medidas de la compensación por inflación. Los datos apuntan a un aumento considerable tanto de la amplitud como de la profundidad de la actividad total. El proceso de formación de precios resultante de la actividad de negociación parece sólido en general y la composición sectorial de la actividad se ha desplazado hacia contrapartes que pueden considerarse más sensibles a los cambios en las perspectivas de inflación. En particular, el peso de la actividad atribuible al sector de los fondos de inversión libre (*hedge funds*) ha aumentado. Todo lo anterior significa que una proporción creciente de las operaciones efectuadas en los mercados de ILS de la zona del euro parece haberse sustentado en la actualización continua de las opiniones sobre las perspectivas de inflación.

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

### 3

## El efectivo sigue vivo... y ¿un tanto rejuvenecido? Diferenciación del uso del efectivo por período, edad y cohorte

Rebecca Clipal y Alejandro Zamora-Pérez

### Introducción

**Uno de los principales enigmas que motiva el estudio de los pagos en la actualidad es la divergencia existente entre décadas de predicciones sobre una sociedad sin efectivo y la realidad empírica del papel que sigue desempeñando el efectivo.** La persistencia de este medio de pago es paradigmática en el caso del euro. El valor del efectivo en euros en circulación alcanzó los 1,59 billones de euros al final de 2024, lo que representa alrededor del 10 % del PIB de la zona del euro (un porcentaje similar al de hace una década) <sup>1</sup>. Aunque el uso transaccional del efectivo —que, según las estimaciones, supone aproximadamente el 20 % de dicha circulación (Zamora-Pérez, 2021)— ha disminuido claramente con la digitalización en curso, esta tendencia ha sido más lenta de lo previsto y la desaparición del efectivo no se ha materializado. Por el contrario, la evidencia muestra que, en 2024, el efectivo se utilizó en alrededor del 50 % de las operaciones realizadas en los puntos de venta físicos, por lo que siguió siendo el medio de pago más utilizado por las personas y el más aceptado por los comercios (Banco Central Europeo, 2024a; Banco Central Europeo, 2024b). Esta capacidad de resistencia contradice décadas de predicciones sobre la desaparición del efectivo (Shy, 2023), lo que sugiere que en la demanda global de dinero físico influyen otros factores más allá de la mera utilidad transaccional.

**¿Qué explica esta persistencia rara vez anticipada del efectivo y cuáles son las perspectivas de futuro del efectivo?** Las predicciones anteriores parecen haber subestimado varios factores que se solapan: 1) la sustituibilidad imperfecta del efectivo por medios de pago electrónicos (Alvarez *et al.*, 2022; Brown *et al.*, 2022), 2) la rigidez de los hábitos de pago, debido a los costes asociados a la adopción de nuevos medios de pago (Van der Cruijsen *et al.*, 2016; Nocciola y Zamora-Pérez, 2024), y 3) el hecho de que el efectivo continúe siendo relevante para diversos grupos demográficos y escenarios de pago (Bagnall *et al.*, 2016), incluidos los usuarios con pleno acceso a los pagos digitales en las economías avanzadas (Zamora-Pérez *et al.*, 2024) y los grupos de riesgo (Van der Cruijsen y Reijerink, 2024)<sup>2</sup>. Las previsiones también se centraron exclusivamente en la

<sup>1</sup> Véase el [cuadro de mando \(dashboard\) del BCE](#).

<sup>2</sup> En este sentido, la literatura académica reciente ha puesto cada vez más en evidencia los costes previamente infravalorados de eliminar o restringir en gran medida el uso del efectivo, por ejemplo se ha destacado el papel que desempeña el efectivo en la moderación del poder de mercado de las entidades de crédito (Lagos y Zhang, 2022), los costes sociales de la retirada de la circulación de las altas denominaciones (Chodorow-Reich *et al.*, 2020) o la pérdida de valor añadido para el consumidor por no disponer de distintos medios de pago (Alvarez y Argente, 2022). En general, se ha constatado que, en algunos casos, los costes sociales de gravar considerablemente el uso del efectivo superan los beneficios sociales (Alvarez *et al.*, 2022).

función del efectivo como medio de pago y subestimaron otras de sus funciones, por ejemplo su rol como depósito valor, que ha ido en aumento<sup>3</sup>. Aparte de estas explicaciones de la capacidad de resistencia general del efectivo, otro factor clave es el uso diferenciado de las diversas funciones del efectivo por grupos de edad. Esta sigue siendo un área menos explorada, que brinda la oportunidad de adquirir una comprensión más profunda, en particular mediante el análisis sistemático de las interacciones entre los grupos de edad adulta o mayores y las transformaciones sociales generales, como la digitalización.

**Este artículo contribuye al debate examinando el papel que desempeña actualmente el efectivo en tres de sus funciones, diferenciando en cada una de ellas los efectos de período, edad y cohorte.** Este artículo se centra en el uso del efectivo en las operaciones diarias, en su función como depósito de valor y en la importancia que las personas otorgan a mantener el efectivo como opción (lo que a veces se denomina «demanda latente de efectivo»). Estos son indicadores clave de la vitalidad del efectivo en la zona del euro. Utilizando datos de la encuesta SPACE (2019, 2022 y 2024) del Eurosistema, se diferencia entre los efectos de período (como las tendencias generales de digitalización o acontecimientos singulares como la pandemia) y los patrones específicos por edad y la dinámica del ciclo de vida de distintas cohortes de nacimiento, con el fin de comprender las causas que explican la relevancia persistente —aunque cambiante— del efectivo. Los resultados muestran efectos de período claros y patrones de edad estables en los cinco últimos años: los jóvenes emplean el efectivo en todas sus funciones y lo mantienen en particular por motivos precautorios, mientras que los grupos de más edad lo utilizan en operaciones con más frecuencia que otros grupos etarios y, en todos ellos, la percepción de la importancia del efectivo ha aumentado.

## Conclusiones

**La evidencia obtenida de tres ediciones de la encuesta SPACE y del marco de edad-período-cohorte arroja nuevos resultados sobre la evolución del uso (transaccional y como depósito de valor) del efectivo y la percepción de su importancia.** Tendencias generales, como la digitalización o la mayor percepción de que el efectivo es importante, y acontecimientos excepcionales —como la pandemia— pueden alterar notablemente el comportamiento de las personas. Además, los efectos de edad y la dinámica del ciclo de vida de generaciones concretas son fundamentales para comprender cómo evolucionan el uso y la percepción del efectivo. La intensa acumulación temporal de efectivo durante la pandemia ilustra cómo las preferencias o percepciones arraigadas pueden manifestarse con fuerza en determinadas condiciones.

**Un aspecto importante para entender la demanda actual y futura del efectivo es que este medio de pago cumple diversas funciones y su utilidad varía significativamente entre los distintos grupos de edad.** Si bien la digitalización de

<sup>3</sup> La evolución reciente del efectivo en euros conlleva una aparente paradoja donde el efectivo total en circulación aumentó al tiempo que disminuyó el uso transaccional en términos relativos (Zamora-Pérez, 2021).

los pagos está reduciendo las operaciones que se realizan en efectivo, la creciente percepción de la importancia del efectivo y su papel como depósito de valor experimentan simultáneamente fluctuaciones sostenidas y causadas por el contexto temporal. Las predicciones de hace 20 años sobre la sustitución rápida o completa del efectivo aún no se han materializado, en parte porque no consideraron las distintas formas en las que el efectivo seguiría siendo útil para las personas. En este artículo se muestra que todos estos indicadores de las preferencias por el efectivo muestran patrones de edad singulares que pueden ayudar a entender mejor la persistencia del uso del efectivo en sus distintas funciones.

**Por ejemplo, la elevada interacción de los jóvenes con el efectivo sugiere que las nuevas generaciones pueden seguir considerándolo útil conforme se incorporan al mercado de trabajo, aunque también deberían tenerse en cuenta los efectos del envejecimiento de la población.** Los jóvenes utilizan el efectivo de forma destacada en sus tres funciones: muestran un uso transaccional medio, desempeñan un papel principal en el uso como depósito precautorio y expresan un firme convencimiento de que el efectivo es importante. Esto indica que el efectivo se considera útil durante las primeras etapas de la independencia financiera. Al mismo tiempo, puede ser que el mayor volumen de transacciones en efectivo que se observa entre las generaciones de más edad en las poblaciones de la zona del euro que están envejeciendo sea una tendencia que frena el ritmo de digitalización. Incluso si cada cohorte se jubilara con un uso menos intensivo del efectivo que su antecesora (efecto de período), las consideraciones demográficas (efectos de edad) podrían implicar una ralentización —no una aceleración— del descenso agregado. Todo esto suscita dudas adicionales sobre la posición maximalista que prevé una fuerte disminución del uso del efectivo en los próximos años.

**Una política de pagos prudente debe entender la utilidad que el efectivo tiene para la sociedad y planificar una larga fase de coexistencia, en la que los billetes y monedas circulan junto con los medios de pago electrónicos, físicos y online.** Aparte de los beneficios indudables de la digitalización y su potencial para aumentar la inclusión financiera, las políticas o estrategias sectoriales que restrinjan indebidamente el acceso al efectivo o que encarezcan su uso corren el riesgo de perjudicar a sectores de la población y de debilitar la resiliencia sistémica; ahora bien, si se ignora el progreso digital, se perderían ganancias de eficiencia. Unas estrategias equilibradas que salvaguarden las infraestructuras esenciales del efectivo y fomenten opciones digitales competitivas, sin dejar de prestar atención a la diversidad demográfica, servirán mejor a la zona del euro a medida que evolucionen los hábitos de pago.

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

© Banco Central Europeo, 2025

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 23 de julio de 2025.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-046-ES-N (edición electrónica)