

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

En su reunión del 11 de septiembre de 2025, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La inflación se sitúa actualmente en torno al objetivo del 2 % a medio plazo y la valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación se mantiene prácticamente sin cambios.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025 presentan un panorama de inflación similar al del ejercicio de junio. Los expertos consideran que la inflación general se situará, en promedio, en el 2,1 % en 2025, el 1,7 % en 2026 y el 1,9 % en 2027. También prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará, en promedio, en el 2,4 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 1,8 % en 2027. De acuerdo con las proyecciones, el crecimiento de la economía sería del 1,2 % en 2025, lo que representa una revisión al alza con respecto al 0,9 % previsto en junio. La proyección de crecimiento para 2026 es ahora ligeramente inferior, situándose en el 1,0 %, mientras que la proyección para 2027 se mantiene sin variación en el 1,3 %.

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. 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

La economía creció un 0,7 % en términos acumulados en el primer semestre de 2025, como consecuencia de la resiliencia de la demanda interna. El patrón trimestral mostró un crecimiento más intenso en el primer trimestre y más débil en el segundo, lo que refleja en parte un adelanto inicial del comercio internacional en previsión de las subidas de los aranceles y una reversión posterior de ese efecto.

Los indicadores de opinión sugieren que tanto las manufacturas como los servicios siguen creciendo, lo que apunta a cierto dinamismo positivo subyacente en la economía. A pesar de que la demanda de mano de obra está moderándose, el mercado laboral sigue siendo una fuente de fortaleza y la tasa de desempleo se

situó en el 6,2 % en julio de 2025, lo que, con el tiempo, debería impulsar el gasto en consumo, especialmente si, como prevén las proyecciones de septiembre de 2025, los ciudadanos ahorran una parte menor de sus ingresos. El gasto en consumo y la inversión deberían beneficiarse de la transmisión de las anteriores bajadas de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno a las condiciones de financiación. La inversión también debería verse respaldada por inversiones públicas sustanciales en infraestructuras y defensa.

Los aranceles comerciales y la incertidumbre asociada contribuyeron a las fuertes fluctuaciones de la actividad económica durante la primera mitad de 2025, y a un adelanto de la actividad, especialmente en Irlanda. Se espera que la desaparición de esos factores en el segundo semestre del año genere una mayor volatilidad, que difuminaría las señales del dinamismo subyacente de la economía de la zona del euro. De hecho, al margen de la volatilidad derivada de las fluctuaciones de los datos de Irlanda, el crecimiento económico en el resto de la zona del euro fue más estable y se prevé que siga siéndolo en el segundo semestre del año. Aunque el nuevo acuerdo comercial entre Estados Unidos y la UE implica un aumento de los aranceles a las exportaciones de la zona del euro a Estados Unidos, ha contribuido a reducir la incertidumbre sobre las políticas comerciales. El impacto general del cambio en el entorno de las políticas a nivel mundial se conocerá con certeza con el paso del tiempo. Más adelante en el horizonte temporal considerado, se proyecta que el crecimiento económico de la zona del euro cobrará fuerza, respaldado por varios factores. El avance de los salarios reales y del empleo, junto con las nuevas medidas de gasto público en infraestructuras y defensa, principalmente en Alemania, debería estimular la demanda interna de la zona del euro. Asimismo, se considera que unas condiciones de financiación menos restrictivas —sobre todo como consecuencia de las recientes decisiones de política monetaria— y un repunte de la demanda externa en 2027 también respaldarán las perspectivas de crecimiento.

Se proyecta que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 1,2 % en 2025, el 1,0 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. En comparación con las proyecciones de junio de 2025, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2025, debido a la publicación de datos mejores de lo esperado y a un efecto de arrastre procedente de las revisiones de datos históricos. Se considera que las desviaciones respecto a los datos esperados se verán compensadas solo en parte en el segundo semestre del año, dado que no todas están relacionadas con un adelanto de la actividad mayor del anteriormente previsto. La apreciación del euro y el debilitamiento de la demanda externa (relacionado, en parte, con unos aranceles algo más elevados que los considerados en las proyecciones de junio) se han traducido en una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales para 2026. La proyección para 2027 se mantiene sin cambios.

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. Un año después de la publicación del informe de Mario Draghi sobre el futuro de la

competitividad europea, sigue siendo crucial seguir sus recomendaciones con más medidas concretas y acelerar su aplicación, en línea con la hoja de ruta de la Comisión Europea. Los Gobiernos deberían priorizar reformas estructurales e inversiones estratégicas que impulsen el crecimiento, asegurando al mismo tiempo la sostenibilidad de las finanzas públicas. Es de crucial importancia completar la unión de ahorros e inversiones y la unión bancaria, aplicando un calendario ambicioso, y establecer rápidamente el marco legislativo para la posible introducción de un euro digital.

Inflación

La inflación interanual se mantiene en un nivel cercano al objetivo del Consejo de Gobierno tras repuntar hasta el 2,1 % en agosto de 2025, desde el 2,0 % observado en julio. La tasa de variación de los precios de la energía se situó en el -1,9 %, tras el -2,4 % registrado en julio, mientras que la inflación de los precios de los alimentos bajó hasta el 3,2 %, desde el 3,3 %. La inflación excluidos la energía y los alimentos se mantuvo constante en el 2,3 %. La inflación de los servicios se redujo hasta el 3,1 %, desde el 3,2 % de julio, mientras que la inflación de los bienes se mantuvo en el 0,8 %.

Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. La tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado descendió hasta el 3,9 % en el segundo trimestre, desde el 4,0 % del trimestre anterior y el 4,8 % del segundo trimestre de 2024. Los indicadores adelantados, incluidos los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a una nueva moderación del crecimiento de los salarios, que unida a las ganancias de productividad, contribuirá a contener las presiones inflacionistas internas, incluso si los beneficios se recuperan desde niveles bajos.

Las nuevas proyecciones de los expertos del BCE presentan un panorama de inflación similar al del ejercicio de junio. Se proyecta que la inflación general, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), fluctúe en torno al 2 % durante el resto de 2025 y que caiga hasta el 1,7 %, en promedio, en 2026, antes de recuperarse hasta el 1,9 % en 2027. La caída en 2026 refleja una moderación gradual adicional de los componentes no energéticos, al tiempo que se espera que la tasa de variación de los precios de la energía siga siendo volátil y que aumente durante el horizonte de proyección, debido en parte al comienzo de la aplicación del nuevo régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE2) en 2027. Se prevé que la inflación de los alimentos se mantenga elevada inicialmente, como consecuencia de los efectos retardados de las anteriores subidas de los precios de las materias primas alimenticias internacionales, pero que se modere hasta situarse algo por encima del 2 % en 2026 y 2027.

Se espera que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descienda desde el 2,4 % en 2025 hasta el 1,9 % en 2026 y el 1,8 % en 2027, a medida que disminuyan las presiones salariales y se modere la tasa de crecimiento

de los precios de los servicios, mientras que la apreciación del euro se transmite al proceso de formación de precios y limita la inflación de los bienes. Un menor crecimiento de los salarios, una vez recuperadas las caídas de los salarios reales registradas anteriormente, junto con una recuperación del crecimiento de la productividad, se traduciría en un avance de los costes laborales unitarios mucho más lento.

En comparación con las proyecciones de junio de 2025, las perspectivas de inflación general medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2025 y 2026 debido a unos datos observados y supuestos relativos a los precios de las materias primas energéticas más elevados, así como a los efectos retardados de la subida de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, que compensan con creces la apreciación del euro. Para 2027 el dato se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales porque se espera que predominen los efectos retardados de la apreciación del euro.

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 están ahora más equilibrados. Aunque los recientes acuerdos comerciales han reducido la incertidumbre, un nuevo empeoramiento de las relaciones comerciales podría frenar en mayor medida 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, una mayor aversión al riesgo y un crecimiento más débil. 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, un aumento del gasto en defensa e infraestructuras mayor del esperado, junto con reformas para mejorar la productividad, contribuirían al crecimiento. La mejora de la confianza empresarial podría estimular la inversión privada. La relajación de las tensiones geopolíticas o una resolución de las disputas comerciales más rápida de lo esperado también podrían elevar la confianza e impulsar la actividad.

Las perspectivas de inflación continúan sujetas a un nivel de incertidumbre mayor del habitual, debido a que el entorno de política comercial sigue siendo volátil en todo el mundo. Una apreciación del euro podría reducir la inflación más de lo previsto. La inflación también podría ser menor si las subidas arancelarias reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro e inducen a los países con exceso de capacidad a incrementar en mayor medida sus exportaciones hacia la zona del euro. Las tensiones comerciales podrían generar mayor volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros, lo que incidiría en la demanda interna y, en consecuencia, también reduciría la inflación. En cambio, una fragmentación de las cadenas de suministro mundiales podría elevar la inflación si presionara al alza los

precios de las importaciones y agudizara las limitaciones de capacidad en la economía interna. Un impulso del gasto en defensa e infraestructuras también podría aumentar la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de la crisis climática, podrían elevar los precios de los alimentos más de lo esperado.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de mercado a corto plazo han aumentado desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno de julio de 2025, mientras que los tipos de interés a más largo plazo se han mantenido prácticamente sin cambios. Sin embargo, las anteriores bajadas de los tipos de interés por parte del Consejo de Gobierno continuaron reduciendo los costes de financiación de las empresas en julio. El tipo de interés medio de los nuevos préstamos a empresas descendió hasta el 3,5 % en julio, desde el 3,6 % registrado en junio. El coste de la emisión de valores de renta fija se mantuvo en el 3,5 %. Los préstamos a empresas crecieron un 2,8 %, algo más vigorosamente que en junio, mientras que las emisiones de bonos corporativos aumentaron hasta el 4,1 %, desde el 3,4 %. El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas permaneció sin variación en el 3,3 % en julio, mientras que el crecimiento de los préstamos hipotecarios repuntó hasta el 2,4 %, desde el 2,2 %.

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

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

Conclusión

En su reunión del 11 de septiembre 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.

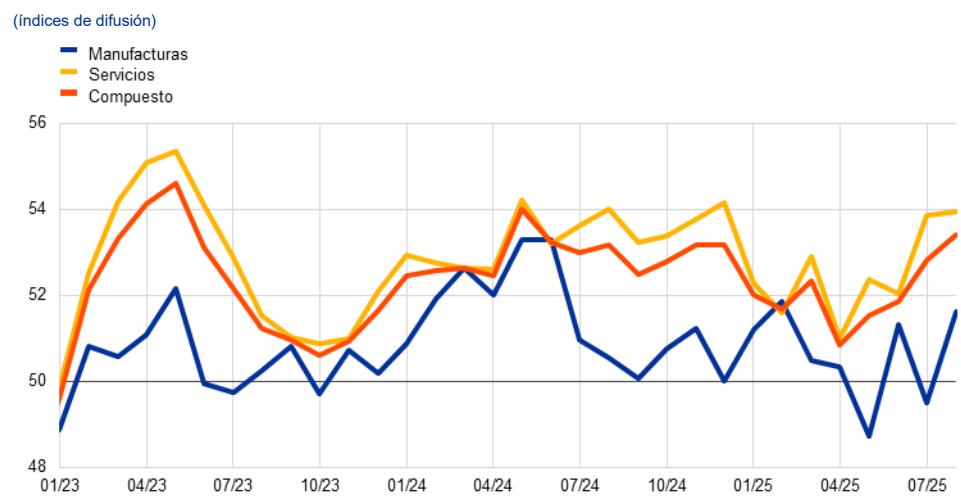
1

Entorno exterior

Se espera que la actividad económica mundial siga siendo estable, pero débil, a corto plazo tras un crecimiento mayor de lo esperado en la primera mitad de 2025 que es poco probable que se mantenga. El avance de las importaciones a escala global disminuiría, dado que iría desapareciendo el efecto del ascenso relacionado con el adelanto de las compras que se observó anteriormente en el año en previsión de las subidas arancelarias. Los aumentos de los aranceles estadounidenses y la incertidumbre todavía elevada están reconfigurando los flujos comerciales en todo el mundo y planteando un riesgo para la logística, aunque parece que las presiones sobre las cadenas globales de suministro permanecen contenidas por el momento. La desinflación parece haberse detenido en algunas economías avanzadas, y la tasa de variación de los precios de los bienes incluidos en la inflación subyacente muestra un dinamismo renovado, particularmente en Estados Unidos. En este contexto, las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025 señalan unas perspectivas de crecimiento mundial más débil en el futuro. Sin embargo, la desaceleración de la actividad global sería menos acusada de lo previsto en las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2025, como reflejo de sorpresas positivas en los datos, mientras que la expansión fiscal en Estados Unidos, la disminución de la incertidumbre en torno a las políticas comerciales y la relajación de las condiciones financieras mundiales amortiguarían el impacto de los aranceles anunciados recientemente. A escala global, se espera que la inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) se modere durante el horizonte de proyección, a pesar del repunte previsto en Estados Unidos en 2026 como consecuencia de los aranceles, la expansión fiscal y la depreciación del dólar estadounidense.

Se espera que el crecimiento mundial (excluida la zona del euro) siga siendo débil, pero estable, a corto plazo. El PIB global aumentó un 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, desde el 0,7 % registrado en el primer trimestre. Si bien la actividad sorprendió al alza en grandes economías, como Estados Unidos y China, reflejó fuertes fluctuaciones de la demanda exterior neta y de las existencias más que la fortaleza subyacente de la economía mundial. Estas distorsiones asociadas al adelanto de las compras —debido al comportamiento precavido de las empresas y de los consumidores en previsión de los aranceles— desaparecerían gradualmente, lo que significa que es improbable que el impulso temporal que proporcionaron a la actividad se mantenga en el segundo semestre del año. Datos recientes confirman esta valoración, y el modelo de previsión a muy corto plazo (*nowcasting*) del BCE apunta a un crecimiento del PIB real más débil en el tercer trimestre. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global mejoró en agosto, respaldado por la recuperación del sector manufacturero, que pasó de estar en terreno contractivo a situarse en 51,6, mientras que la actividad de los servicios se mantuvo, en general, estable en un nivel de 54 (gráfico 1).

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 agosto de 2025.

Se espera un debilitamiento de las perspectivas de crecimiento mundial, aunque menos acusado que lo previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2025. El crecimiento global se ralentizaría durante el horizonte de proyección y caería por debajo de su media anterior a la pandemia (3,6 %) a medida que los aranceles y la incertidumbre en torno a las políticas lastren el consumo y erosionen las perspectivas de inversión. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2025, el PIB real mundial avanzará un 3,3 % en 2025 (frente al 3,6 % en 2024) y el crecimiento continuará disminuyendo hasta el 3,1 % en 2026 antes de registrar una ligera recuperación y situarse en el 3,3 % en 2027¹. Aunque la expansión del PIB real sorprendió al alza en el segundo trimestre de 2025 en grandes economías (como Estados Unidos, China y Reino Unido), los datos económicos recientes apuntan a una contracción de la actividad en la segunda mitad del año, sobre todo en un contexto de debilitamiento de la demanda de mano de obra en la economía estadounidense y de desaceleración de las ventas minoristas y de la inversión en China. Los riesgos que rodean las perspectivas mundiales continúan orientados a la baja, puesto que un recrudecimiento de la guerra comercial podría frenar la actividad. Asimismo, la preocupación por la sostenibilidad de las finanzas públicas en las grandes economías avanzadas puede generar una volatilidad excesiva en los mercados financieros y efectos de contagio negativos en todo el mundo. Por el lado positivo, el éxito en las negociaciones comerciales —particularmente entre Estados Unidos y China— podría evitar una importante escalada de los aranceles y contribuir a reducir la incertidumbre sobre las políticas a escala global.

¹ Para más detalles, véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, septiembre de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 11 de septiembre de 2025.

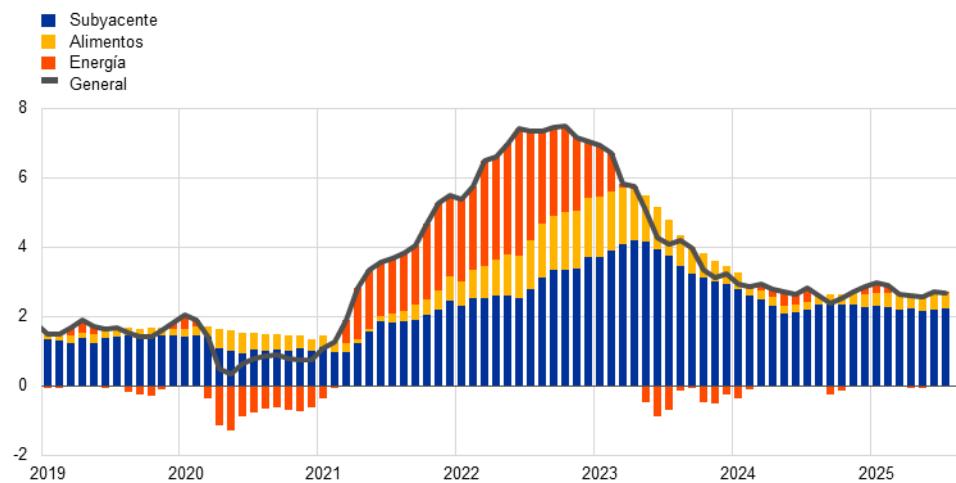
Se espera que el comercio mundial pierda impulso en un contexto de subidas arancelarias y de persistencia de la incertidumbre en torno a las políticas comerciales, pese a la aparente capacidad de resistencia observada en la primera mitad de 2025. El comercio global se ralentizó en el segundo trimestre y se prevé que continuará reduciéndose, contrarrestando el incremento observado en el primer trimestre. El indicador de seguimiento (*tracker*) del comercio del BCE, que se basa en los indicadores de alta frecuencia más recientes, apunta a un debilitamiento de los flujos comerciales en el tercer trimestre con un dinamismo aún negativo en julio y en agosto. Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2025, se espera que el crecimiento de las importaciones mundiales disminuya de forma notable, desde el 4,2 % en 2024 hasta el 2,8 % en 2025 y el 1,5 % en 2026, y que posteriormente se recupere hasta situarse en el 3,1 % en 2027. La acusada desaceleración proyectada refleja la reversión del anterior adelanto de las compras, el impacto de los aranceles y la elevada incertidumbre sobre las políticas comerciales, que frenan la inversión y se traducen en una composición de la demanda mundial menos intensiva en comercio. Dado que se espera que las importaciones estadounidenses repunten tras registrar una contracción en 2026, el comercio internacional se recuperaría ligeramente en 2027, aunque a un ritmo inferior al crecimiento del PIB real global. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema de junio de 2025, el avance de las importaciones mundiales se ha revisado a la baja, sobre todo como consecuencia de los aranceles aplicados recientemente, a lo que hay que sumar la reevaluación a la baja de la intensidad importadora del crecimiento en China. Por último, si bien los aranceles pueden plantear retos de logística, las presiones generalizadas sobre las cadenas globales de suministro se mantienen contenidas en la actualidad. Se observan algunas señales de tensiones en sectores como el del aluminio, el acero y el textil, pero siguen siendo mucho más moderadas que las disruptivas experimentadas durante el período posterior a la pandemia.

La inflación general en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) permaneció por encima del 2 % y la inflación subyacente aumentó ligeramente en julio. Si se excluye Turquía, la inflación interanual medida por el IPC en la OCDE se mantuvo estable en el 2,7 % en julio (gráfico 2). Aunque, en comparación con junio, la tasa de variación de los precios de la energía y la correspondiente a los alimentos retrocedieron en julio (0,6 puntos porcentuales, hasta situarse en el 0,2 %, y 0,1 puntos porcentuales, hasta el 3,4 %, respectivamente), la inflación subyacente aumentó ligeramente hasta el 3,1 %, desde el 3 % observado tanto en mayo como en junio. De cara al futuro, las encuestas PMI sobre los precios de los insumos y de producción están señalando una leve aceleración a corto plazo en las economías avanzadas, impulsada mayormente por la evolución de Estados Unidos.

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

A tenor de las proyecciones, la inflación general interanual medida por el IPC de un amplio grupo de economías avanzadas y emergentes seguirá moderándose a lo largo del horizonte de proyección, a pesar de las presiones inflacionistas en Estados Unidos. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2025, la inflación se ha revisado ligeramente a la baja en grandes economías como Estados Unidos, China e India, debido a la publicación de datos peores de lo esperado en el segundo trimestre. En cambio, las proyecciones de inflación relativas a un grupo amplio de economías avanzadas y emergentes se han revisado al alza para 2026, dado que se espera que las subidas arancelarias y la expansión fiscal intensifiquen las presiones inflacionistas en el país norteamericano. Esto también refleja en parte el retraso en la transmisión de los aranceles, puesto que estos afectaron principalmente a los bienes situados en las primeras fases (*upstream*) de las cadenas de suministro y el anterior adelanto de las compras permitió que las empresas acumularan existencias de bienes sujetos a aranceles. A escala global, la revisión al alza de la inflación general medida por el IPC de Estados Unidos para 2026 se ve compensada en parte por las revisiones a la baja en las economías emergentes, como consecuencia en particular de la dinámica (*momentum*) de la inflación más débil de lo esperado en China y en India. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2025, el índice compuesto global de la inflación general medida por el IPC en las economías avanzadas y en las emergentes se moderará desde el 4 % en 2024 hasta el 3,2 % en 2025, y posteriormente seguirá descendiendo hasta situarse en el 2,9 % en 2026 y en el 2,5 % en 2027².

² Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la inflación general medida por el IPC abarcan un conjunto más amplio de países, en particular grandes mercados emergentes (como China, India, Brasil y Rusia) que no están incluidos en la inflación medida por el IPC de la OCDE.

Los precios del petróleo aumentaron como consecuencia de las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo, mientras que los del gas disminuyeron tras las conversaciones de paz entre Rusia y Ucrania. Los precios del crudo se incrementaron un 1,4 % en el período analizado (del 5 de junio al 10 de septiembre), impulsados por un fuerte aumento después de los ataques militares de Israel y de Estados Unidos contra Irán a mediados de junio. Sin embargo, la subida inicial revirtió en parte porque se redujo el riesgo de una nueva escalada del conflicto. Otras presiones a la baja tuvieron su origen en dos decisiones sucesivas de la alianza OPEP+ de elevar la producción, con lo que puso fin a los recortes de 2,2 millones de barriles diarios introducidos por los países de dicha alianza en noviembre de 2023 a un ritmo que ha sorprendido a los mercados. Los precios europeos del gas se vieron sometidos inicialmente a presiones derivadas de la abundante oferta de gas natural licuado y de la débil demanda interna, que mantuvo los niveles de almacenamiento de gas según lo previsto para alcanzar los niveles adecuados para el próximo invierno. Los precios volvieron a caer tras la reanudación de las conversaciones de paz entre Rusia y Ucrania, registraron su nivel más bajo en más de un año y se redujeron un 14,6 % en el período considerado. Los precios de los metales subieron un 1 %, impulsados por el cobre, dado que los mercados anticiparon la aplicación de aranceles estadounidenses a este metal. No obstante, los incrementos iniciales revirtieron parcialmente después de que Estados Unidos excluyese el cobre refinado de las medidas de forma inesperada, restringiendo los aranceles a los productos semiterminados. Los precios de los alimentos descendieron un 7,7 %, sobre todo debido a la caída de los precios del cacao, que experimentaron movimientos volátiles durante el período como consecuencia de factores relacionados con las condiciones meteorológicas.

En Estados Unidos, componentes básicos del PIB (consumo privado e inversión) registraron una desaceleración en la primera mitad de 2025, mientras que la inflación repuntó en parte por los aranceles. Si bien el crecimiento del PIB real se recuperó hasta situarse en el 0,7 % en términos intertrimestrales en el segundo trimestre (tras una contracción del 0,1 % en el trimestre anterior), estuvo determinado por la fuerte contribución de la demanda exterior neta y por la disminución de las existencias que compensaron en gran medida la anterior dinámica del comercio asociada a los aranceles. En cambio, las ventas finales reales a compradores nacionales del sector privado (excluido el gasto público, la demanda exterior neta y las existencias) siguieron ralentizándose en el segundo trimestre. Se espera que la actividad se modere en el segundo semestre del año a medida que los aranceles, la escasa confianza y la ralentización del crecimiento de la renta real disponible lastren el consumo y la inversión. Esta evolución es acorde con las señales de debilitamiento de la demanda de mano de obra, dado que el número de empleados del sector no agrícola sorprendió a la baja en julio y en agosto, con revisiones considerables a la baja para los meses anteriores también. En términos nominales, la inflación general medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) se mantuvo inalterada en el 2,6 % en julio, mientras que la inflación subyacente medida por el PCE aumentó hasta el 2,8 % (incremento de 0,1 puntos porcentuales con respecto al mes anterior) en un contexto de señales de que los aranceles están empezando a transmitirse a los precios de los bienes incluidos en la inflación subyacente, en

particular en las categorías estrechamente relacionadas con las importaciones sujetas a aranceles (por ejemplo: mobiliario del hogar, productos de uso recreativo). Aunque es posible que los productores y los minoristas de Estados Unidos estén absorbiendo en la actualidad la mayor parte de los incrementos de los aranceles —puesto que los elevados beneficios empresariales y la acumulación preventiva de existencias están actuando como amortiguadores temporales—, se espera que la transmisión de las subidas arancelarias a los precios de consumo aumente con el tiempo. Con este trasfondo, y con las presiones inflacionistas provocadas por la expansión fiscal de Estados Unidos y por la depreciación del dólar estadounidense, las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre de 2025 prevén que la inflación general medida por el IPC se eleve hasta el 3,3 % en 2026, notablemente por encima del 2,8 % en 2025. En su discurso pronunciado el 22 de agosto en Jackson Hole, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, reconoció que los riesgos a la baja para el empleo están aumentando y señaló que el balance de riesgos puede justificar un ajuste de la política monetaria.

En China, el crecimiento de las exportaciones mantuvo su fortaleza, mientras que la demanda interna siguió debilitándose. En general, la economía siguió mostrando vigor en la primera mitad de 2025 en un contexto de sólido avance de las exportaciones, pero perdió impulso en el tercer trimestre debido a que los datos de julio correspondientes a las ventas al por menor, a la producción industrial y a la inversión en activos fijos sorprendieron a la baja. Fuera de los sectores que cuentan con apoyo público, la demanda interna continúa siendo escasa, dado que persiste la debilidad en el mercado de la vivienda y el gasto en consumo distinto del destinado a bienes subvencionados es limitado. Sin embargo, las exportaciones continuaron mostrando dinamismo en julio y deberían seguir mostrando capacidad de resistencia a corto plazo, respaldadas por la ampliación hasta noviembre de la tregua arancelaria entre Estados Unidos y China. Las presiones inflacionistas siguieron siendo reducidas en julio, ya que la tasa de variación interanual de los precios de consumo permaneció estancada en el 0 % (se redujo 0,1 puntos porcentuales con respecto al mes precedente) y la correspondiente a los precios de producción se situó en terreno muy negativo en el -3,6 % (sin variación con respecto al mes anterior). En respuesta, las autoridades intensificaron la campaña «contra la involución» a mediados de 2025 introduciendo medidas más estrictas para frenar la competencia de precios abusivos y el exceso de capacidad, especialmente en sectores «verdes» como la energía solar, las baterías y los vehículos eléctricos. Con todo, sigue sin quedar claro si estas iniciativas serán suficientes para reducir sustancialmente las presiones deflacionistas en el futuro.

En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real se moderó en el segundo trimestre, mientras que la inflación siguió aumentando. La producción se incrementó un 0,3 % en términos intertrimestrales en el segundo trimestre y sorprendió al alza, pero se ralentizó con respecto al primer trimestre, cuando la actividad había estado fuertemente respaldada por el adelanto de la demanda en previsión de los aranceles y las medidas fiscales. De cara al futuro, se espera que la actividad continúe siendo moderada a corto plazo en un contexto de factores adversos globales y de incertidumbre en torno a los presupuestos de otoño, y es probable que las subidas de impuestos previstas afecten a la confianza. La inflación

general interanual volvió a incrementarse hasta situarse en el 3,8 % en julio (0,2 puntos porcentuales más que en el mes anterior), impulsada por la persistente inflación de los servicios, a la que el componente que más contribuyó fue el transporte —en especial la volatilidad de los billetes de avión—. A tenor de las proyecciones, la inflación alcanzará un máximo en el tercer trimestre debido a los cambios en los precios regulados de la energía y posteriormente disminuirá de forma gradual hacia el objetivo. En este contexto, el Banco de Inglaterra redujo el tipo de interés oficial 25 puntos básicos, hasta situarlo en el 4 % en agosto.

2

Actividad económica

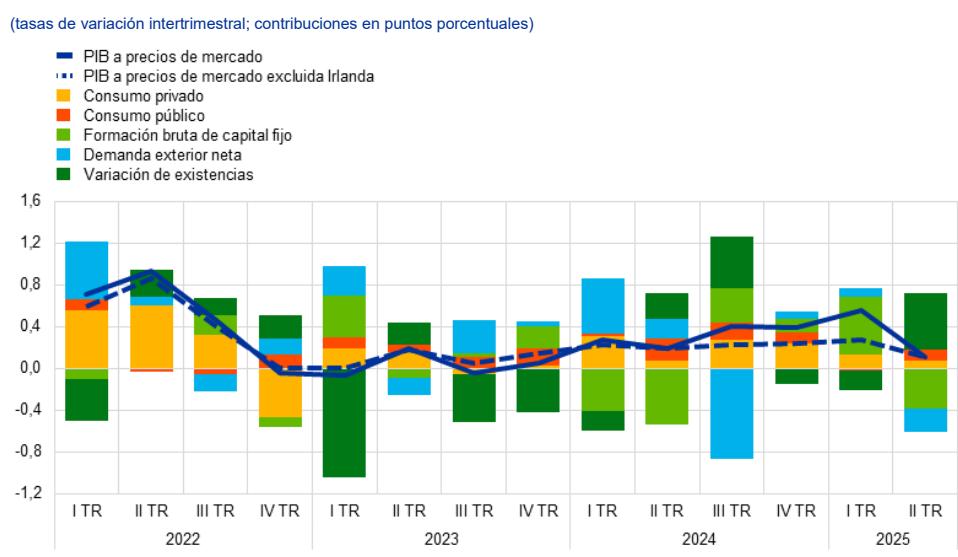
Los aranceles y la incertidumbre asociada contribuyeron a las fuertes fluctuaciones de la actividad económica en el primer semestre de 2025 y a un adelanto de la actividad, especialmente en Irlanda. Tras el buen resultado del primer trimestre, con un avance del 0,6 %, el crecimiento del PIB real se desaceleró en el segundo trimestre y aumentó un 0,1 % en términos intertrimestrales. El empleo creció un 0,1 % en dicho trimestre, al mismo ritmo que el PIB. Desde una perspectiva sectorial, los servicios fueron los que más contribuyeron al crecimiento en ese período, con una tasa de avance similar a la registrada en el primer trimestre. Entretanto, la expansión del sector industrial se ralentizó con respecto al primer trimestre, ya que los efectos del adelanto revirtieron, los aranceles aumentaron y la incertidumbre geopolítica y sobre las políticas comerciales se mantuvo en niveles altos. Los datos de las encuestas de opinión arrojan señales algo dispares, pero, en general, apuntan a una modesta expansión sostenida de la actividad en el tercer trimestre de 2025. Aunque la incertidumbre disminuyó tras el acuerdo comercial entre Estados Unidos y la Unión Europea, continúa siendo elevada en términos históricos, lo que unido a las subidas arancelarias, la apreciación del euro y el aumento de la competencia a escala mundial, está lastrando las perspectivas a corto plazo, en particular las de las manufacturas. Al mismo tiempo, se espera que el avance de los servicios siga siendo el principal motor del crecimiento, dado que los consumidores señalan que continúan gastando en servicios. Si bien el mercado de trabajo se ha moderado en los últimos meses, sigue siendo una fuente de fortaleza. De cara al futuro, el incremento del gasto en consumo, especialmente si los ciudadanos ahoran una parte menor de sus ingresos, junto con las nuevas medidas de gasto público en infraestructuras y defensa, debería estimular la demanda interna de la zona del euro. Además, unas condiciones de financiación menos restrictivas —como reflejo principalmente de las recientes decisiones de política monetaria— también deberían respaldar una recuperación gradual.

Estas perspectivas se reflejan en el escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025, que prevén un crecimiento anual del PIB real del 1,2 % en 2025, el 1 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2025, las perspectivas de avance del PIB se han revisado al alza para 2025 en 0,3 puntos porcentuales, debido a la publicación de datos mejores de lo esperado y a un efecto arrastre procedente de las revisiones de datos históricos. Asimismo, la apreciación del euro y el debilitamiento de la demanda externa se han traducido en una ligera revisión a la baja (de 0,1 puntos porcentuales) de la expansión del PIB en 2026, mientras que las perspectivas para 2027 no se han modificado.

El crecimiento del PIB real se desaceleró en el segundo trimestre de 2025 en un contexto de persistencia de la incertidumbre geopolítica y sobre las políticas comerciales (gráfico 3). Tras el buen resultado del primer trimestre, en parte debido al adelanto de las exportaciones por parte de las empresas en previsión de las subidas arancelarias esperadas, el avance del PIB se desaceleró en el segundo trimestre y aumentó un 0,1 % en términos intertrimestrales, como

consecuencia de la reversión de estos efectos (véase el [recuadro 3](#) sobre cómo dicho adelanto y la incertidumbre han determinado la evolución reciente). Pese a la mayor volatilidad observada en los dos últimos trimestres (relacionada sobre todo con el impacto de los datos relativos a Irlanda), los datos más recientes señalan que el crecimiento de la zona del euro fue positivo por séptimo trimestre consecutivo. La moderada expansión del PIB real de la zona del euro en el segundo trimestre se vio respaldada por el consumo público y privado, así como por la variación de existencias. Al mismo tiempo, las exportaciones y la inversión registraron una contracción, en el caso de esta última como consecuencia de una caída relativamente acusada de la inversión, excluida la construcción, debido a la evolución de los productos de propiedad intelectual en Irlanda. Como las importaciones no crecieron, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento fue negativa en ese período. Desde una perspectiva sectorial, los servicios fueron los que más contribuyeron a la expansión, con una tasa de avance similar a la registrada en el primer trimestre. Entretanto, el crecimiento de la industria se desaceleró con respecto al primer trimestre, como reflejo de la reversión de los efectos del adelanto de las exportaciones y de la subidas de los aranceles. Además, el valor añadido de la construcción disminuyó, compensando con creces el fuerte incremento observado en el primer trimestre.

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

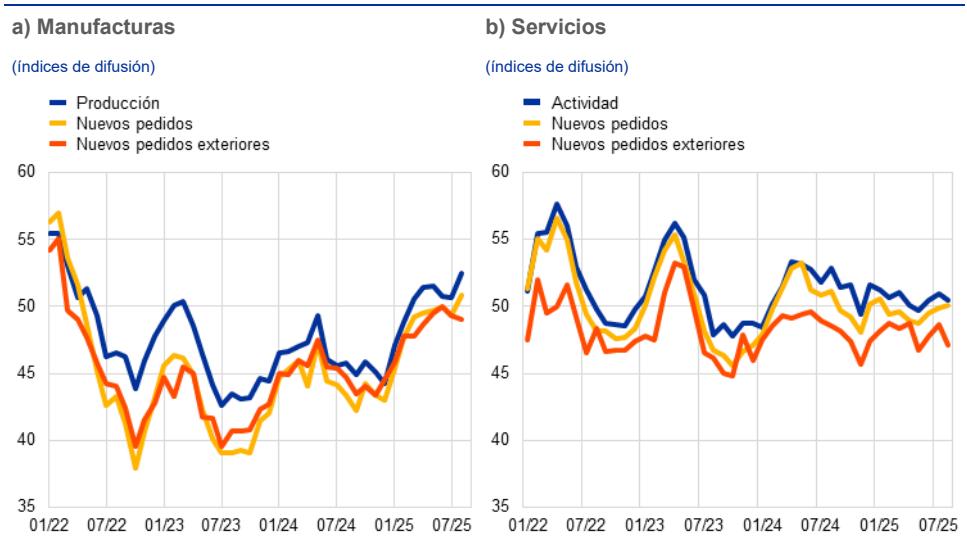


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025.

Los datos de las encuestas arrojan señales algo dispares, pero, en general, apuntan a una modesta expansión sostenida de la actividad en el tercer trimestre de 2025. Los niveles de incertidumbre —todavía elevados—, las subidas arancelarias y la apreciación del euro están lastrando las perspectivas a corto plazo. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad aumentó hasta un valor de 51, en promedio, en julio y agosto (desde 50,4 en el segundo trimestre), lo que señala un ritmo de crecimiento lento, a una tasa aproximadamente igual a la del segundo trimestre. Aunque se considera que el avance de los servicios se ha

ralentizado, aún se espera que este sector sea el principal motor del crecimiento, sobre todo porque su tamaño es mayor que el de la industria. Al mismo tiempo, se espera que la actividad de las manufacturas —que a principios de año fue más dinámica por el adelanto de las exportaciones en previsión de las subidas de aranceles— sea más moderada a corto plazo, aunque los últimos datos muestran cierta mejora (gráfico 4). El PMI de nuevos pedidos presenta un panorama similar, con un avance lento en general. Sin embargo, este indicador, que por naturaleza es más prospectivo, refleja una mejora algo más débil de cara al cuarto trimestre de este año.

Gráfico 4
PMI de distintos sectores de la economía

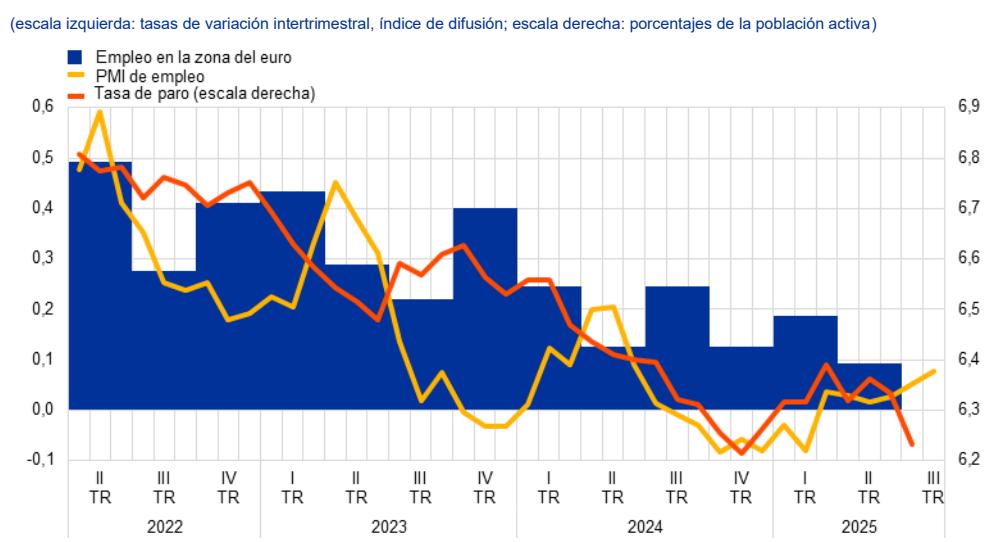


Fuente: S&P Global Market Intelligence.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

El empleo creció un 0,1 % en el segundo trimestre de 2025. Tras aumentar un 0,2 % en el primer trimestre del año, el avance del empleo se ralentizó en el segundo trimestre y se situó en el 0,1 % (gráfico 5). Esta expansión oculta tendencias dispares en la zona del euro. Entre las mayores economías de la zona, el crecimiento del empleo estuvo impulsado en gran medida por España, mientras que apenas varió o fue ligeramente negativo en Alemania, Francia e Italia. Al mismo tiempo, la tasa de paro de la zona del euro descendió hasta el 6,2 % en julio, después de haber permanecido prácticamente estable en ese nivel desde mediados de 2024. La demanda de trabajo siguió disminuyendo, y la tasa de vacantes se redujo hasta el 2,3 % en el segundo trimestre, el mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2019.

Gráfico 5

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



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 segundo trimestre de 2025 para el empleo en la zona del euro, a agosto de 2025 para el PMI de empleo y a julio de 2025 para la tasa de paro.

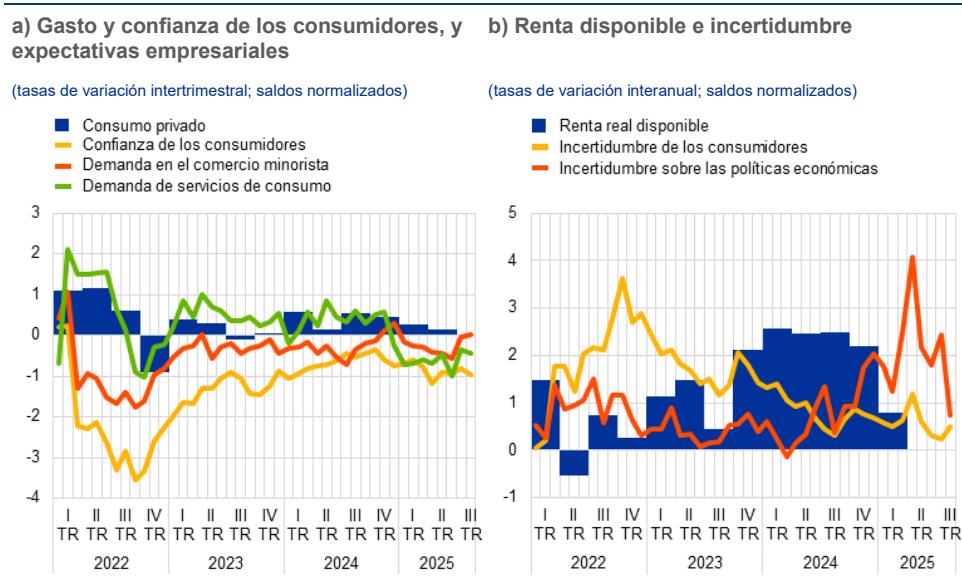
Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento modesto del empleo en el tercer trimestre. El PMI mensual compuesto de empleo aumentó desde 50,5 en julio hasta un valor de 50,8 en agosto, lo que apunta a un ligero avance del empleo en dicho trimestre. El PMI de empleo de los servicios registró un alza y se situó en 51,2 en agosto, desde un nivel de 50,9 en julio, mientras que el correspondiente a las manufacturas descendió de 49,5 a 49,4.

El avance del consumo privado se moderó en el segundo trimestre de 2025, pero los datos de las encuestas de opinión apuntan a cierta mejora del dinamismo del gasto en el tercer trimestre. El consumo privado aumentó un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2025 (panel a del gráfico 6), después de crecer un 0,3 % en el primero. El gasto de los hogares en servicios siguió creciendo, pero el consumo de bienes se estancó, dado que el gasto en bienes de consumo no duradero se redujo. Los datos más recientes apuntan a una mejora del ritmo de crecimiento del gasto de los hogares a corto plazo, con la persistencia de diferencias sectoriales. Mientras que el indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea permanece en niveles reducidos tras el descenso registrado en agosto, su nivel promedio de julio y agosto se sitúa por encima del observado en el segundo trimestre. El comercio minorista disminuyó en julio. Sin embargo, los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda en el comercio minorista y de servicios ponderados por el consumo han mejorado notablemente desde ese trimestre (panel a del gráfico 6) al recuperarse la actividad en los servicios de consumo (véase [recuadro 3](#)). En consonancia con la mejora de las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes observada en julio y agosto, la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

indica también que las relativas al gasto relacionado con las vacaciones siguen siendo elevadas. De cara al futuro, el avance del consumo debería seguir beneficiándose de los anteriores aumentos del poder adquisitivo, en un contexto de condiciones de financiación más favorables y de disminución considerable de la incertidumbre de los hogares sobre su situación financiera tras el máximo alcanzado a finales de 2022 (panel b del gráfico 6). Sin embargo, pese a la mejora observada en agosto, la incertidumbre de política económica en torno a los acontecimientos en todo el mundo (en particular las recientes tensiones comerciales) es generalizada y todavía elevada, por lo que es probable que continúe lastrando la expansión del consumo conforme los hogares ajustan sus hábitos de gasto reduciendo el gasto total o sustituyendo los productos estadounidenses (véase [recuadro 2](#)).

Gráfico 6

Consumo y confianza de los hogares, y expectativas empresariales; renta disponible e incertidumbre



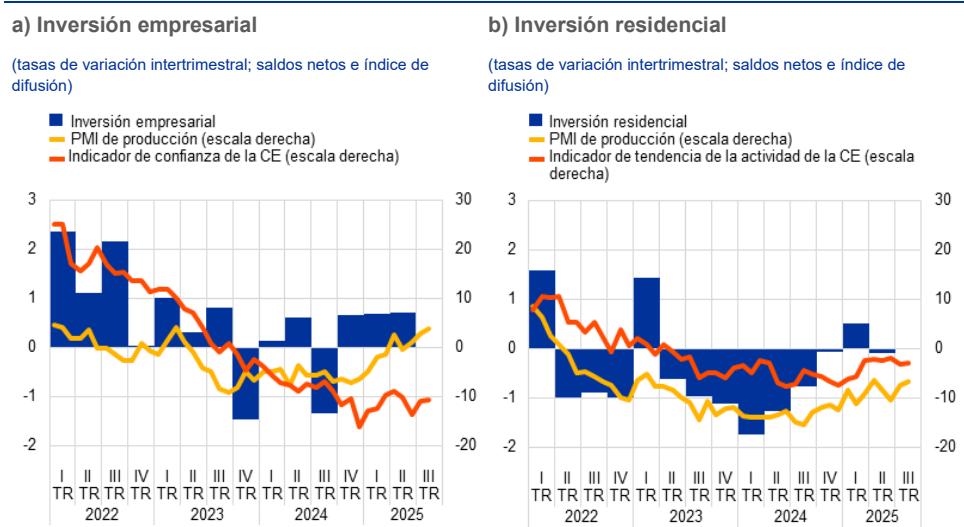
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre la demanda en el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor) y la demanda de servicios ponderados por el consumo se refieren a los tres meses siguientes. La «demanda de servicios de consumo» se basa en los indicadores de expectativas de demanda sectorial de la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea sobre los servicios, ponderados por el peso de cada sector en el consumo privado interno de las tablas *input-output* FIGARO correspondientes a 2022. La serie relativa a la demanda de servicios de consumo se normaliza para el período 2005-2019 y la incertidumbre de los consumidores y la incertidumbre sobre las políticas económicas se normalizan para el período comprendido entre abril de 2019 y agosto de 2025 con respecto a sus medias de 2019, por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las demás series se normalizan para 1999-2019. El indicador de incertidumbre sobre las políticas económicas es la media ponderada por el PIB de las series normalizadas de cada uno de los siguientes países: Alemania, Francia, Italia y España. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025 para el consumo privado, al primer trimestre de 2025 para la renta real disponible y a agosto de 2025 para los demás conceptos.

La inversión empresarial creció de forma vigorosa en el segundo trimestre de 2025, pero se espera que registre una ralentización en la segunda mitad del año. Tras un crecimiento intertrimestral del 0,7 % tanto en el primero como en el segundo trimestre de 2025, se prevé que la inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles en Irlanda) de la zona del euro se mantenga contenida en los próximos trimestres. Los resultados de las encuestas sobre bienes de equipo disponibles hasta agosto son algo dispares, ya que el PMI de producción continúa ascendiendo por encima de 50, pero el índice de sentimiento económico de la Comisión Europea apunta a una actividad falta de dinamismo. Aunque la demanda

interna es favorable, otros factores determinantes de la inversión confirman la debilidad a corto plazo. Por ejemplo, la incertidumbre se ha mantenido en niveles elevados pese a descender ligeramente tras el acuerdo comercial entre Estados Unidos y la Unión Europea alcanzado a finales de julio, y el excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras aumentó de forma modesta en el primer trimestre después de registrar tasas negativas el año pasado. Además del efecto de las subidas de los aranceles, los *earnings calls* (presentaciones de resultados de las empresas) revelan un posible impacto adverso de la apreciación del euro en los beneficios de las empresas. Estos factores podrían frenar la inversión dependiendo de la forma en que las empresas se protejan del riesgo de tipo de cambio, diversifiquen su actividad y ajusten sus márgenes. En este contexto, las quiebras en la zona del euro siguieron aumentando en el segundo trimestre de 2025 y se situaron alrededor de un 25 % por encima del nivel registrado en 2019. Ello refleja tanto el ajuste necesario de los mercados en un período de cambio estructural —ya que las altas de empresas también alcanzaron cotas considerablemente superiores a las observadas antes de la pandemia— como el debilitamiento de las condiciones económicas. Más allá del corto plazo, se considera que el incremento de la demanda y los efectos de contagio del creciente gasto en defensa impulsarán la inversión.

Gráfico 7
Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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

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

La inversión en vivienda se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2025. La inversión residencial se contrajo un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el citado trimestre, tras registrar un crecimiento del 0,5 % en el primero. Entretanto, la actividad de la construcción de edificios y especializada se incrementó un 1,3 %, en promedio, frente a un avance del 0,6 % en el primer trimestre. De cara al futuro, los indicadores de actividad basados en encuestas están transmitiendo señales

disparas sobre las perspectivas de inversión residencial a corto plazo. El indicador de tendencia de la actividad de construcción de edificios y especializada de la Comisión Europea retrocedió levemente, en promedio, en julio y agosto, mientras que el PMI de producción de la construcción residencial experimentó una mejora notable (panel b del gráfico 7). Aunque ambos indicadores permanecieron en terreno negativo, se espera que la inversión en vivienda se recupere moderadamente a corto plazo. Estas perspectivas se sustentan en el aumento continuado de los visados de obra nueva para edificios residenciales, que se incrementaron un 1,1 %, en promedio, en abril y mayo con respecto a la media del primer trimestre, tras los avances registrados en los dos trimestres anteriores. Aunque los visados aún se encuentran en niveles relativamente reducidos, la tendencia sostenida al alza apunta al fortalecimiento de la demanda de nuevas edificaciones residenciales, que se espera que respalte el dinamismo de la inversión en vivienda en el futuro.

El fuerte crecimiento de las exportaciones de la zona del euro asociado a su adelanto revirtió parcialmente en el segundo trimestre de 2025, y es probable que la actividad exportadora haya sido débil durante el verano. Las exportaciones de bienes y servicios disminuyeron un 0,5 % en dicho trimestre. Al igual que sucedió con el crecimiento observado en el primer trimestre, alrededor de la mitad de la caída de las exportaciones de bienes estuvo relacionada con los productos farmacéuticos, sobre todo los procedentes de Irlanda. Los indicadores de opinión apuntan a falta de dinamismo de la actividad exportadora durante el verano. Aunque el acuerdo entre Estados Unidos y la Unión Europea ha reducido algo la incertidumbre sobre las políticas comerciales al fijarse un arancel máximo del 15 % a las importaciones estadounidenses de la mayoría de bienes de la UE, la apreciación del euro seguirá lastrando las exportaciones más adelante. En cuanto a las importaciones, los volúmenes de bienes y servicios importados siguieron siendo reducidos, en general, en el segundo trimestre de 2025 (+0 %), ya que el aumento de las importaciones procedentes de Estados Unidos y China compensó la disminución de las provenientes del resto del mundo.

En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2025, las perspectivas de crecimiento del PIB se han revisado al alza para este año. Ello se debe en parte a la publicación de datos mejores de lo esperado. Al mismo tiempo, las perspectivas de crecimiento para 2026 se han revisado ligeramente a la baja como consecuencia de la caída de la competitividad derivada de la apreciación del euro y del debilitamiento de la demanda externa. Ahora se espera que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 1,2 % en 2025, el 1 % en 2026 y el 1,3 % en 2027. Los aranceles y la incertidumbre asociada contribuyeron a las fluctuaciones de la actividad económica durante la primera mitad del año, y se espera que limiten el crecimiento a corto plazo. Sin embargo, a medida que los exportadores se adapten al nuevo acuerdo comercial entre Estados Unidos y la Unión Europea, y la incertidumbre sobre las políticas comerciales disminuya, es probable que el crecimiento se recupere. De cara al futuro, el aumento de los salarios reales y del empleo, así como las nuevas medidas de gasto público en infraestructuras y defensa, deberían estimular la demanda interna de la zona del euro. Unas condiciones de financiación

menos restrictivas —principalmente como reflejo de las recientes decisiones de política monetaria— y el repunte esperado de la demanda externa más adelante en el horizonte temporal considerado también deberían respaldar la actividad económica.

3

Precios y costes

La inflación general de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), continúa en un nivel próximo al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Según la estimación de avance de Eurostat, aumentó hasta el 2,1 % en agosto de 2025, desde el 2 % registrado en julio³. Este incremento obedeció principalmente a la subida de la tasa de variación de los precios de la energía, que compensó con creces el descenso de la inflación de los alimentos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), no varió, lo que reflejó la disminución de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios y la estabilidad observada en la inflación de los bienes industriales no energéticos. Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo compatibles con el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo. El crecimiento de los salarios continúa moderándose, dado que la tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado se redujo hasta situarse en el 3,9 % en el segundo trimestre de 2025, frente al 4 % del trimestre anterior y al 4,8 % del segundo trimestre del año pasado, así como frente al 5,7 % del segundo trimestre de hace dos años. 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 BCE.

Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025 muestran un panorama de inflación similar al de las proyecciones de junio de 2025 y prevén que la inflación general se sitúe, en promedio, en el 2,1 % en 2025, el 1,7 % en 2026 y el 1,9 % en 2027⁴.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 2,1 % en agosto de 2025, desde el 2 % registrado en julio (gráfico 8)⁵. Este aumento se debió a que la tasa de variación interanual de los precios de la energía se incrementó hasta el -1,9 % en agosto, desde el -2,4 % de julio, sobre todo como consecuencia de efectos de base al alza, es decir, la inflación interanual de la energía creció, mientras que los precios energéticos disminuyeron en términos intermensuales. Aún no se dispone de un desglose detallado para agosto, pero los datos de julio muestran un ascenso de las tasas interanuales de los precios de la electricidad y de los combustibles para transporte —aunque estos últimos permanecieron en terreno negativo—, mientras que los precios del gas descendieron. La tasa de variación de los precios de los alimentos se redujo hasta el 3,2 % en agosto, desde el 3,3 % de julio, debido al descenso (del 2,7 % al 2,6 %) de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados, que no fue totalmente compensado por el aumento (del 5,4 % al 5,5 %) de la inflación de los alimentos no elaborados. La inflación medida

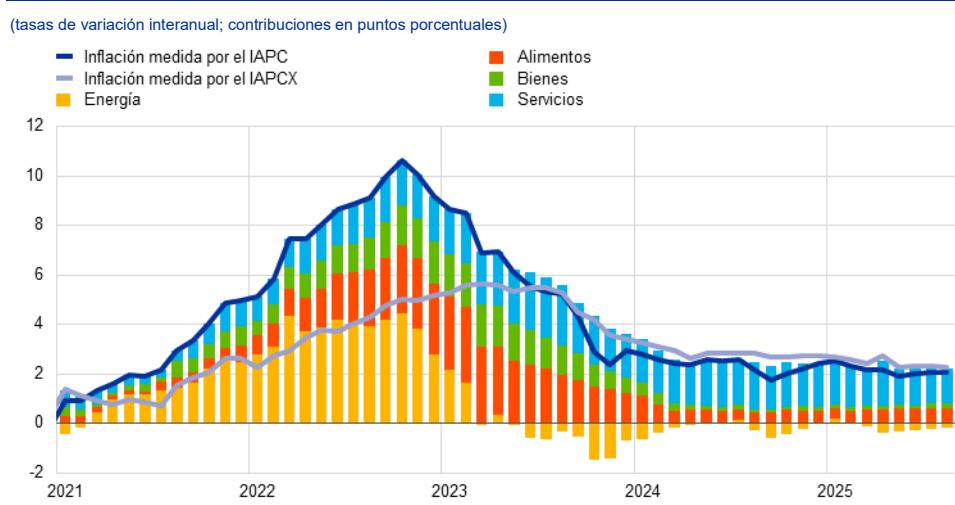
³ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 10 de septiembre de 2025. El 17 de septiembre de 2025, Eurostat confirmó que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2 % en agosto, por lo que revisó a la baja su estimación de avance en 0,1 puntos porcentuales, hasta el 2,1 %.

⁴ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 11 de septiembre de 2025.

⁵ Véase en la nota 1 a pie de página información más detallada sobre la revisión de la tasa de inflación medida por el IAPC correspondiente a agosto tras la publicación de los datos completos del IAPC el 17 de septiembre de 2025.

por el IAPCX se mantuvo inalterada en el 2,3 % en agosto por cuarto mes consecutivo porque el ritmo de avance de los precios de los bienes industriales no energéticos no varió y fue del 0,8 %, pese a la ligera caída de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios desde el 3,2 % hasta el 3,1 %. Esta última tasa ha seguido una senda descendente en los últimos meses. Teniendo en cuenta la descomposición de julio, la disminución de la inflación de los servicios obedeció sobre todo a la reducción de la tasa de variación de los precios de los servicios recreativos, en especial los de alojamiento, los de restauración y los paquetes turísticos.

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 agosto de 2025 (estimación de avance de Eurostat).

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron, en general, sin variación en julio y en agosto de 2025. En julio, el rango de indicadores de la inflación subyacente permaneció relativamente estable entre el 2,1 % y el 2,6 %⁶. Casi todos los indicadores basados en la exclusión de componentes, entre ellos la inflación medida por el IAPCX, excluidos los servicios de turismo y viajes, los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), y las medias recortadas al 10 % y al 30 %, continuaron en los mismos niveles en julio, es decir, en el 2,5 %, el 2,1 % y el 2,3 %, respectivamente. Las excepciones fueron el indicador de la mediana ponderada, que aumentó hasta el 2,6 % en julio desde el 2,3 % de junio, y la inflación interna, que disminuyó ligeramente —del 3,7 % al 3,6 %— en el mismo período, en consonancia con la reciente moderación de la inflación de los servicios. Por lo que respecta a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se elevó levemente hasta el 2,2 % en julio, desde el 2,1 % de junio, y el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, se redujo hasta el 2,5 % en julio después de permanecer en el 2,6 %

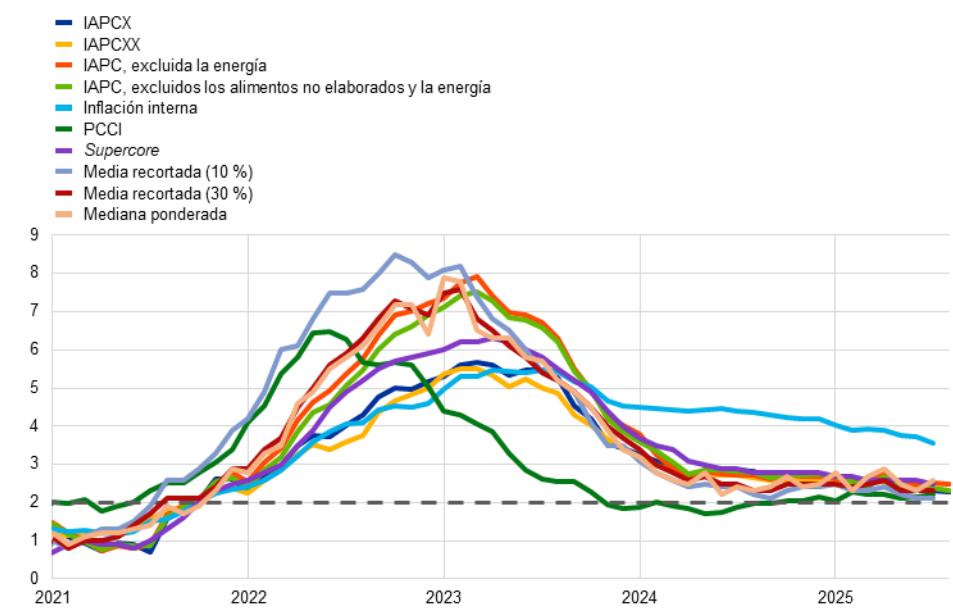
⁶ El último mes para el que se dispone de todos los indicadores es julio de 2025. El rango excluye la inflación interna.

durante cuatro meses consecutivos. La mayoría de los indicadores basados en la exclusión de componentes disponibles para agosto se mantuvieron prácticamente estables.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



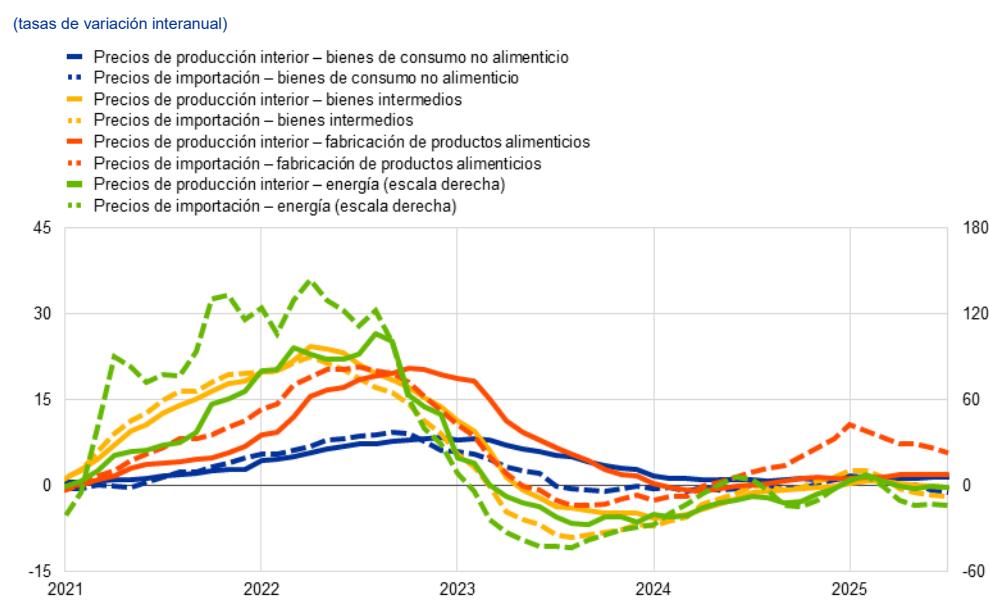
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

La mayoría de los indicadores de las presiones latentes señalan que continúa la relajación gradual en las fases iniciales del proceso de formación de precios, mientras que las condiciones en las últimas fases se mantienen prácticamente sin variación (gráfico 10). En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de la energía se redujo hasta situarse en el -1,2 % en julio de 2025, desde el 0 % observado en junio, muy por debajo del máximo del 7,8 % alcanzado en febrero. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores continuó la senda descendente registrada desde febrero, hasta situarse en el -0,3 % en julio, frente al -0,1 % de junio. En las fases posteriores del citado proceso, la tasa de variación de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio aumentó ligeramente hasta el 1,6 % en julio, desde el 1,5 % de junio, mientras que la correspondiente a la fabricación de productos alimenticios permaneció inalterada en el 1,9 % en julio. La tasa de crecimiento de los precios de importación de los alimentos elaborados también continuó disminuyendo desde el máximo del 10,6 % registrado en enero y cayó hasta el 5,9 % en julio, desde el 6,6 % de junio. En el caso de los bienes intermedios, la tasa de avance interanual de los precios de importación se mantuvo en terreno negativo y descendió desde el -1,5 % en junio hasta el -1,8 % en julio. La evolución de la energía fue similar, dado que la tasa de crecimiento interanual de los precios de importación se redujo hasta el -13,1 %, desde el -12,7 %, en el

mismo período. En conjunto, la tasa de variación de los precios de importación ha registrado un descenso notable desde los máximos alcanzados anteriormente en el año, lo que señala una disminución de las presiones inflacionistas derivadas de la relajación de las presiones de las cadenas de suministro exteriores, además de reflejar la apreciación del euro.

Gráfico 10
Indicadores de presiones latentes

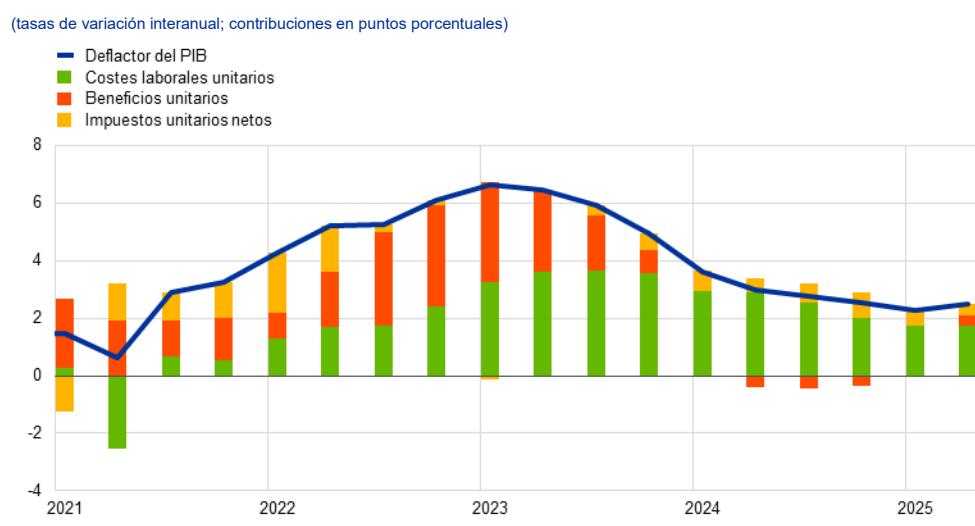


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
 Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2025.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, aumentaron y se situaron en el 2,5 % en el segundo trimestre de 2025, en comparación con el 2,3 % del primer trimestre (gráfico 11). El incremento de la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB refleja una contribución mayor de los beneficios unitarios, que compensó la menor aportación de los costes laborales unitarios y de los impuestos unitarios netos. La ligera moderación de los costes laborales unitarios es consecuencia del menor ritmo de avance de la remuneración por asalariado, cuya tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 3,9 % en el segundo trimestre de 2025, desde el 4 % del trimestre anterior. Al mismo tiempo, este retroceso indica una caída de la tasa de avance interanual de la deriva salarial (hasta situarse en el -0,3 % en el segundo trimestre de 2025, desde el 1,2 % del trimestre precedente), que se vio compensada en parte por el incremento de la tasa de crecimiento de los salarios negociados (del 2,5 % al 4 % en el mismo período). Este aumento refleja una tasa de avance de los salarios negociados baja en el primer trimestre de 2025, que en parte fue atribuible a los efectos de base negativos derivados de los elevados importes de los pagos excepcionales efectuados en el primer trimestre de 2024, un factor que ya no influye en 2025. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que incluyen datos sobre convenios colectivos negociados hasta el final de agosto de 2025— sugieren que las presiones sobre el avance de los salarios se relajarán

en la segunda mitad de 2025 y se estabilizarán en el primer semestre de 2026⁷. Se espera que esta moderación adicional refleje la normalización de las negociaciones salariales, tras un período de demandas de subidas sustanciales de los salarios con el objetivo de lograr restablecer (aunque solo gradualmente) el poder adquisitivo de los trabajadores con respecto al cuarto trimestre de 2021. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025, el crecimiento de la remuneración por asalariado se situará en el 3,4 %, en promedio, en 2025 y seguirá moderándose hasta el 2,7 % en 2026.

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 segundo trimestre de 2025.

En el período transcurrido desde la reunión del Consejo de Gobierno de julio apenas se observaron cambios en los indicadores de mercado y de opinión de las expectativas de inflación a largo plazo. Los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo se mantuvieron, en general, estables en niveles inferiores al 2 % (gráfico 12). Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2025 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de septiembre de 2025, la media y la mediana de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron en el 2 %. Las expectativas a más corto plazo basadas en indicadores de opinión para 2025 también se mantuvieron en torno al 2 %, pero experimentaron ligeros cambios que reflejaron datos recientes y variaciones de los precios de las materias primas energéticas. El tipo swap de inflación a un año dentro de un año, un indicador de mercado de la compensación por inflación a corto plazo, permaneció, en general, estable en torno al 1,8 % y aumentó 7 puntos básicos desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio, dado

⁷ Para más información, véase la nota de prensa titulada «[Publicación de nuevos datos: las señales tempranas de los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios sugieren que las presiones salariales disminuirán y serán más estables en el primer semestre de 2026](#)», publicada en el sitio web del BCE el 17 de septiembre de 2025.

que los precios del petróleo algo más altos presionaron al alza las expectativas de inflación a corto plazo, compensando el impacto a la baja de la apreciación del euro. A medio y a largo plazo, el ligero ascenso de la compensación por inflación refleja, sobre todo, el aumento de las primas de riesgo de inflación. Como resultado de esta evolución, los tipos *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, ajustados por dichas primas de riesgo, se situaron próximos al 2 %.

Las percepciones de los consumidores sobre la inflación pasada y sus expectativas de inflación a corto plazo se mantuvieron estables en julio de 2025, mientras que sus expectativas a medio plazo aumentaron levemente (gráfico 12). Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de julio de 2025, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores también permaneció estable en el 3,1 % por sexto mes consecutivo. La tasa mediana de la inflación esperada para los doce meses siguientes tampoco varió y se situó en el 2,6 %, considerablemente por debajo del 3,1 % registrado en abril de 2025. Sin embargo, la tasa mediana de la inflación esperada a tres años vista se incrementó ligeramente hasta el 2,5 % en julio, desde el 2,4 % de junio.

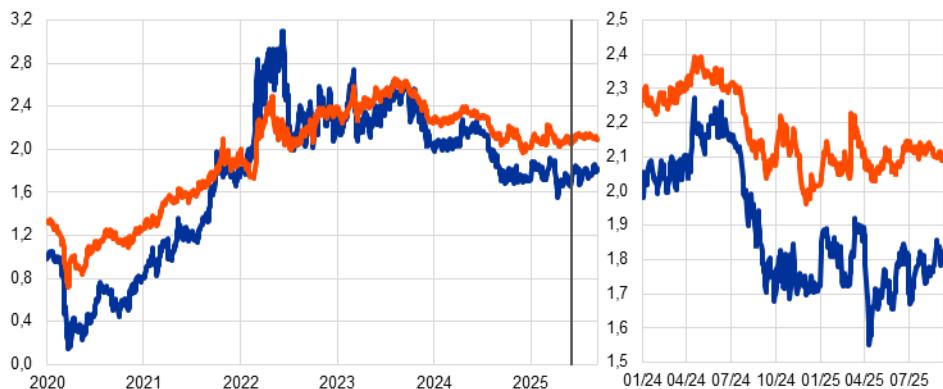
Gráfico 12

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

a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)

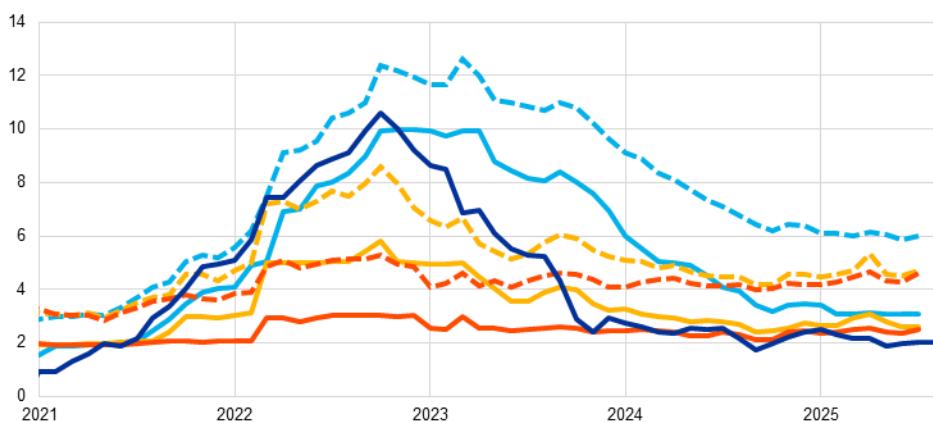
- A un año dentro de un año
- A cinco años dentro de cinco años



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

(tasas de variación interanual)

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



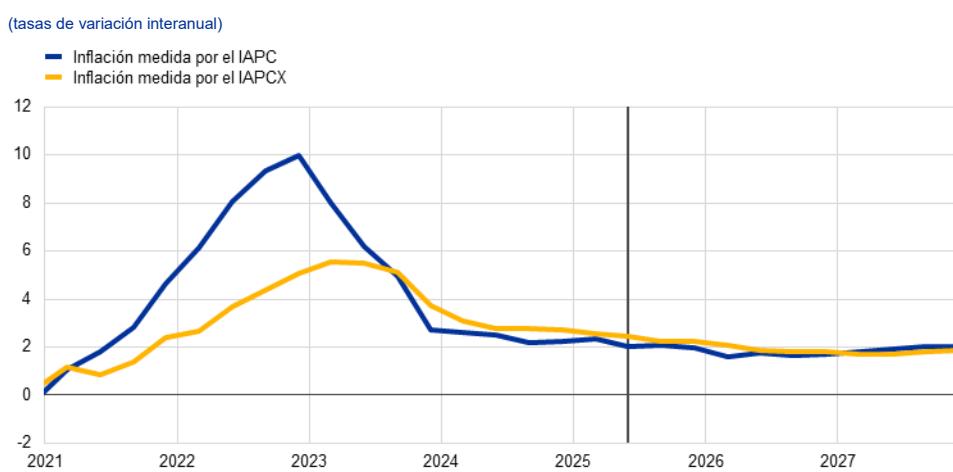
Fuentes: LSEG, Eurostat, encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.
Notas: El panel a muestra los tipos forward de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (5 de junio de 2025). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 10 de septiembre de 2025 para el panel a, a agosto de 2025 (estimación de avance de Eurostat) para el IAPC y a julio de 2025 para los demás indicadores del panel b.

De acuerdo con las proyecciones de septiembre de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,1 % en 2025 y en el 1,7 % en 2026, antes de elevarse hasta el 1,9 % en 2027 (gráfico 13). Se espera que la inflación general permanezca próxima al 2 % en la segunda mitad de 2025 y que se sitúe por debajo del 2 % durante todo 2026. Esta tasa de inflación general más baja refleja un descenso de la tasa de variación de los precios de los servicios y de los alimentos, así como una inflación de la energía ligeramente negativa. La inflación general se incrementaría posteriormente en 2027, sobre todo como reflejo del

impacto al alza de la inflación de la energía, que se vincula a la introducción de un nuevo régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE2) de la UE. En comparación con las proyecciones de junio de 2025, las perspectivas relativas a la inflación general se han revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para 2025 y 2026, y a la baja en la misma magnitud para 2027. La revisión al alza refleja el aumento de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos, como consecuencia de unos precios de las materias primas energéticas más altos de lo esperado, así como el efecto retardado de las anteriores subidas de los precios internacionales de las materias primas alimenticias, que compensaron el impacto de la apreciación del euro. La previsión para 2027 se ha revisado a la baja por la posible repercusión de los efectos retardados de la apreciación del euro. Se espera que la inflación medida por el IAPCX descienda desde el 2,4 % en 2025 hasta el 1,9 % en 2026 y el 1,8 % en 2027, a medida que disminuyan las presiones salariales y se modere la tasa de crecimiento de los precios de los servicios, y también conforme la apreciación del euro se transmita gradualmente al proceso de formación de precios y frene la inflación de los bienes. En comparación con las proyecciones de junio de 2025, la inflación medida por el IAPCX se mantiene prácticamente sin cambios para 2025 y 2026, pero se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2027.

Gráfico 13

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



Fuentes: Eurostat y [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2025](#).
Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025 (datos) y al cuarto trimestre de 2027 (proyecciones). Las proyecciones de septiembre de 2025 se finalizaron el 28 de agosto de 2025 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 15 de agosto de 2025. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

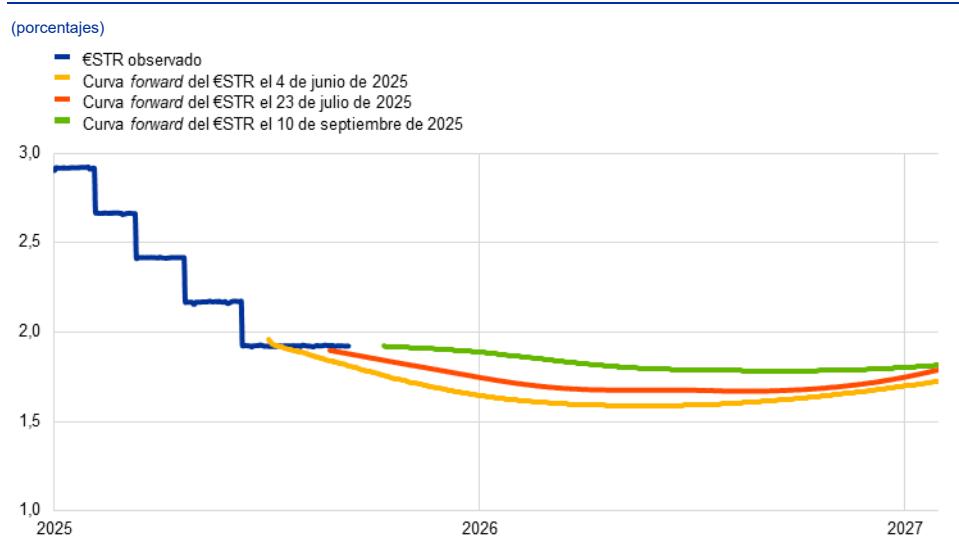
Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 10 de septiembre de 2025, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro aumentaron, mientras que los tipos libres de riesgo a largo plazo permanecieron prácticamente sin cambios. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo finalizaron el período en niveles más altos y los diferenciales con respecto a los tipos OIS (*overnight index swap*) libres de riesgo se ampliaron ligeramente, aunque con algunas variaciones de unos países a otros. Los mercados de renta variable de la zona del euro se mantuvieron mayormente estables y siguieron registrando peores resultados que los de Estados Unidos, ya que el deterioro de las expectativas de beneficios de las sociedades no financieras (SNF), especialmente las empresas exportadoras expuestas a los aranceles estadounidenses, se vio compensado en general por el buen comportamiento del sector financiero. En los mercados de renta fija privada, los diferenciales siguieron estrechándose, revirtiendo por completo el aumento asociado a los aranceles observado anteriormente en el año. En el mercado de divisas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (2,8 %) y en términos efectivos nominales (2,1 %). Esta apreciación fue consecuencia de la corrección a la baja de las expectativas relativas a los tipos de interés en Estados Unidos y de la mejora de la confianza en el euro, que se vio respaldada por unos fundamentos económicos relativamente sólidos en la zona del euro en un contexto de preocupación por las políticas arancelarias y la sostenibilidad de las finanzas públicas de dicho país.

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro se incrementaron durante el período de referencia, mientras que los tipos libres de riesgo a más largo plazo permanecieron prácticamente sin cambios

(gráfico 14). El tipo de referencia €STR se situó en el 1,92 % al final del período analizado, tras la decisión del Consejo de Gobierno de recortar 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE adoptada en su reunión de junio de 2025 y la de mantenerlos sin variación tomada en la reunión de julio. El exceso de liquidez disminuyó unos 57 mm de euros, hasta la cifra de 2.651 mm de euros. Esta evolución reflejó sobre todo la reducción constante de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, que se vio compensada en parte por la disminución de los pasivos denominados en euros, como los depósitos de las Administraciones Públicas. Los tipos *forward* a muy corto plazo experimentaron un incremento notable después de las reuniones del Consejo de Gobierno de junio y julio. Tras la reunión de julio, las expectativas a corto plazo sobre los tipos de interés oficiales fueron aumentando gradualmente, y las nuevas noticias sobre los aranceles estadounidenses, como el anuncio del acuerdo comercial entre la UE y Estados Unidos del 27 de julio, y las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo tuvieron un impacto limitado en las perspectivas relativas a los tipos de interés. Al final del período analizado, la curva *forward* descontaba bajadas acumuladas de los tipos de interés de 8 puntos básicos para el final de 2025, frente a los 25 puntos básicos que se descontaban al comienzo del período. A más largo plazo, la curva *forward* del €STR más allá de 2027 permanecía prácticamente sin variación.

Gráfico 14
Tipos *forward* del €STR



Fuentes: Bloomberg Finance L.P. y cálculos del BCE.

Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo finalizaron el período de referencia en niveles más altos, y los diferenciales de rentabilidad aumentaron ligeramente (gráficos 15 y 16). Aunque el tipo OIS nominal a diez años experimentó algunas fluctuaciones, se mantuvo básicamente sin variación en el 2,4 % durante el período analizado. Del mismo modo, los tipos reales a largo plazo permanecieron estables en gran medida, ya que, en general, los participantes en los mercados adoptaron una actitud neutral en relación con las noticias macroeconómicas y geopolíticas durante el período considerado. El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 6 puntos básicos y se situó en torno al 3,1 %. Los diferenciales soberanos con respecto a los tipos OIS libres de riesgo se ampliaron al final del período analizado, y los diferenciales agregados registraron un incremento de 6 puntos básicos, en un entorno de correcciones a escala global provocadas, en parte, por la inquietud acerca de la sostenibilidad de las finanzas públicas en las economías avanzadas. Con este trasfondo, los participantes en los mercados prestaron más atención a la evolución fiscal, sobre todo en Francia, donde el anuncio de que se llevaría a cabo una moción de confianza a principios de septiembre suscitó preocupación por posibles retrasos en la consolidación fiscal. El rendimiento de la deuda soberana francesa aumentó 20 puntos básicos y se situó aproximadamente en el 3,5 % al final del período de referencia. En cambio, el rendimiento de la deuda soberana de Italia descendió 6 puntos básicos, lo que reforzó la prolongada tendencia a la convergencia de los diferenciales soberanos de estos dos países. En contraposición a la corrección al alza observada a escala global, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de Estados Unidos se redujo unos 35 puntos básicos durante el período examinado y se situó en el 4,1 %. Esta reducción se debió principalmente a la publicación de datos de empleo peores de lo esperado al final de julio y agosto, lo que provocó una fuerte revisión a la baja de las expectativas a corto plazo sobre los tipos de interés oficiales de Estados Unidos. Como resultado, el diferencial entre

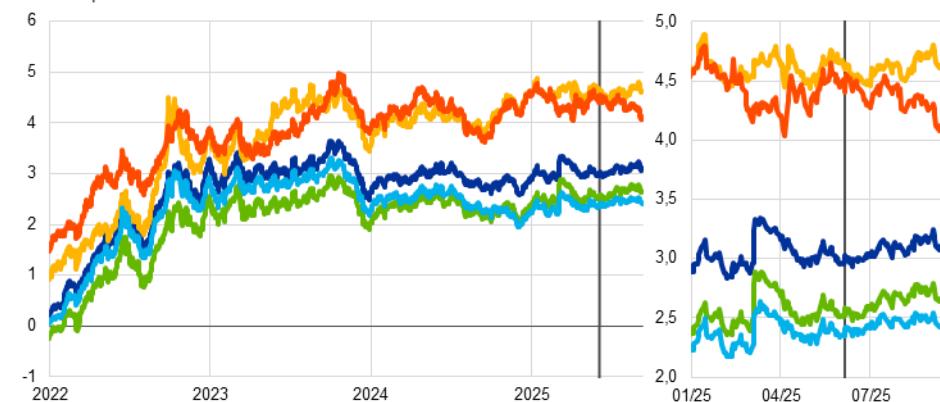
los tipos a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos se estrechó alrededor de 35 puntos básicos.

Gráfico 15

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

(porcentajes)

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

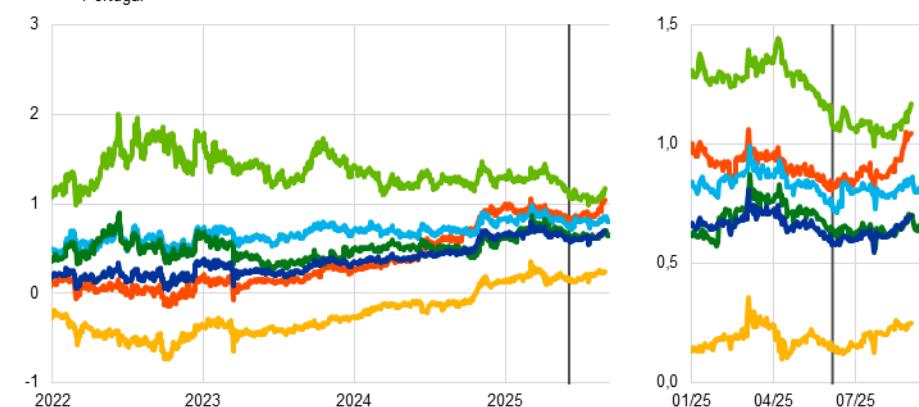
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (5 de junio de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 10 de septiembre de 2025.

Gráfico 16

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

(puntos porcentuales)

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (5 de junio de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 10 de septiembre de 2025.

Los mercados de renta variable de la zona se mantuvieron mayormente estables durante el período de referencia y registraron resultados sustancialmente peores que los de Estados Unidos (gráfico 17). Los índices bursátiles de la zona del euro no experimentaron cambios durante el período de referencia en su conjunto, y el subíndice correspondiente a las SNF cayó un 1,5 %, mientras que los precios de las acciones del sector bancario se incrementaron un 13,6 %. Los índices amplios de la zona del euro se incrementaron como consecuencia de las fuertes revalorizaciones de las empresas del sector financiero, que se beneficiaron del aumento tendencial de las pendientes de las curvas de rendimientos y de los mayores beneficios generados por las actividades de negociación, lo que contrarrestó, en general, el débil comportamiento de las acciones del sector no financiero. En cambio, los índices de las bolsas de Estados Unidos se revalorizaron un 10 % aproximadamente, con ganancias del 14,6 % para el sector bancario y del 10,6 % para las SNF. Esta divergencia entre los mercados bursátiles de la zona del euro y los de Estados Unidos se debió, en parte, al renovado interés por los valores tecnológicos del país norteamericano en un contexto de publicación de buenos resultados. La evolución de las empresas de la zona del euro con mayor exposición en términos de ingresos a Estados Unidos fue significativamente peor que la de las empresas menos expuestas, debido a las expectativas de que los aranceles lastrarían los beneficios en el futuro. El anuncio del 27 de julio sobre el acuerdo comercial entre la UE y Estados Unidos por el que se fijan aranceles del 15 % a las exportaciones de la UE al país norteamericano tuvo poco impacto inmediato, lo que sugiere que los mercados habían anticipado en gran parte su efecto en los beneficios empresariales.

Gráfico 17
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos



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 10 de septiembre de 2025.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos con calificación de grado de inversión y los de los bonos de alto rendimiento (*high-yield*) siguieron estrechándose y se recuperaron por completo del

repunte asociado a los aranceles registrado anteriormente este año. Pese a la elevada incertidumbre sobre el comercio, la percepción de riesgo en este mercado mejoró durante el período de referencia, y los diferenciales en los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento se redujeron alrededor de 11 y 17 puntos básicos, respectivamente. En el segmento de alto rendimiento, los diferenciales de los bonos de las SNF descendieron 24 puntos básicos, mientras que los de los bonos emitidos por las entidades financieras se ampliaron en torno a 41 puntos básicos.

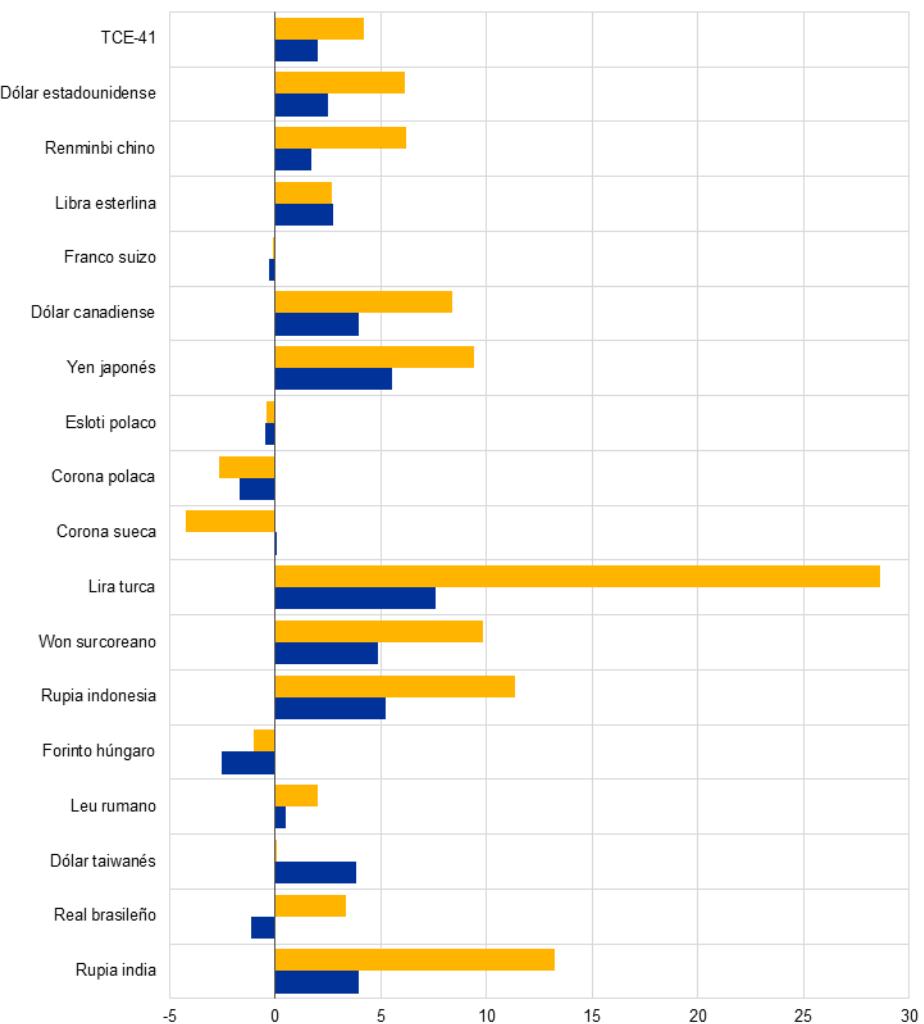
En los mercados de divisas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales(gráfico 18). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— se fortaleció un 2,1 %. En conjunto, el euro se apreció de manera generalizada frente a las monedas de la mayoría de las principales economías y emergentes. Cabe señalar que se revalorizó un 5,2 % frente al yen japonés, en parte debido a la incertidumbre en torno a las perspectivas políticas y de política monetaria de Japón. En cambio, se depreció ligeramente, un 0,3 %, frente al franco suizo, que continúa sirviendo de refugio en períodos de mayor incertidumbre. El euro se apreció frente al dólar estadounidense (2,8 %) como consecuencia de la corrección a la baja de las expectativas relativas a los tipos de interés en Estados Unidos y de la mejora de la confianza en el euro, que se vio respaldada por unos fundamentos económicos relativamente sólidos en la zona del euro en un contexto de preocupación sobre las políticas arancelarias y la sostenibilidad las finanzas públicas estadounidenses. La incertidumbre sobre el comercio disminuyó ligeramente a raíz de que se concluyera el acuerdo comercial entre la UE y Estados Unidos a finales de julio, lo que contribuyó a una acusada depreciación transitoria del euro y a un resurgimiento de la demanda de dólares estadounidenses. La moneda única también siguió siendo sensible a cambios en las expectativas de los mercados acerca de la política monetaria de Estados Unidos, y la publicación de datos más desfavorables sobre el mercado de trabajo de este país a principios de agosto respaldó al euro a medida que los mercados ajustaron sus expectativas sobre los tipos de interés del país norteamericano.

Gráfico 18

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

(tasas de variación)

- █ Desde el 5 de junio de 2025
- █ Desde el 10 de septiembre de 2024



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 10 de septiembre de 2025.

5

Condiciones de financiación y evolución del crédito

Las anteriores bajadas de los tipos de interés siguieron transmitiéndose y reduciendo los costes de financiación de las entidades de crédito y de las empresas durante julio. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas disminuyeron hasta situarse en el 3,5 %, mientras que los aplicados a las nuevas hipotecas concedidas a los hogares se situaron en el 3,3 %, tras haberse mantenido relativamente estables desde el comienzo del año. El crecimiento del crédito a empresas y a hogares siguió recuperándose de forma gradual, aunque permaneció por debajo de las medias históricas, en parte como respuesta a la elevada incertidumbre. El crecimiento de las emisiones de bonos corporativos se aceleró. En el período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 10 de septiembre de 2025, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante valores de renta fija como, sobre todo, mediante acciones, disminuyó, debido a la reducción de los diferenciales de los bonos corporativos y al descenso de la prima de riesgo bursátil, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se debilitó, principalmente como consecuencia de las salidas de depósitos del sector financiero no bancario, y se situó en el 3,4 % en julio.

Los costes de financiación de las entidades de crédito siguieron disminuyendo lentamente en julio de 2025, como reflejo de las anteriores bajadas 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 julio (panel a del gráfico 19), como consecuencia de que los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales del BCE continuaron transmitiéndose a los tipos aplicados a los depósitos y los tipos de interés interbancarios. La rentabilidad de los bonos bancarios ha fluctuado en torno al 3 % desde principios de año, en un contexto de aumento transitorio de la volatilidad en los mercados financieros, relacionado especialmente con la incertidumbre sobre los aranceles de Estados Unidos, que recientemente se ha resuelto en parte (panel b del gráfico 19). El tipo de interés sintético de los depósitos siguió disminuyendo hasta situarse en el 0,9 % en julio, lo que supuso un descenso con respecto al máximo del 1,4 % registrado en mayo de 2024. Este retroceso obedeció a la caída de los tipos de interés de los depósitos a plazo de las empresas y los hogares, así como, en menor medida, de sus depósitos a la vista. Por consiguiente, pese a ser todavía significativo, el diferencial de remuneración entre los depósitos a plazo y los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares ha ido disminuyendo progresivamente desde que alcanzó su máximo en octubre de 2023.

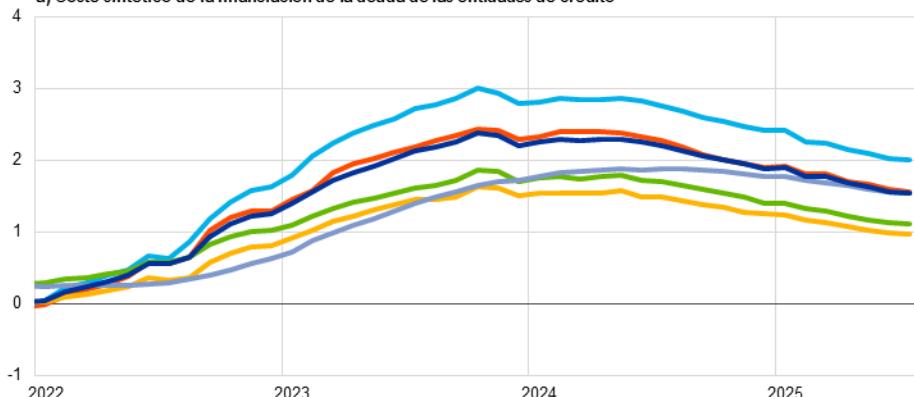
Gráfico 19

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

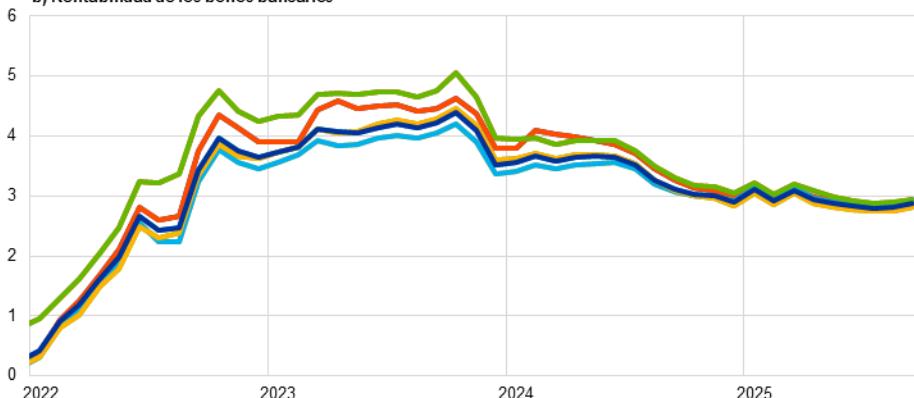
(porcentajes anuales)

- 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 julio de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 3 de septiembre de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas continuaron disminuyendo, si bien a un ritmo más lento, 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. El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras (SNF) disminuyó hasta situarse en el 3,5 % en julio, lo que supone un retroceso de aproximadamente 1,8 puntos porcentuales con respecto al máximo alcanzado en octubre de 2023 (panel a del gráfico 20). Esta disminución fue heterogénea en los distintos países de la zona del euro y desigual entre vencimientos, siendo más pronunciada en el caso de los préstamos a medio plazo

con un vencimiento entre uno y cinco años, a causa de varios préstamos de gran cuantía concedidos a sociedades. El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros disminuyó en julio. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permaneció en general estable en el 3,3 % en julio —unos 80 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023—, con pequeñas variaciones entre países (panel b del gráfico 20). La disparidad entre los tipos de interés del crédito a hogares y del concedido a las empresas refleja principalmente las 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. En línea con el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos, el diferencial entre los tipos de interés del crédito a empresas y del crédito hipotecario siguió reduciéndose hasta situarse 116 puntos básicos por debajo del máximo histórico alcanzado en marzo de 2024.

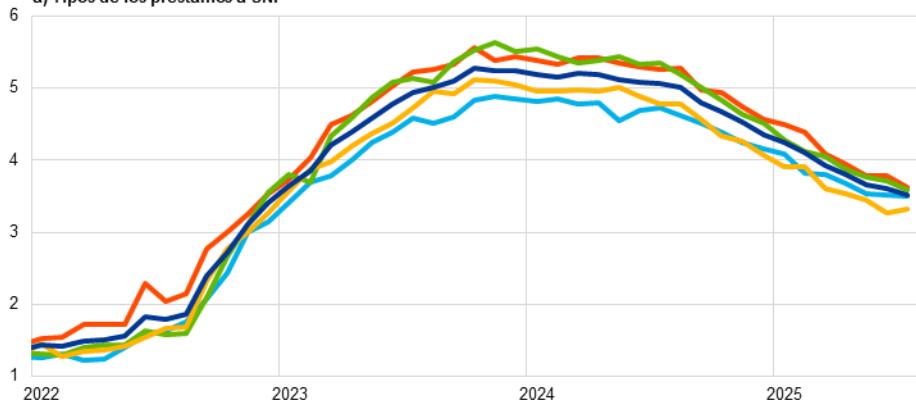
Gráfico 20

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

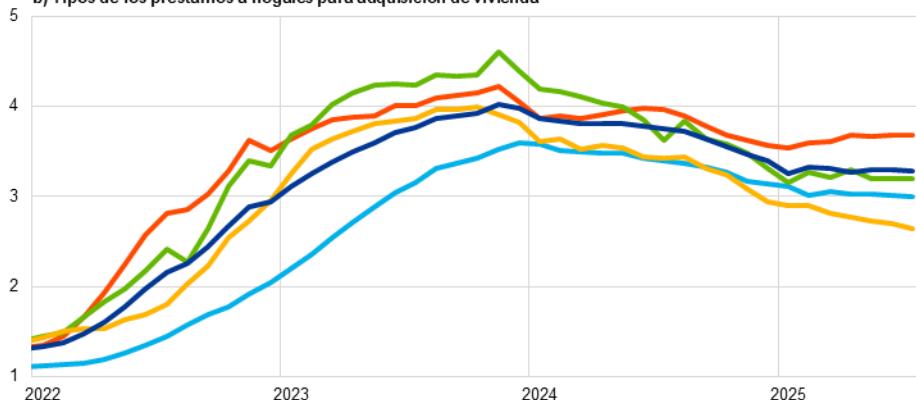
(porcentajes anuales)

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

a) Tipos de los préstamos a SNF



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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

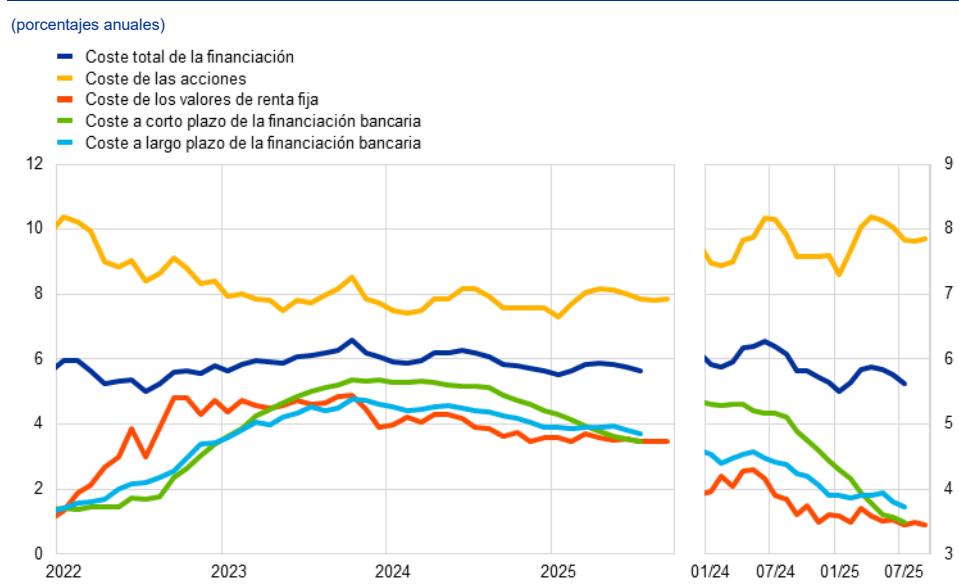
En el período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 10 de septiembre de 2025, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones disminuyó. El coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— descendió en julio con respecto al mes anterior, hasta situarse en el 5,6 % (gráfico 21)⁸. Una caída considerable del coste de las acciones fue el principal factor determinante del descenso del coste total de la financiación. Los demás componentes del coste también se redujeron, si bien en menor medida. Los datos diarios del período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 10 de septiembre de 2025 muestran que tanto el coste de los

⁸ 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 julio de 2025.

valores de renta fija como, y de forma más acusada, el coste de las acciones siguieron disminuyendo. El descenso del coste de los valores de renta fija obedeció a la reducción de los diferenciales de los bonos corporativos tanto en el segmento de grado de inversión como, muy especialmente, en el de alto rendimiento. La caída del coste de la financiación mediante acciones en el mismo período reflejó un retroceso de la prima de riesgo bursátil, mientras que el tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS [*overnight index swap*] a diez años), se mantuvo estable.

Gráfico 21

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



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

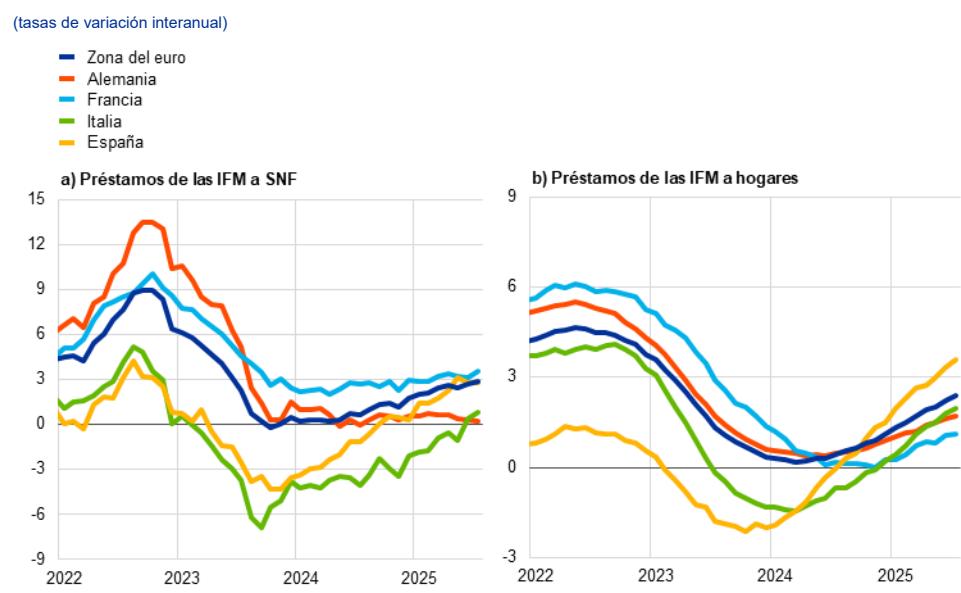
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 10 de septiembre de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a julio 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 se recuperó de forma gradual durante julio, pero muestra indicios de estabilización y permanece por debajo de las medias históricas. La tasa de avance interanual de los préstamos bancarios a empresas aumentó hasta el 2,8 % en julio de 2025, desde el 2,5 % de mayo y el 2,7 % de junio. No obstante, se mantiene todavía por debajo de su media histórica del 4,3 % (panel a del gráfico 22). El incremento gradual del crecimiento interanual refleja la convergencia hacia una dinámica estable a corto plazo. En este contexto, las emisiones netas de renta fija privada aumentaron hasta el 4,1 % en julio, desde el 3,4 % de junio. Las emisiones netas de julio fueron acordes con la media observada desde principios de año, lo que apunta a una estabilización de la evolución de esta fuente de financiación. La dinámica a corto plazo reciente de los préstamos a hogares también se mantiene en general estable. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se incrementó paulatinamente hasta el 2,4 % en julio, tras situarse en el 2,2 % en junio, pero continúa siendo significativamente inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 22). Los

préstamos a hogares para adquisición de vivienda continuaron siendo el principal determinante de esta tendencia al alza, mientras que el crecimiento del crédito para consumo permaneció estable en el 4,6 % en julio. Sin embargo, parece que la recuperación de los préstamos a hogares ha perdido impulso, como indica el debilitamiento de los flujos mensuales asociados a las hipotecas, pese a la demanda sostenida de vivienda reflejada en los datos procedentes de encuestas. 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 permaneció prácticamente sin cambios. La [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) mostró que, en líneas generales, la percepción del acceso al crédito no había variado en junio y julio, si bien los hogares indicaron que tenían mayores dificultades para hacer frente a sus cuotas hipotecarias. De cara al futuro, los hogares esperan que el acceso al crédito no experimente cambios en los próximos doce meses.

Gráfico 22

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



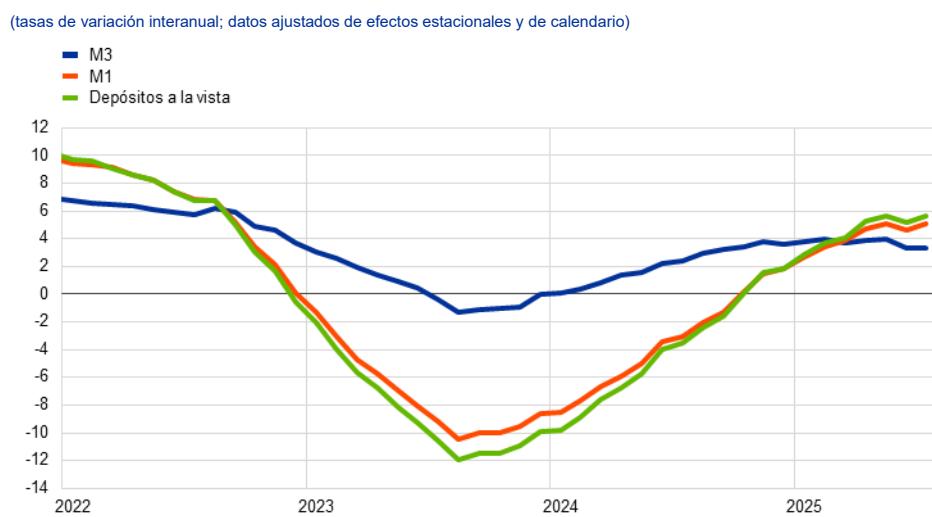
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) se ha ralentizado desde mayo (gráfico 23). El avance interanual de M3 se situó en el 3,4 % en julio, por debajo de la media del 3,9 % observada durante los cinco primeros meses de 2025. El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los componentes más líquidos de M3— se situó en el 5 % en julio, nivel en torno al cual ha fluctuado desde abril. Parece que los componentes volátiles no fundamentales han incidido considerablemente en la dinámica reciente de M3. Desde el punto de vista de los componentes individuales, los datos de julio estuvieron determinados por las salidas de los depósitos mantenidos por instituciones financieras no bancarias, en parte como consecuencia de la elevada volatilidad. Esto contrasta con la contribución de los hogares y las empresas, que en general se mantuvo estable.

En este entorno de incertidumbre, ambos sectores mostraron una mayor preferencia por la liquidez y, en consecuencia, ampliaron sus tenencias de depósitos a la vista. Asimismo, los hogares y las empresas detuvieron la retirada neta de depósitos a plazo, en consonancia con una posible estabilización de la remuneración de estos depósitos. Desde el punto de vista de las contrapartidas, los datos de julio reflejan la volatilidad sostenida de los préstamos bancarios a empresas, las salidas netas al exterior y otros componentes no estructurales volátiles.

Gráfico 23
M3, M1 y depósitos a la vista



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2025.

6

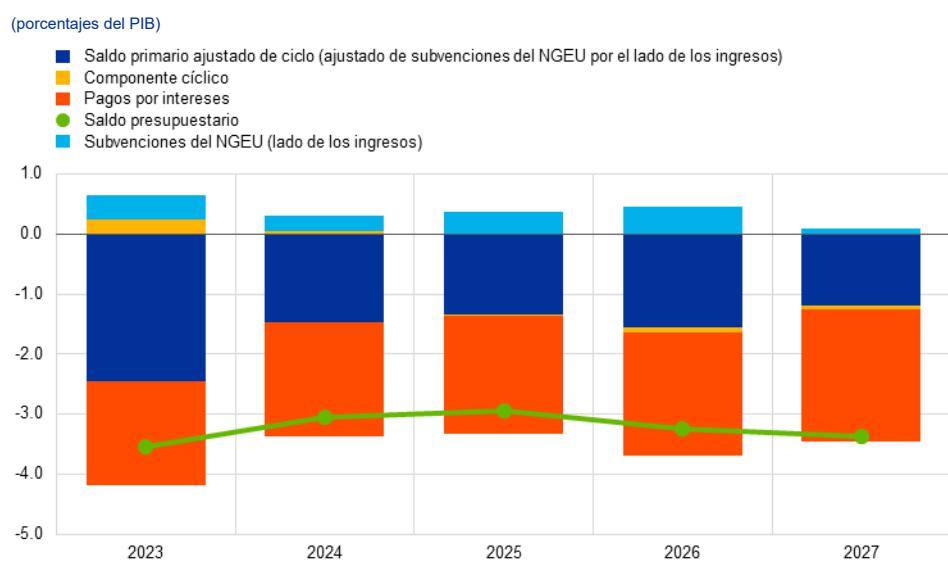
Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas, que se situó en el 3,1 % del PIB en 2024, disminuirá hasta el 2,9 % en 2025 y después aumentará de forma sustancial hasta el 3,4 % del PIB en 2027. Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea solo algo más restrictiva en 2025, se relaje en 2026 y después vuelva a endurecerse, con algo más de intensidad, en 2027. La relajación prevista para 2026 obedece sobre todo al aumento de la inversión pública. El endurecimiento previsto en 2027 refleja fundamentalmente el supuesto de un descenso del gasto público relacionado con la finalización de las subvenciones concedidas en el marco del programa Next Generation EU (NGEU). La ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro sigue una senda ascendente y se prevé que se sitúe justo por debajo del 90 % del PIB en 2027, en un contexto en el que los persistentes déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda compensan con creces los diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2025, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá durante el horizonte de proyección (gráfico 24)⁹. El déficit presupuestario de la zona del euro descendió desde el 3,5 % del PIB en 2023 hasta el 3,1 % en 2024. Este descenso se debió a la retirada de la mayor parte de las medidas de apoyo fiscal aún vigentes que se adoptaron en respuesta a los precios de la energía y a la inflación. De cara al futuro, se espera que el déficit disminuya hasta el 2,9 % del PIB en 2025, pero que después aumente hasta el 3,2 % del PIB en 2026 y adicionalmente hasta el 3,4 % del PIB en 2027. Este aumento obedece sobre todo al incremento de los pagos por intereses, ya que la deuda a más largo plazo vence y se refinancia a tipos de interés más elevados, pero también se debe a un ligero deterioro del saldo primario ajustado de ciclo y del componente cíclico.

⁹ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 11 de septiembre de 2025.

Gráfico 24
Saldo presupuestario y sus componentes



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

En comparación con las proyecciones de junio, el saldo presupuestario se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección, aunque sobre todo a partir de 2026. Esta mejora viene motivada por las expectativas de que las medidas fiscales discretionales se reforzarán en 2026 y después se revertirán parcialmente en 2027. El ajuste presupuestario se debe principalmente a las revisiones al alza de los impuestos indirectos netos en Alemania, en el contexto del debate sobre los presupuestos para 2026. Estas revisiones guardan relación con un recorte del impuesto sobre la electricidad inferior al aprobado anteriormente y con un incremento menor de las subvenciones (vinculadas a las tarifas de la red eléctrica). Otras causas de las revisiones son las previsiones de menor crecimiento del consumo público (con respecto al PIB potencial nominal) —especialmente en Francia, pero también en España—, así como la subida de los impuestos directos a los hogares en Francia. En 2027, la orientación de la política fiscal algo menos restrictiva de lo previsto en junio refleja fundamentalmente las revisiones al alza del consumo público y las transferencias fiscales en varios países, en particular Italia y Países Bajos. En consecuencia, el déficit presupuestario de la zona del euro en porcentaje del PIB se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2026 y en 0,1 puntos porcentuales para 2025 y 2027.

Se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea solo algo más restrictiva en 2025, se relaje en 2026 y después vuelva a endurecerse, con algo más de intensidad, en 2027¹⁰. Tras experimentar un

¹⁰ La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contraccional en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

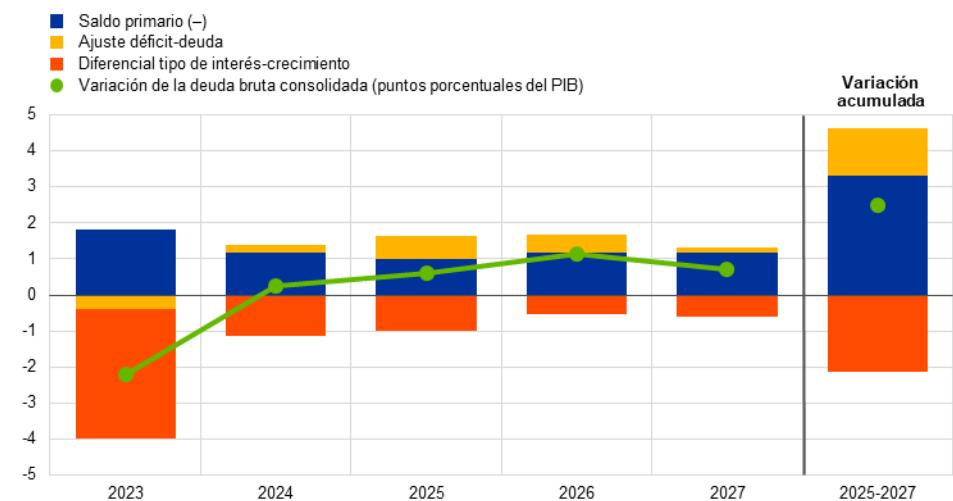
endurecimiento significativo en 2024 debido tanto a factores no discrecionales como a medidas de política fiscal, se prevé que la orientación de la política fiscal se endurezca solo levemente en 2025, sobre todo como consecuencia de las medidas discrecionales de ingresos, que incluyen incrementos de las cotizaciones sociales y, en menor grado, de los impuestos directos e indirectos. Estas subidas de impuestos se ven compensadas, en parte, por el crecimiento continuado del gasto público. A tenor de las proyecciones, la orientación de la política fiscal se relajará en 2026, principalmente como resultado del aumento de la inversión pública. Ello refleja el mayor gasto en defensa e infraestructuras ya incorporado en el escenario de referencia de las proyecciones de junio, en particular en Alemania (2026–2027), así como el elevado crecimiento de la inversión financiada por el programa NGEU en Italia, España y algunos otros países. En 2027, el endurecimiento de la orientación de la política fiscal ajustada por el NGEU refleja sobre todo el descenso previsto del gasto público debido a la finalización de la financiación mediante subvenciones del citado programa.

Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente con lentitud desde el 87,4 % en 2024 hasta un nivel ligeramente inferior al 90 % en 2027 (gráfico 25). Se considera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá una senda ascendente, en un contexto en el que los déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda compensan con creces los diferenciales tipo de interés-crecimiento que, si bien aumentan, son favorables. En comparación con las proyecciones de junio, la ratio de deuda se ha revisado a la baja, sobre todo debido a la reducción de los déficits primarios acumulados.

Gráfico 25

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

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



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

Los proyectos de planes presupuestarios para 2026, que los Gobiernos de la UE deben presentar el 15 de octubre de 2025 a más tardar, deben respaldar la ejecución de los planes fiscales a medio plazo. Los Gobiernos deben garantizar

la sostenibilidad de las finanzas públicas en línea con el marco de gobernanza económica de la UE y priorizar reformas estructurales e inversiones estratégicas esenciales que impulsen el crecimiento. En la zona del euro, en los próximos años será necesario consolidar las finanzas públicas con un enfoque que favorezca el crecimiento.