

# Boletín Económico

Número 6/2025

# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
<b>Rasgos básicos</b>	<b>2</b>
1     Entorno exterior	8
2     Actividad económica	15
3     Precios y costes	23
4     Evolución de los mercados financieros	31
5     Condiciones de financiación y evolución del crédito	37
6     Evolución de las finanzas públicas	44
<b>Recuadros</b>	<b>48</b>
1     ¿Cuál es el grado de vulnerabilidad de la zona del euro a las restricciones a las exportaciones chinas de tierras raras?	48
2     Expectativas y comportamiento de los consumidores durante las recientes tensiones comerciales	55
3     Las manufacturas frente a los servicios: cómo el adelanto de compras y la incertidumbre han determinado la evolución reciente	60
4     Disposición de los trabajadores a aceptar reducciones salariales a cambio de la flexibilidad del teletrabajo	65
5     Seguimiento de la atención a la inflación en las noticias de prensa	71
6     Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 23 de abril y el 29 de julio de 2025	79
<b>Artículos</b>	<b>85</b>
1     Impactos macroeconómicos del aumento del gasto en defensa: un análisis basado en modelos	85
2     Conserva la calma y lleva efectivo: enseñanzas sobre el papel excepcional del dinero físico en cuatro crisis	88
<b>Statistics</b>	<b>91</b>

# 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.

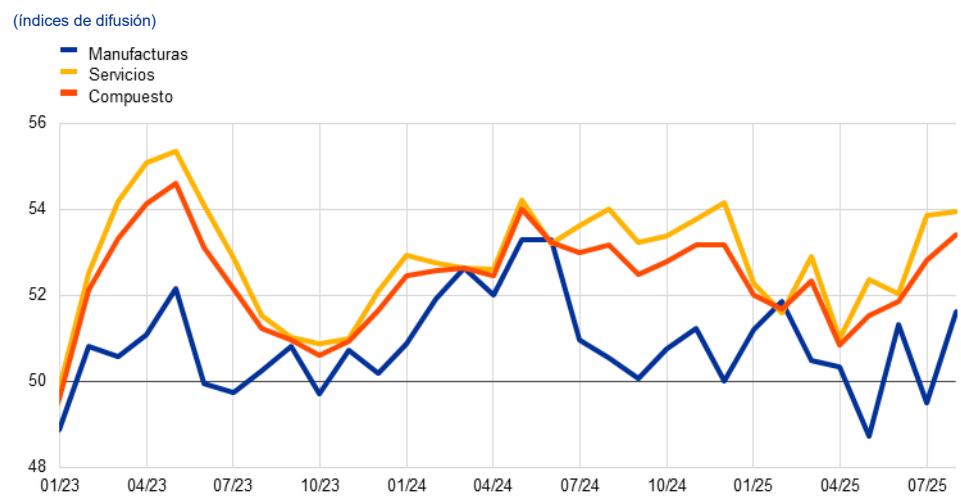
# 1

## 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 2027<sup>1</sup>. 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.

<sup>1</sup> 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.

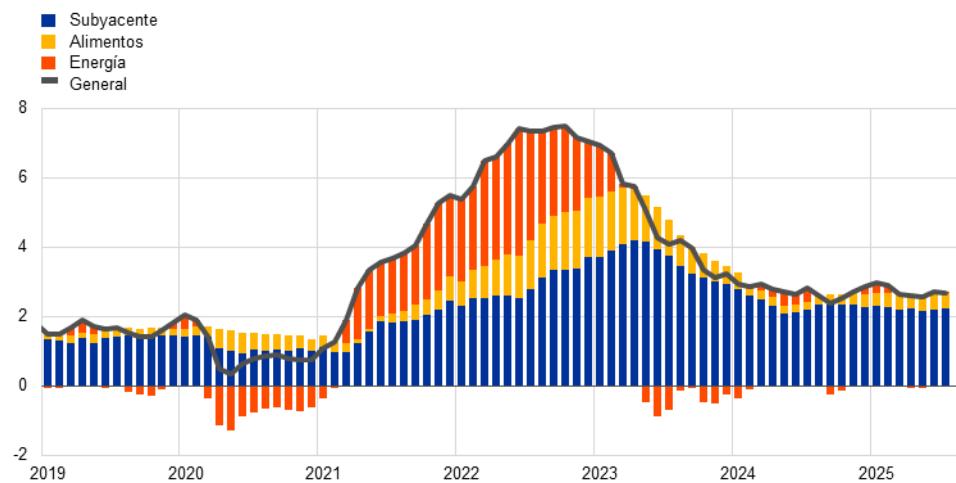
**Se espera que el comercio mundial pierda impulso en un contexto de subidas arancelarias y de persistencia de la incertidumbre en torno a las políticas comerciales, pese a la aparente capacidad de resistencia observada en la primera mitad de 2025.** El comercio global se ralentizó en el segundo trimestre 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 2027<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> 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

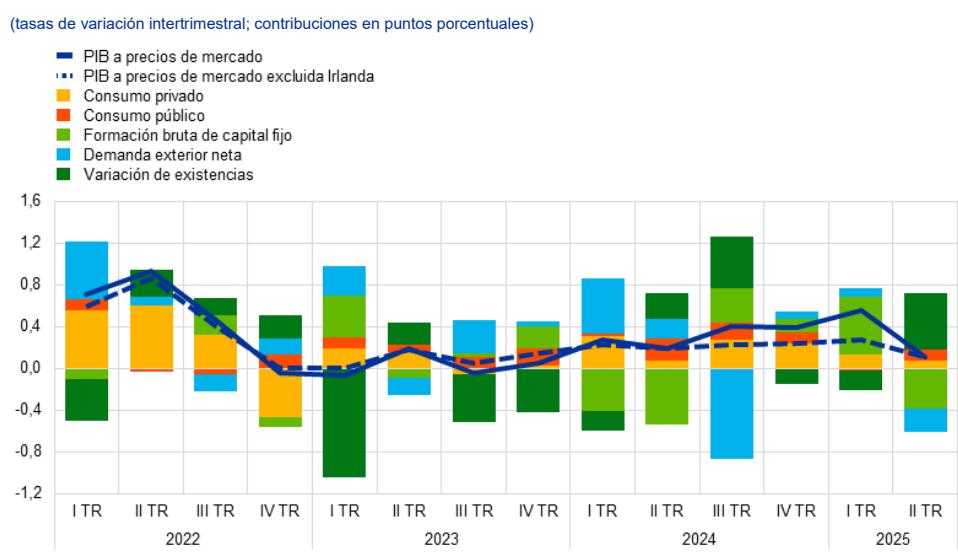
*Los aranceles y la incertidumbre asociada contribuyeron a las fuertes fluctuaciones de la actividad económica en el primer semestre de 2025 y a un adelanto de la actividad, especialmente en Irlanda. Tras el buen resultado del primer trimestre, con un avance del 0,6 %, el crecimiento del PIB real se 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



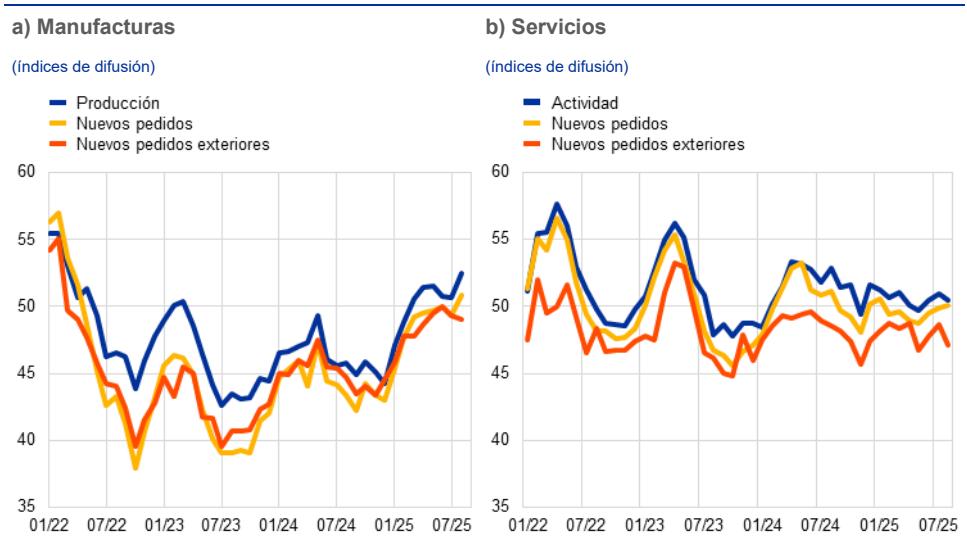
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

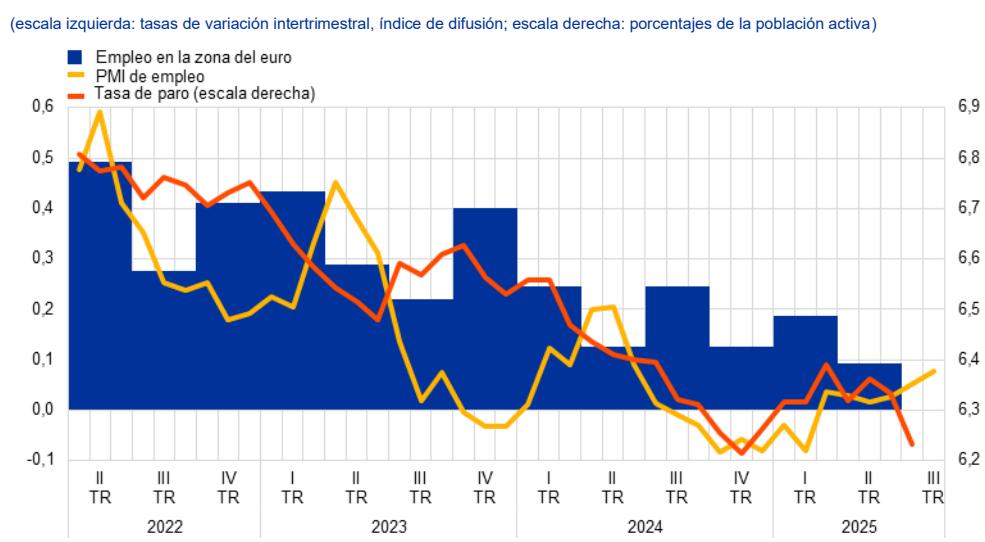


Fuente: S&P Global Market Intelligence.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

**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.

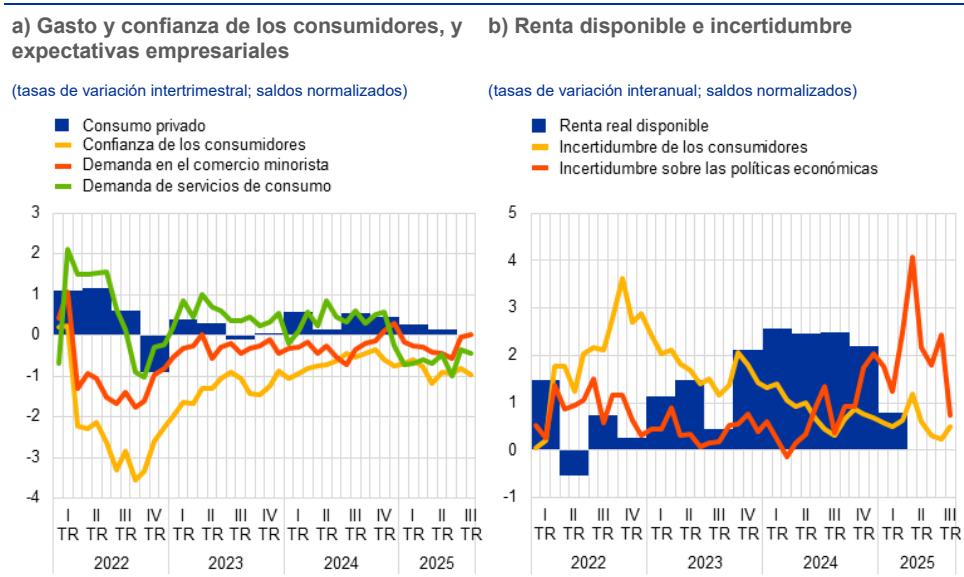
**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento modesto del empleo en el tercer trimestre.** El PMI mensual compuesto de empleo aumentó desde 50,5 en julio hasta un valor de 50,8 en agosto, lo que apunta a un ligero avance del empleo en dicho trimestre. El PMI de empleo 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



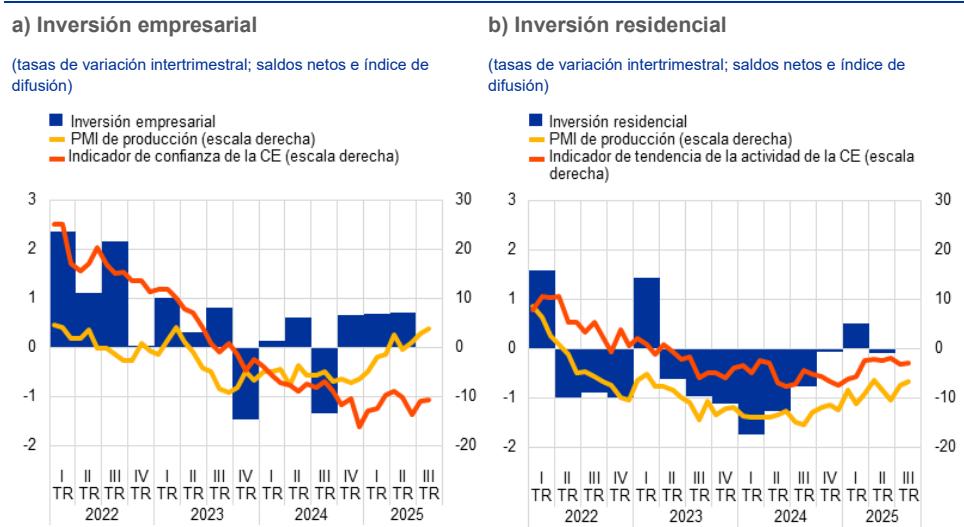
Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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 julio<sup>3</sup>. 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 2027<sup>4</sup>.*

**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)<sup>5</sup>.** 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

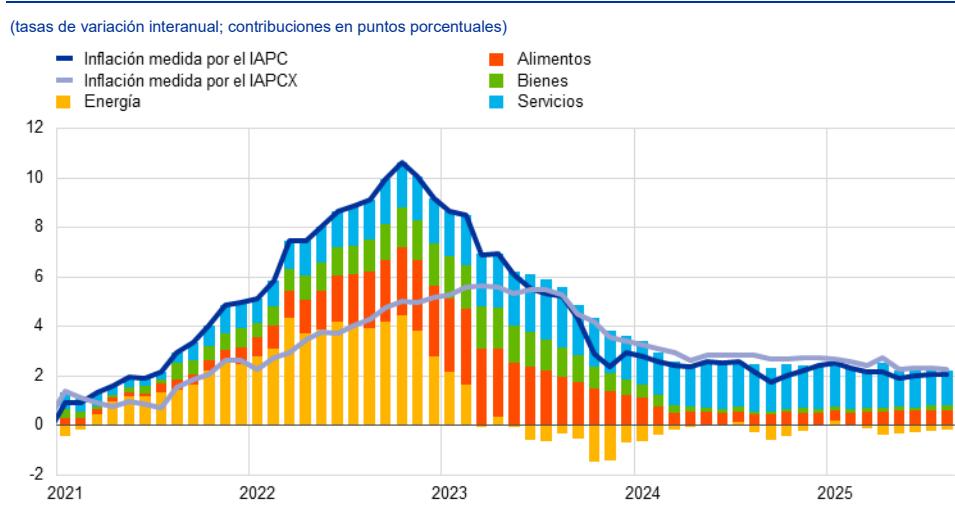
<sup>3</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 10 de septiembre de 2025. El 17 de septiembre de 2025, Eurostat confirmó que la tasa de inflación interanual medida por el IAPC se situó en el 2 % en agosto, por lo que revisó a la baja su estimación de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

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> 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 %<sup>6</sup>. 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 %

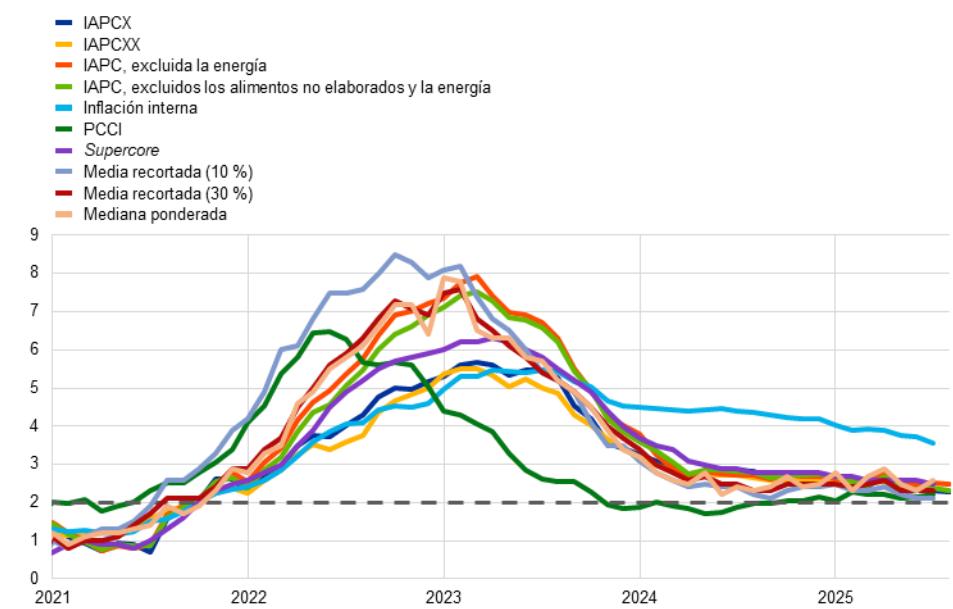
<sup>6</sup> El último mes para el que se dispone de todos los indicadores es julio de 2025. El rango excluye la inflación interna.

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)



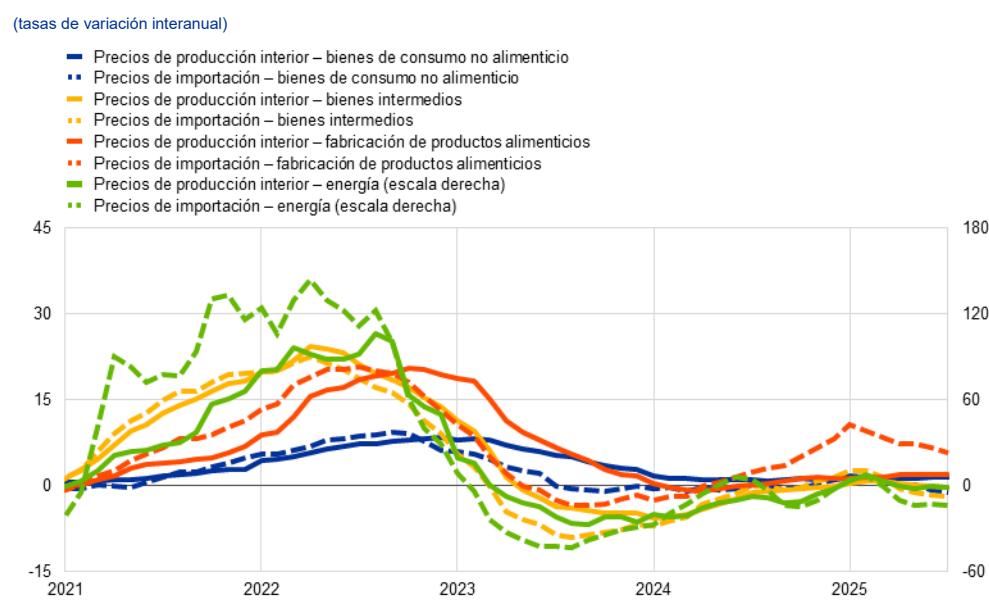
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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



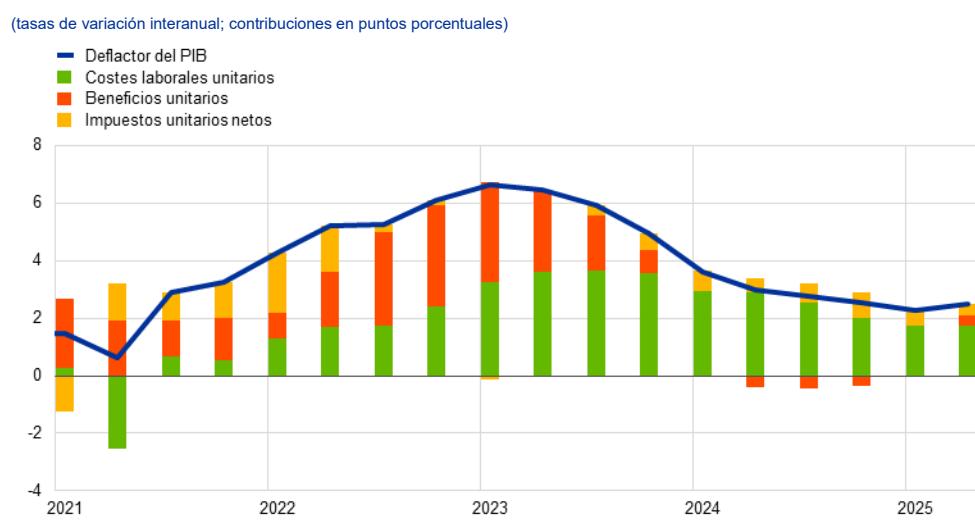
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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 2026<sup>7</sup>. 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

<sup>7</sup> 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.

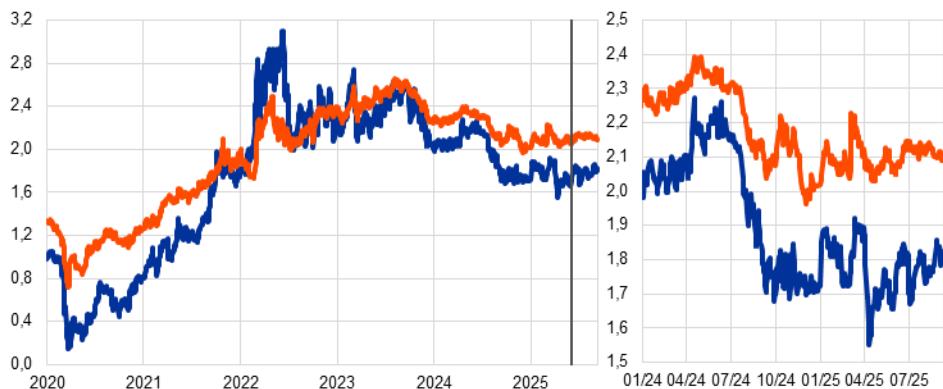
## Gráfico 12

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)

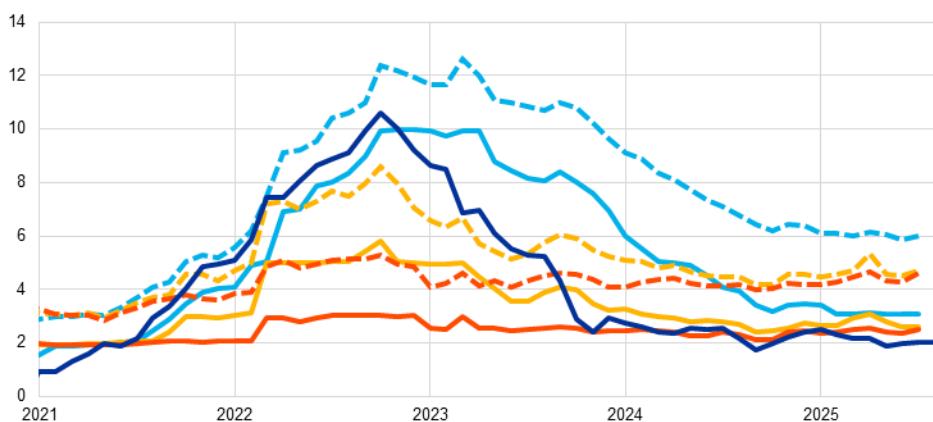
- A un año dentro de un año
- A cinco años dentro de cinco años



### 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



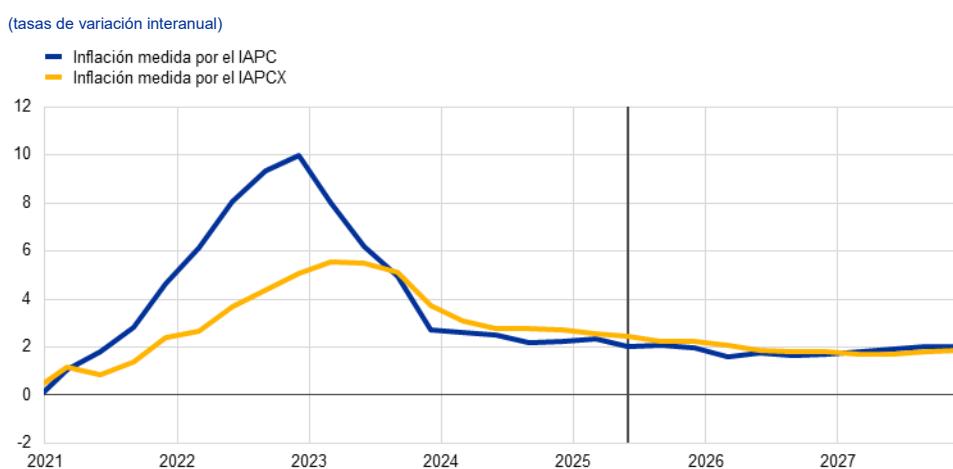
Fuentes: LSEG, Eurostat, encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.  
Notas: El panel a muestra los tipos forward de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (5 de junio de 2025). 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.

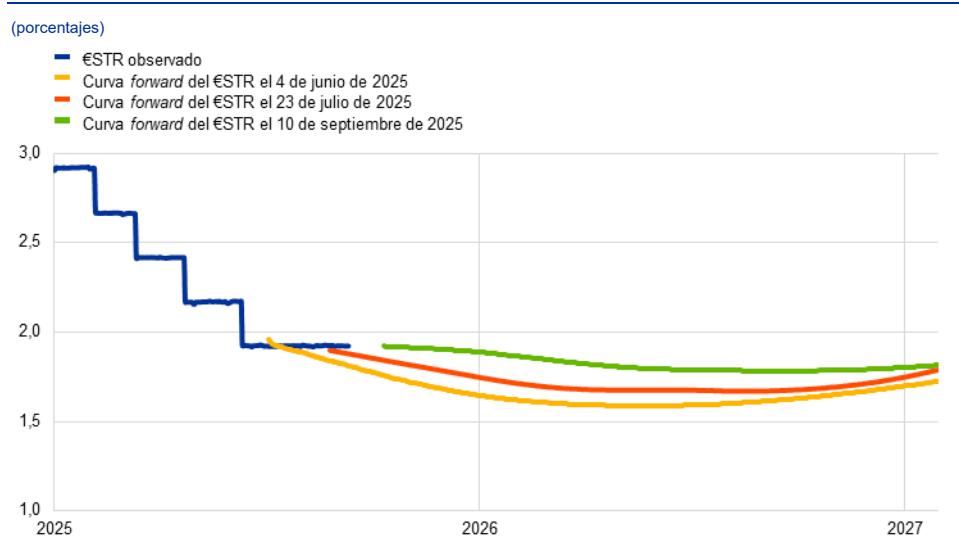
## Evolución de los mercados financieros

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

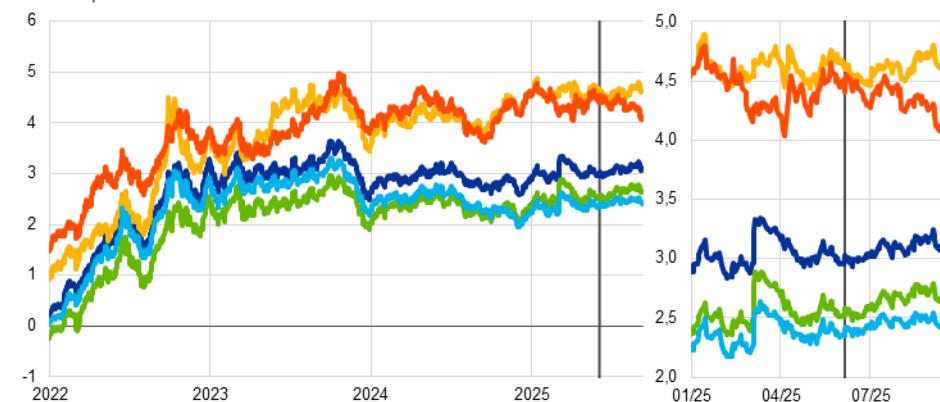
los tipos a largo plazo en la zona del euro y en Estados Unidos se estrechó alrededor de 35 puntos básicos.

### 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.

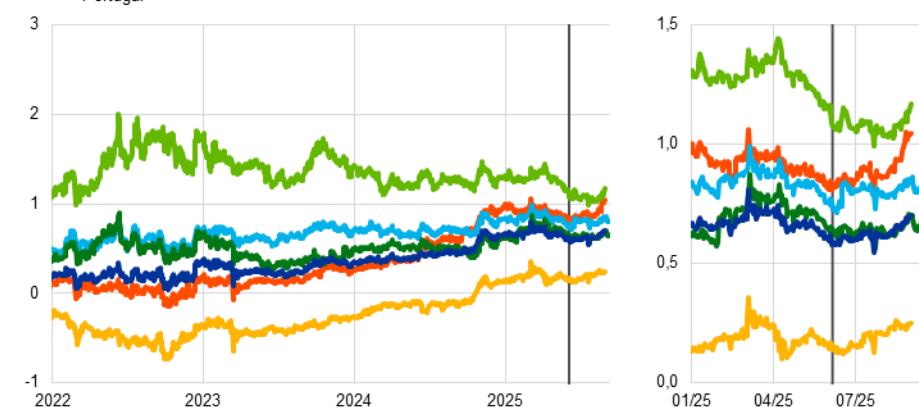
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (5 de junio de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 10 de septiembre de 2025.

### 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.

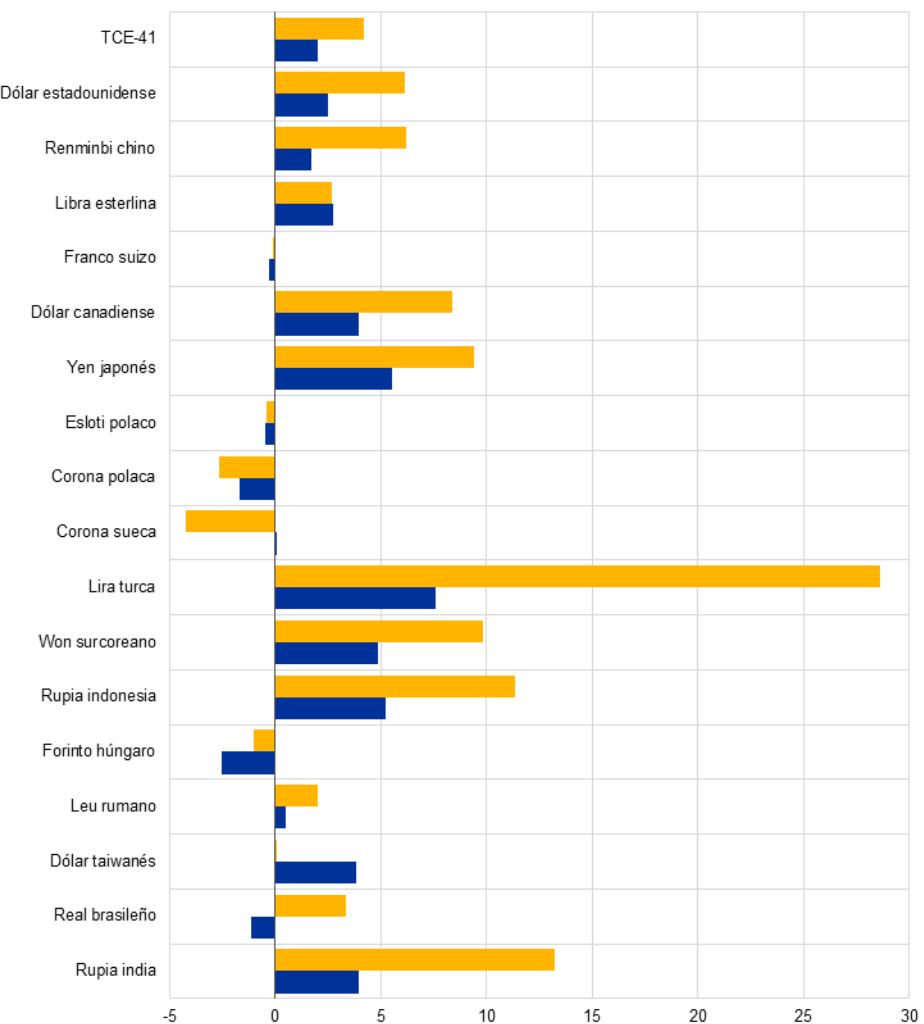
**En los mercados de divisas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales**(gráfico 18). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— 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.

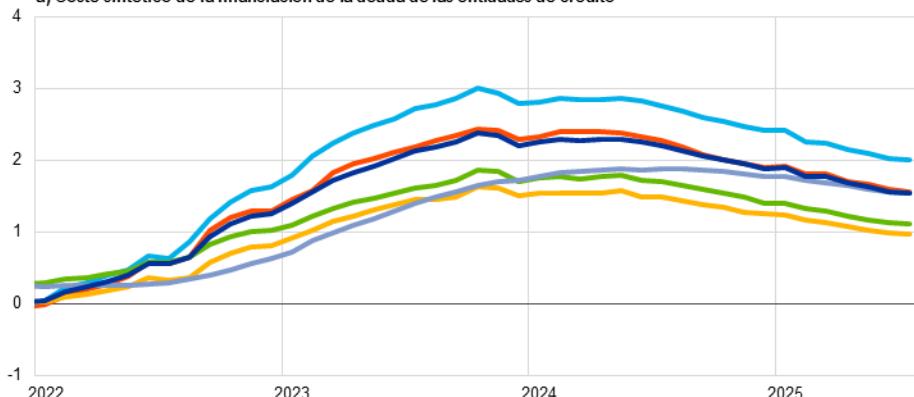
### Gráfico 19

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

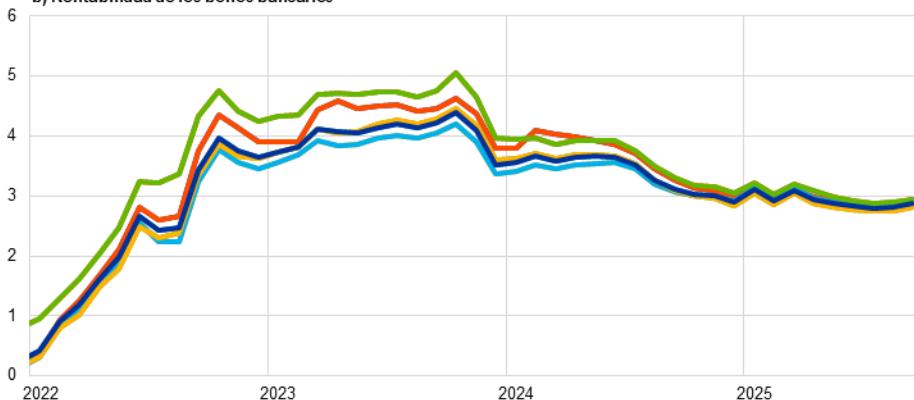
(porcentajes anuales)

- 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.

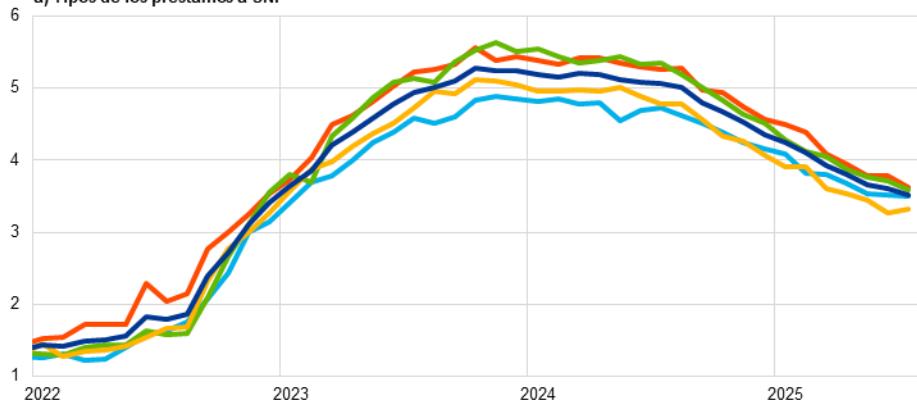
## Gráfico 20

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

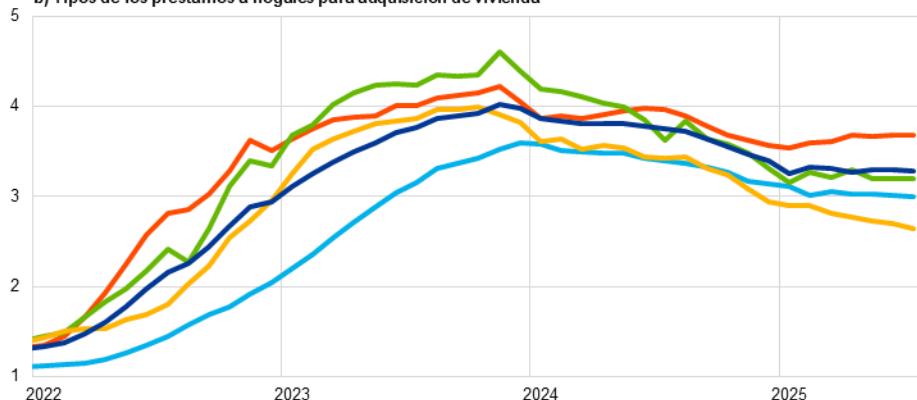
(porcentajes anuales)

- 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».

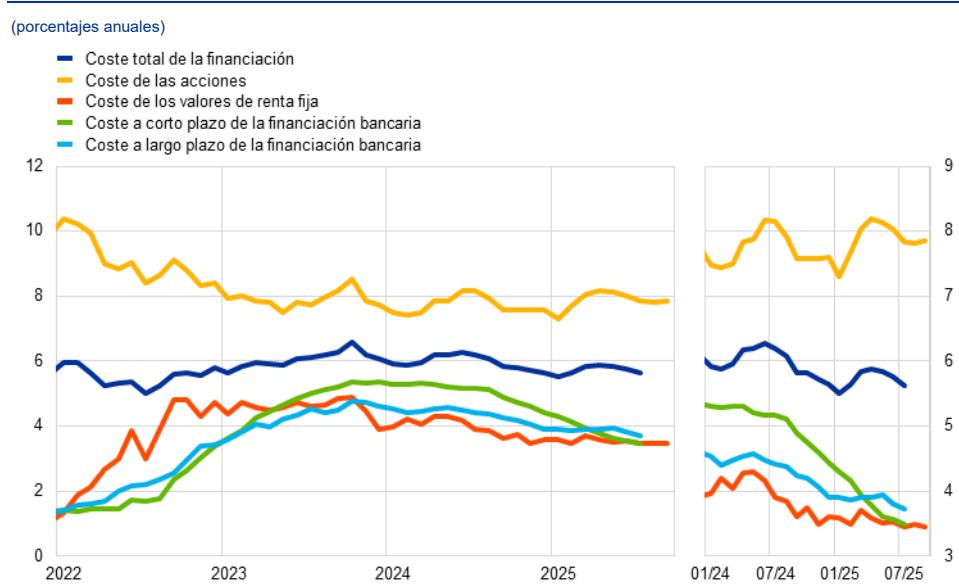
**En el período de referencia comprendido entre el 5 de junio y el 10 de septiembre de 2025, el coste de la financiación de las empresas tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones disminuyó.** El coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación 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)<sup>8</sup>. 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

<sup>8</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta 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.

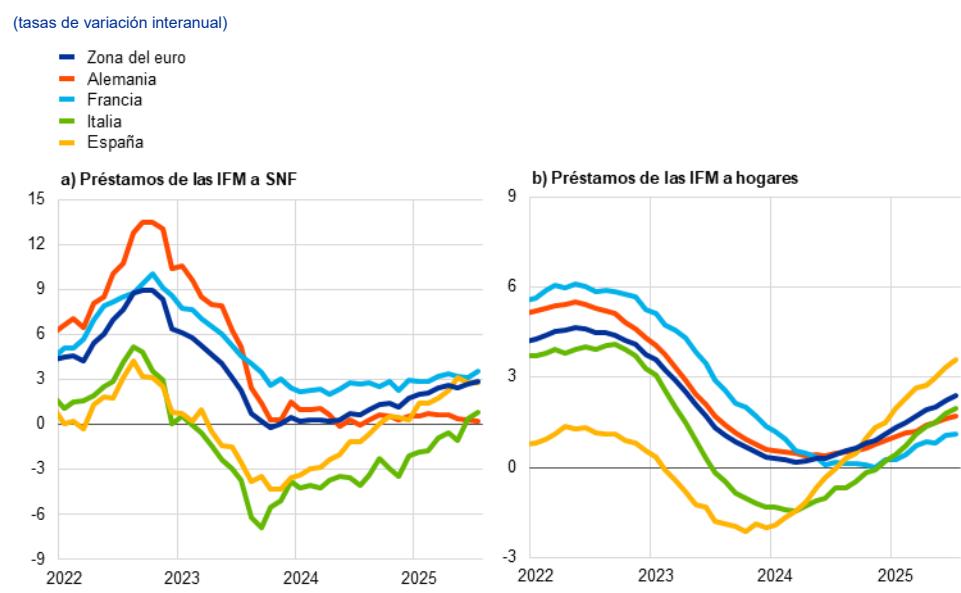
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos 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



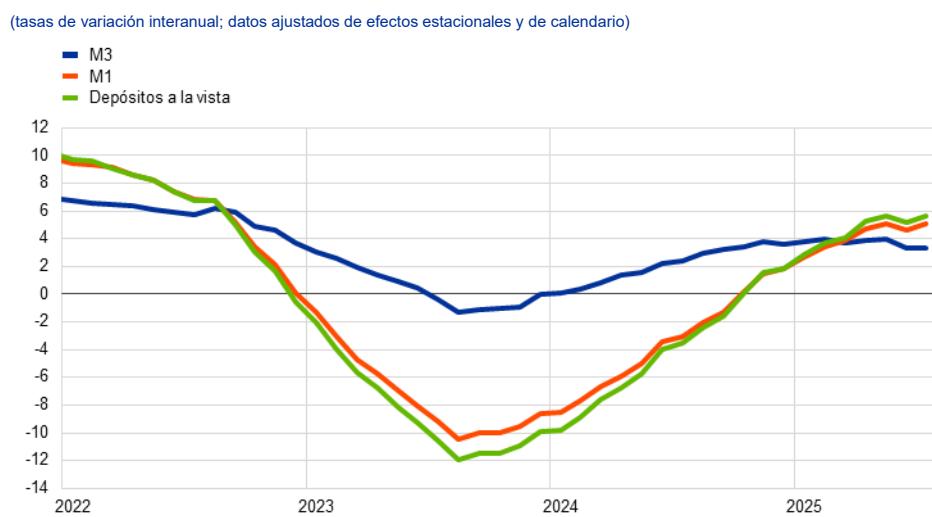
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

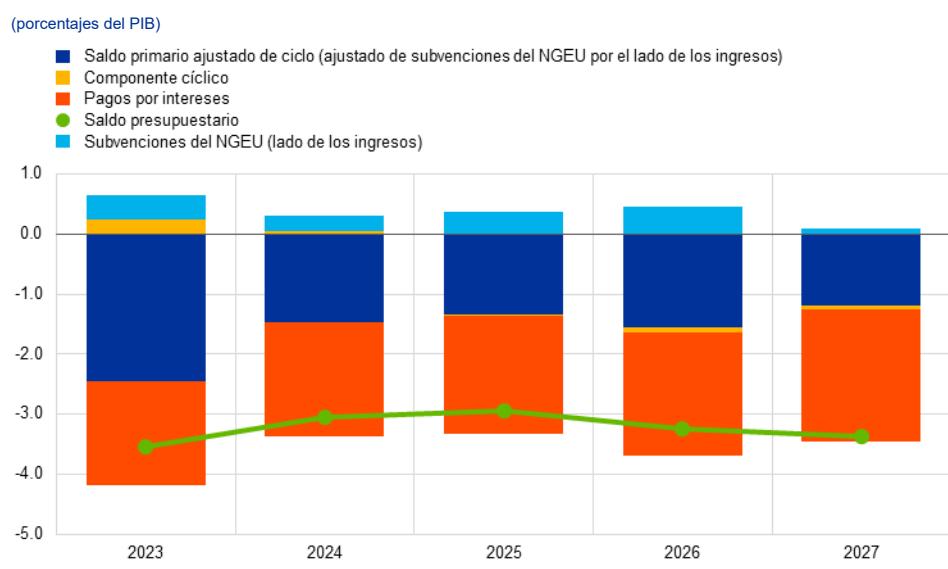
*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas, que se situó en el 3,1 % del PIB en 2024, disminuirá hasta el 2,9 % en 2025 y después aumentará de forma sustancial hasta 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)<sup>9</sup>.** 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.

---

<sup>9</sup> 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 2027<sup>10</sup>.** Tras experimentar un

<sup>10</sup> 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.

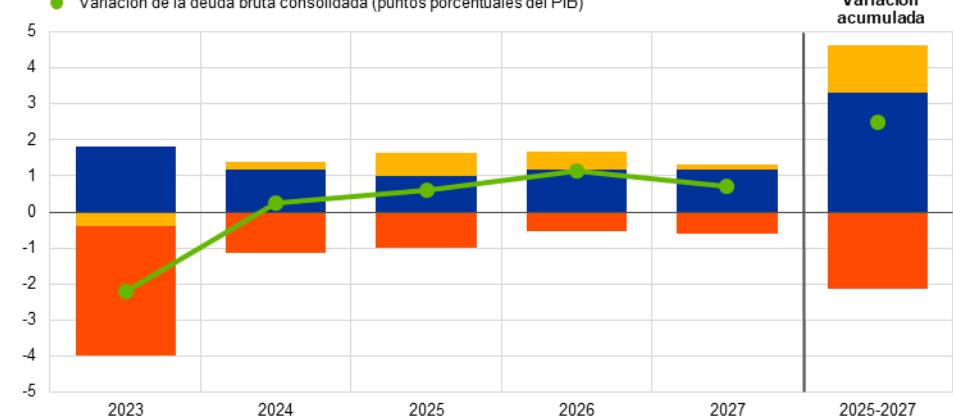
**Se prevé que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumente con lentitud desde el 87,4 % en 2024 hasta un nivel ligeramente inferior al 90 % en 2027 (gráfico 25).** Se considera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá una senda ascendente, en un 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)

- Saldo primario (-)
- Ajuste déficit-deuda
- Diferencial tipo de interés-crecimiento
- Variación de la deuda bruta consolidada (puntos porcentuales del PIB)



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.

## Recuadros

- 1 ¿Cuál es el grado de vulnerabilidad de la zona del euro a las restricciones a las exportaciones chinas de tierras raras?

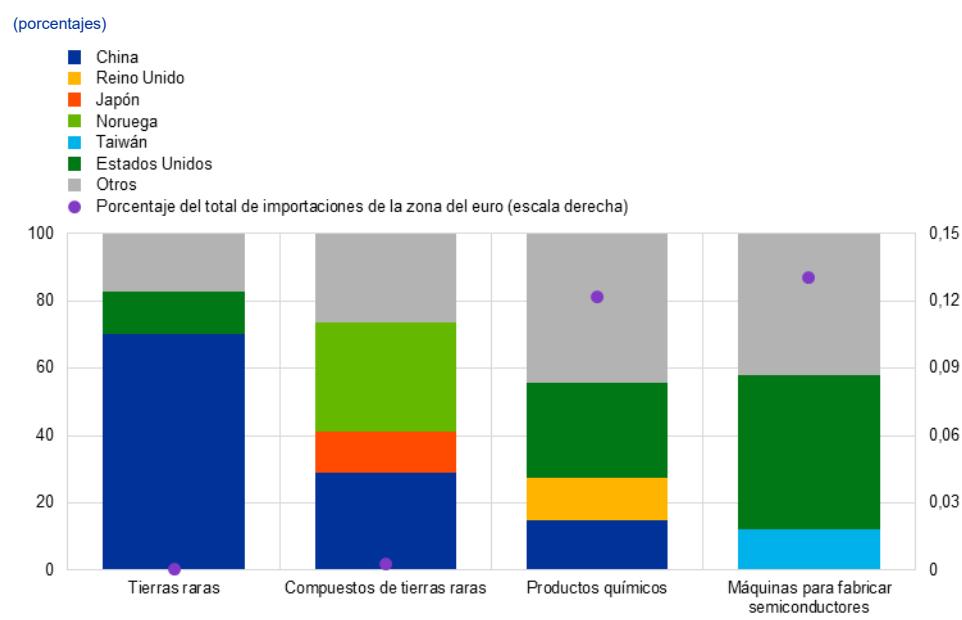
Mattia Banin, Mario D'Agostino, Vanessa Gunnella y Laura Lebastard

**El 4 de abril de 2025, China impuso restricciones a las exportaciones de elementos de tierras raras, lo que ha planteado retos de producción para algunas empresas.** Las medidas se introdujeron como represalia por el aumento de los aranceles por parte de Estados Unidos a productos del país asiático durante la escalada de las tensiones comerciales entre las dos naciones. Estas medidas restringen las exportaciones chinas de elementos de tierras raras, compuestos de tierras raras y productos relacionados, como los imanes permanentes que se utilizan en los sectores de defensa, vehículos eléctricos, energía y electrónica (Comisión Europea, 2020). La decisión dio lugar a una perturbación de oferta: en mayo, los envíos de China de imanes de tierras raras disminuyeron aproximadamente un 75 % con respecto al año anterior, lo que obligó a parar la producción a algunos fabricantes de automóviles.

**La zona del euro está expuesta a riesgos en las cadenas de suministro asociados a las exportaciones chinas de elementos de tierras raras, dada su dependencia de las importaciones directas de China y del suministro indirecto a través de terceros.** El país asiático, que produce el 95 % de las tierras raras del mundo, domina el mercado internacional de estas tierras. También ocupa una posición central en el refino de otras materias primas críticas, como el litio y el cobalto (Agencia Internacional de la Energía, 2024). Esta situación pone de relieve el papel crucial de China en las cadenas globales de suministro y las vulnerabilidades de la zona del euro frente a perturbaciones geopolíticas (International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy; Attinasi *et al.*, 2025). El 70 % de las importaciones de tierras raras de la zona proceden de China (primera columna del gráfico A). Incluso en los casos en los que la zona del euro se abastece de productos secundarios que contienen elementos de tierras raras en países distintos de China (segunda a cuarta columnas del gráfico A), los proveedores dependen en gran medida de China para el suministro de elementos de tierras raras sin procesar. Por ejemplo, el 80 % de las importaciones estadounidenses de estos elementos proceden del país asiático, por lo que la zona del euro sigue expuesta indirectamente a las cadenas de suministro chinas cuando importa productos de Estados Unidos en los que se usan tierras raras.

## Gráfico A

### Productos importados que afrontan restricciones a las exportaciones chinas



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el Sistema Armonizado (SA), en su nivel desagregado de seis dígitos según la clasificación de la Organización Mundial de Aduanas, las tierras raras están clasificadas con el código SA 280530, los compuestos de tierras raras con el código SA 284690, los productos químicos con el código SA 382499 y las máquinas para fabricar semiconductores con el código SA 848690. Los datos corresponden a 2024.

**Si se produjera una interrupción en el suministro de elementos de tierras raras, una parte considerable de la industria manufacturera se vería afectada, además de provocar efectos de contagio negativos generalizados.** Estos elementos desempeñan un papel fundamental en la producción de bienes concretos —como automóviles, ordenadores y teléfonos— en sectores que son esenciales para las cadenas de producción de la zona del euro. Un análisis de redes a partir de en una base de datos de Bloomberg sobre las relaciones proveedores-clientes de las empresas indica que más del 80 % de las grandes corporaciones europeas no están a más de tres intermediarios de distancia de un productor chino de tierras raras (gráfico B)<sup>1,2</sup>. Según estos datos, solo unas pocas empresas de la zona se abastecen directamente de proveedores chinos, por ejemplo, Airbus y BASF. Alrededor de una cuarta parte de las empresas —incluidas Volkswagen, Renault y Telefónica— solo utilizan un intermediario. Con frecuencia, los intermediarios son compañías tecnológicas estadounidenses que fabrican productos que contienen tierras raras suministradas por empresas chinas. Esta dependencia de cadenas de suministro indirectas amplifica la exposición de las empresas de la zona del euro a posibles disruptoras, dado que incluso leves interrupciones de las exportaciones

<sup>1</sup> La base de datos incluye aproximadamente a 12.300 empresas de la zona del euro. Estas empresas no son plenamente representativas, ya que son multinacionales muy grandes con un número elevado de proveedores. Con todo, en los casos en los que se dispone información sobre los ingresos, dichas empresas suponen el 30 % de los ingresos de la zona del euro (el 40 % si solo se considera el sector manufacturero) y, por consiguiente, es probable que jueguen un papel importante en la actividad económica agregada. Cualquier interrupción de su producción también afectaría al ecosistema de empresas de menor tamaño que dependen de ellas dentro de la cadena de suministro.

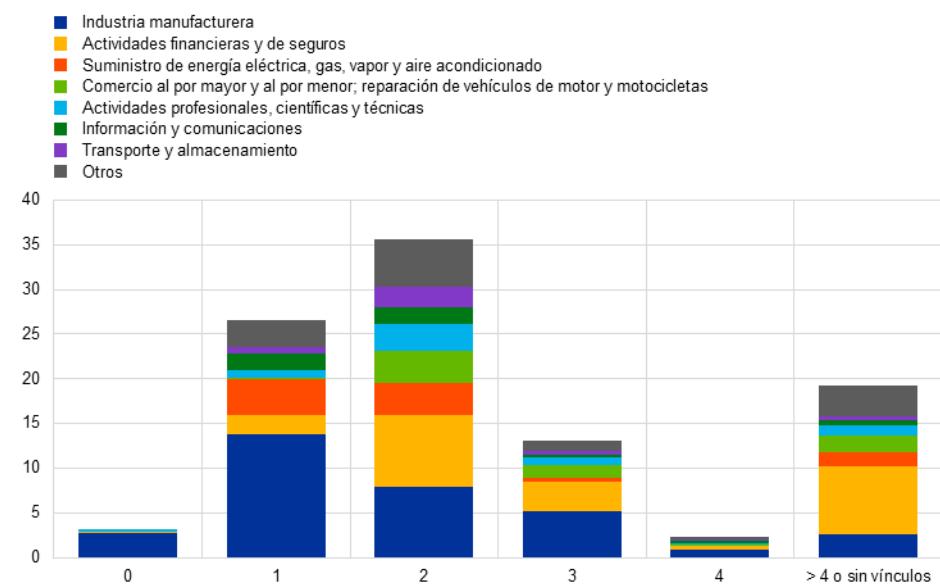
<sup>2</sup> En comparación, el número medio de intermediarios de las empresas de la zona del euro para llegar a un productor de petróleo también es de alrededor de tres.

chinas pueden transmitirse en cascada a los intermediarios y afectar a una amplia variedad de sectores.

### Gráfico B

#### Número de intermediarios entre las empresas de la zona del euro y los proveedores chinos de tierras raras

(porcentajes de empresas de la zona del euro, ponderadas por los ingresos)



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

Notas: Clasificación de las empresas según el código de actividad económica (CNAE) (nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea). El gráfico muestra los vínculos generados por las cadenas de suministro entre las empresas de la zona del euro y los productores chinos de tierras raras durante el período 2020-2024. Los vínculos se definen como las relaciones proveedor-cliente entre dos empresas. Un valor de 0 indica que las empresas de la zona se abastecen de tierras raras directamente de productores chinos sin intermediarios. No se incluyen los vínculos entre un proveedor chino de tierras raras y una empresa china que fabrica bienes que no están sujetos a restricciones de exportación.

#### La naturaleza de la dependencia de las tierras raras es diferente en los distintos sectores.

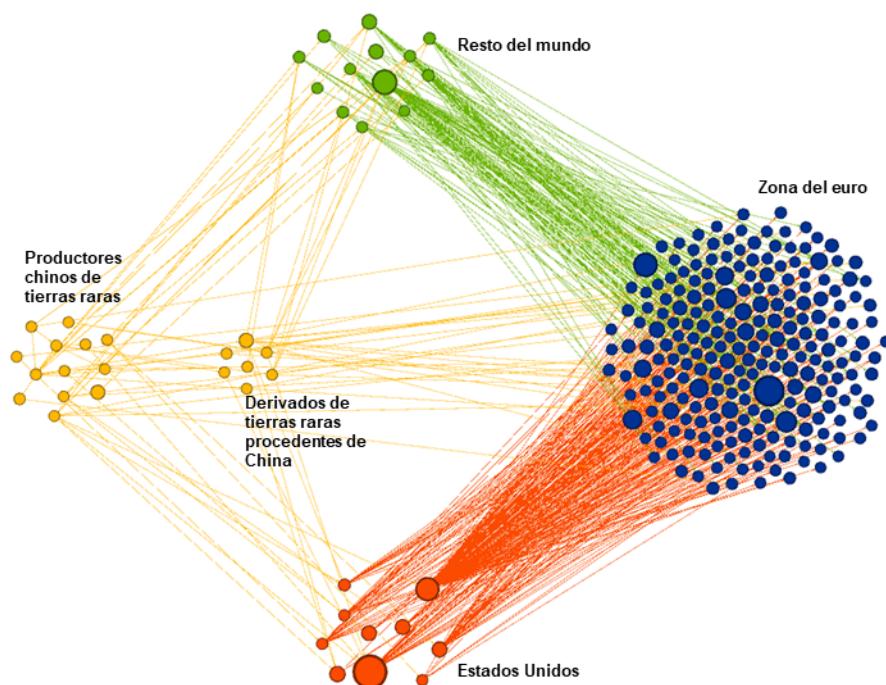
Las manufacturas están particularmente expuestas, ya que si se produjera una escasez de materiales de tierras raras, la producción podría paralizarse. La industria automovilística, por ejemplo, tiene una fuerte dependencia de los imanes permanentes fabricados con elementos de tierras raras. Este es también el caso del sector de la energía, en el que se usan estas tierras para la fabricación de imanes de neodimio que se utilizan en los aerogeneradores. En cambio, los servicios son menos vulnerables, ya que las tierras raras suelen emplearse de forma puntual como insumos intermedios.

**La red de proveedores chinos de tierras raras pone al descubierto un denso entramado de vínculos industriales globales.** Las relaciones directas con los clientes constituyen la base de la red de tierras raras, de la que forman parte empresas de Asia (fuera de China, principalmente Japón), la Unión Europea y Norteamérica. Muchas de ellas operan en sectores tecnológicos, energéticos y de manufacturas avanzadas. En la figura A se presenta la red de productores chinos de tierras raras y sus derivados, y muestra los vínculos directos entre las empresas de la zona del euro y los productores de estas tierras, así como los vínculos establecidos a través de una sola empresa intermedia (que corresponden a las dos primeras columnas del gráfico B). De las 1.767 empresas de la zona del euro

incluidas en la muestra, se observan once vínculos directos de compañías de tierras raras con empresas de la zona y 16 vínculos con empresas que producen derivados de tierras raras, al tiempo que 223 empresas tienen vínculos a través de solo un intermediario (alrededor del 13 %)<sup>3</sup>.

**Figura A**

Vínculos entre productores chinos de tierras raras y empresas de la zona del euro



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

Notas: Los nodos chinos son productores de tierras raras y de derivados. El gráfico muestra los vínculos directos e indirectos (a través del primer intermediario) de empresas chinas de tierras raras con empresas de la zona del euro. El tamaño de los nodos refleja los ingresos. En la red solo se consideran empresas respecto de las que se dispone de información sobre sus ingresos.

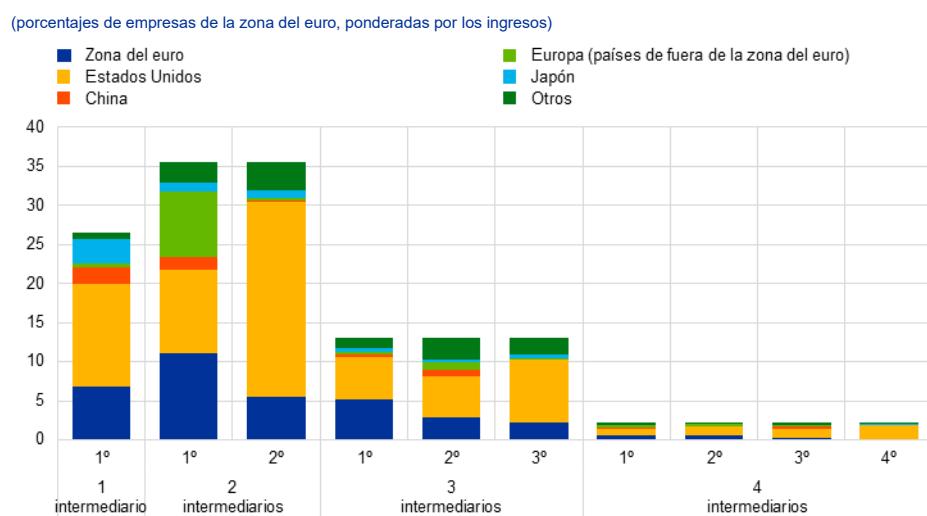
**Una paralización repentina del suministro de elementos de tierras raras de China a Estados Unidos repercutiría de forma significativa en las empresas de la zona del euro debido a la posición central de las empresas estadounidenses en la red de suministro global.** Las compañías del país norteamericano son los mayores intermediarios esenciales, ya que suministran productos transformados fabricados con elementos de tierras raras a las empresas de la zona del euro (gráfico C). Las corporaciones estadounidenses —incluidas importantes empresas tecnológicas como Microsoft, Apple e Intel— operan en sectores estratégicos como los de fabricación de semiconductores, producción de imanes de precisión y procesamiento de productos químicos, y dependen del abastecimiento de materias primas de China. Esto pone en evidencia la exposición indirecta de la zona del euro a los proveedores chinos de tierras raras. Solo 157 empresas estadounidenses actúan como intermediarios directos entre las empresas de la zona y los exportadores chinos de estas tierras. No obstante, estas compañías suministran productos a muchas empresas de la zona del euro, por lo que las interrupciones en

<sup>3</sup> Si también se consideran las empresas respecto de las que no se dispone de información sobre sus ingresos (12.300), las vinculadas directa e indirectamente a través de un intermediario son unas 550.

el abastecimiento de elementos de tierras raras podrían generar efectos en cascada en las cadenas de suministro.

### Gráfico C

#### País de origen de los intermediarios entre las empresas de la zona del euro y las empresas chinas de tierras raras



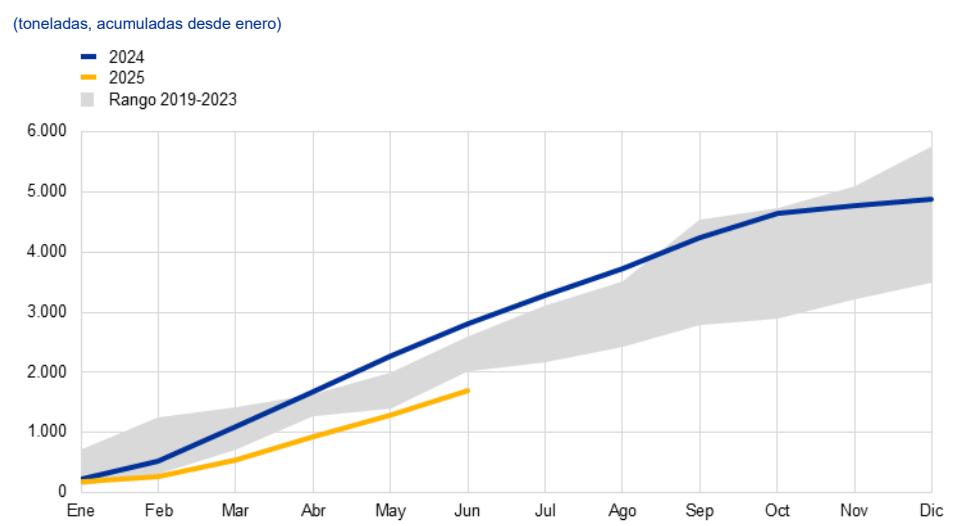
Fuentes: Bloomberg Finance L.P. y cálculos del BCE.

Notas: El primer intermediario es el vínculo más cercano a las empresas de la zona del euro, mientras que el intermediario con el número más alto es el vínculo más próximo a los productores chinos de tierras raras.

**Las restricciones a las exportaciones de tierras raras impuestas por China ya han provocado disrupciones en la cadena global de valor y han afectado a algunas empresas europeas.** En general, la zona del euro no había hecho acopio de elementos de tierras raras antes de que entraran en vigor las restricciones y, en junio, las importaciones agregadas de China se situaban por debajo de los niveles habituales (gráfico D). Ese mes, el sector automovilístico europeo dio la voz de alarma señalando que varias líneas y plantas de producción habían tenido que cerrar en Europa como consecuencia de unos niveles de existencias peligrosamente bajos (Asociación Europea de Proveedores de la Industria Automovilística, 2025). El retraso de China en la tramitación de las solicitudes de licencias de exportación fue la causa de parte de estas disrupciones. Sin embargo, desde entonces, las autoridades europeas han negociado para permitir que algunas empresas europeas aceleren la aprobación de las licencias.

## Gráfico D

### Importaciones de tierras raras de China por parte de la zona del euro



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra una combinación de las dos primeras columnas del gráfico A (código SA 280530 y código SA 284690). La última observación corresponde a junio de 2025.

**China está aprovechando su cuasimonopolio de elementos de tierras raras en las disputas comerciales internacionales.** Al restringir las exportaciones de tierras raras en respuesta a los aranceles estadounidenses, el país asiático ha demostrado que está dispuesto a utilizar estos elementos para presionar a sus socios comerciales. Asimismo, China podría usar las tierras raras para ejercer presiones en las negociaciones comerciales en curso con la UE. El Parlamento Europeo ha instado a la Comisión a abordar estas vulnerabilidades implementando con rapidez la Ley Europea de Materias Primas Fundamentales. Esta ley tiene por objeto, entre otros, reforzar la posición de Europa diversificando las importaciones de materias primas fundamentales y potenciando las iniciativas de reciclaje (Parlamento Europeo, 2025).

**La zona del euro sigue expuesta a riesgos asociados a la inflación y a riesgos económicos como consecuencia de su dependencia del suministro de elementos de tierras raras de China a sectores críticos.** Las disrupciones en las cadenas de suministro originadas por las restricciones a las exportaciones de este país podrían elevar los costes de los insumos para los fabricantes, en particular en el sector automovilístico, en el de electrónica y en el de energías renovables. Los mayores costes podrían incrementar los precios de consumo y contribuir a las presiones inflacionistas. Además, la escasez de materiales también podría paralizar la producción, lo que lastraría la producción industrial y frenaría la actividad económica en general. La pandemia puso en evidencia la fragilidad de las cadenas globales de suministro y mostró cómo perturbaciones repentinas pueden afectar en cascada a diferentes industrias y sectores. Las estimaciones basadas en modelos apuntan a que las disrupciones en el suministro de insumos críticos, como los elementos de tierras raras, podrían incidir de manera desproporcionada en los sectores que intervienen en las fases finales de la producción (Attinasi *et al.*, 2025). Los indicadores actuales no sugieren que las presiones en las cadenas de

suministro y las subidas de precios vayan a producirse de manera inminente. Con todo, es fundamental mantener la vigilancia y seguir de cerca los acontecimientos, dada la posibilidad de que se produzcan cambios rápidos en la dinámica de las cadenas globales de suministro. Como demuestra el estudio realizado en este recuadro, el análisis de redes podría servir como herramienta de seguimiento para identificar posibles vulnerabilidades de las cadenas de suministro.

## Bibliografía

M. G. Attinasi, L. Boeckelmann, R. Gerinovics y B. Meunier (2025), «[Unveiling the hidden costs of critical dependencies](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

Asociación Europea de Proveedores de la Industria Automovilística (2025), «[Urgent action needed as China's export restrictions on rare earths disrupt European automotive supply chains](#)», *nota de prensa*, 4 de junio.

Comisión Europea (2020), «[Critical raw materials for strategic technologies and sectors in the EU](#)», Oficina de Publicaciones de la Unión Europea.

Comisión Europea (2025), «[Critical Raw Materials Act](#)».

Parlamento Europeo (2025), «[Commission must tackle China's export restrictions on rare earth elements](#)», *nota de prensa*, 10 de julio.

Agencia Internacional de la Energía (2024), «[Global Critical Minerals Outlook 2024](#)», IEA Publications.

International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy (2023), «[The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 311, BCE.

## 2

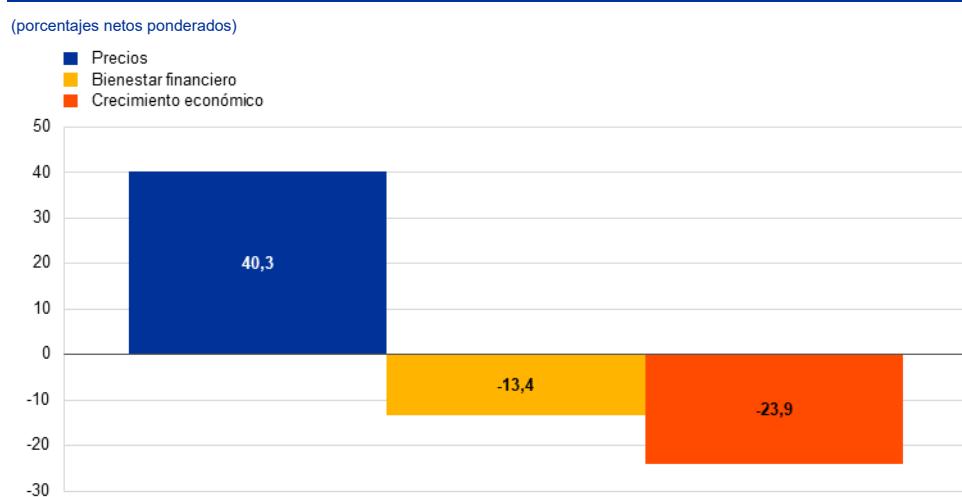
# Expectativas y comportamiento de los consumidores durante las recientes tensiones comerciales

Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov y Omiros Kouavas

**Las recientes tensiones comerciales y los anuncios de aranceles están afectando considerablemente al comportamiento y a las expectativas de los consumidores europeos.** Los datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) recopilados en junio de 2025 revelan que los consumidores europeos esperan que los aranceles tengan un impacto adverso sobre la inflación, las finanzas de los hogares y el crecimiento económico<sup>1</sup>. En términos netos, el 40 % de los encuestados considera que los aranceles tendrán un impacto inflacionista, el 13 % piensa que tendrán un efecto negativo sobre sus finanzas y el 24 % cree que frenarán el crecimiento económico (gráfico A).

**Gráfico A**

Expectativas de los hogares relativas al impacto de la subida de los aranceles



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. Pregunta formulada: «Desde que asumió el cargo en enero, el presidente de Estados Unidos ha anunciado la imposición de posibles aranceles y varios países (incluida la Unión Europea) han anunciado medidas de represalia en respuesta. Suponiendo que los aranceles llegan a imponerse, ¿cómo cree que afectarán a las siguientes categorías en los próximos doce meses?». El promedio de los porcentajes netos ponderados se ha calculado ponderando las respuestas de la siguiente manera: «Aumentará(n) mucho» (+1), «Aumentará(n) un poco» (+0,5), «Disminuirá(n) un poco» (-0,5), «Disminuirá(n) mucho» (-1).

**Los consumidores que consideran que los aranceles tendrán un impacto inflacionista han ajustado al alza sus expectativas de inflación.** Los datos muestran que, para el grupo de la encuesta de junio de 2025 que pensaba que los aranceles tendrían un impacto inflacionista, las expectativas de inflación también se elevaron en comparación con enero de 2025, concretamente en torno a 0,2 puntos porcentuales a un año vista, 0,13 puntos porcentuales a tres años vista y

<sup>1</sup> Véase Baumann *et al.* (2025a) para un análisis detallado de la evolución reciente de la confianza de los consumidores y el correspondiente crecimiento contenido del consumo.

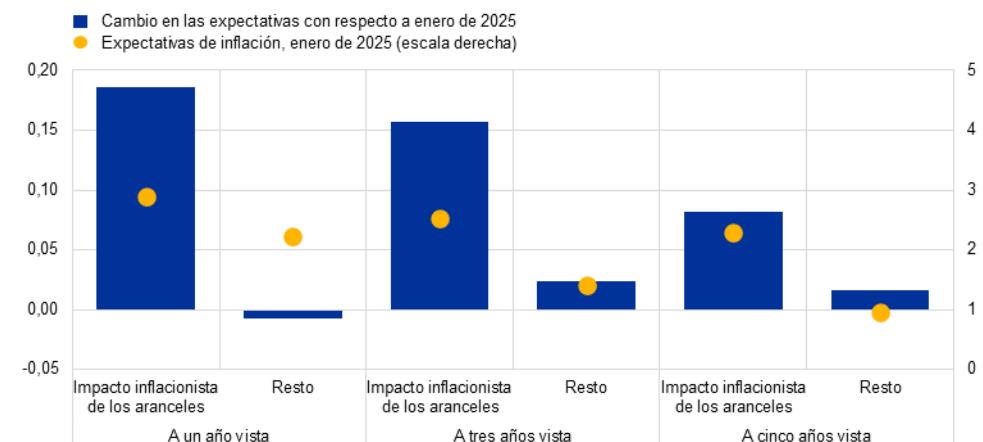
0,06 puntos porcentuales a cinco años vista (panel a del gráfico B). El ligero incremento de las expectativas de inflación a largo plazo en este grupo de encuestados sugiere que es posible que el efecto percibido de los aranceles sobre la inflación pueda no ser totalmente transitorio.

### Gráfico B

#### Cambios en las expectativas debido a los aranceles

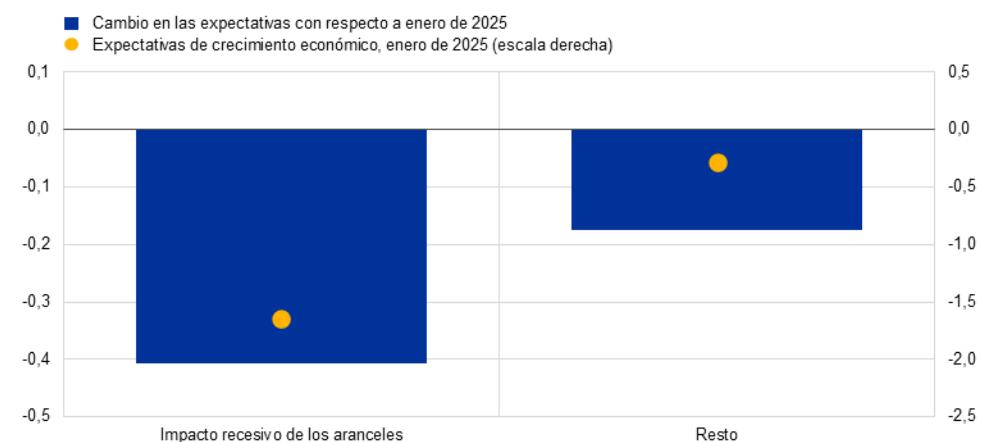
##### a) Expectativas de inflación

(escala izquierda: puntos porcentuales; escala derecha: porcentajes)



##### b) Expectativas de crecimiento económico

(escala izquierda: puntos porcentuales; escala derecha: porcentajes)



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. El panel a muestra la diferencia entre las expectativas de inflación en enero de 2025 y la media de las expectativas de inflación en abril, mayo y junio de 2025 para los encuestados que creen que los aranceles aumentarán la inflación y para aquellos que opinan que no en tres horizontes: a un año vista, a tres años vista y a cinco años vista. El panel b muestra la diferencia entre las expectativas de crecimiento económico en enero de 2025 y la media de esas expectativas en abril, mayo y junio de 2025 para los encuestados que consideran que los aranceles frenarán el crecimiento económico y para aquellos que piensan que no.

**Asimismo, la preocupación por el crecimiento económico se ha incrementado entre los que consideran que los aranceles tienen un impacto recesivo.** Los consumidores que creen que los aranceles tienen un efecto recesivo han reducido sus expectativas de crecimiento económico para los próximos doce meses en 0,4 puntos porcentuales desde enero de 2025, en comparación con un descenso de solo 0,2 puntos porcentuales en el caso del resto de encuestados (panel b del gráfico B). Estos resultados reflejan el mensaje del gráfico A, es decir, que las

tensiones comerciales están generando unas perspectivas económicas más pesimistas entre los hogares.

**En respuesta a la preocupación con respecto a los aranceles, los consumidores están modificando sus hábitos de gasto de forma notable.**

Aproximadamente el 26 % de los encuestados señalaron que estaban sustituyendo los productos estadounidenses, mientras que alrededor del 16 % indicaron que habían reducido su gasto total (panel a del gráfico C)<sup>2</sup>. Estos cambios de comportamiento varían en función del grupo de renta: los hogares de renta alta son más propensos a sustituir los productos de Estados Unidos, mientras que los de renta más baja se inclinan más por recortar su gasto total.

---

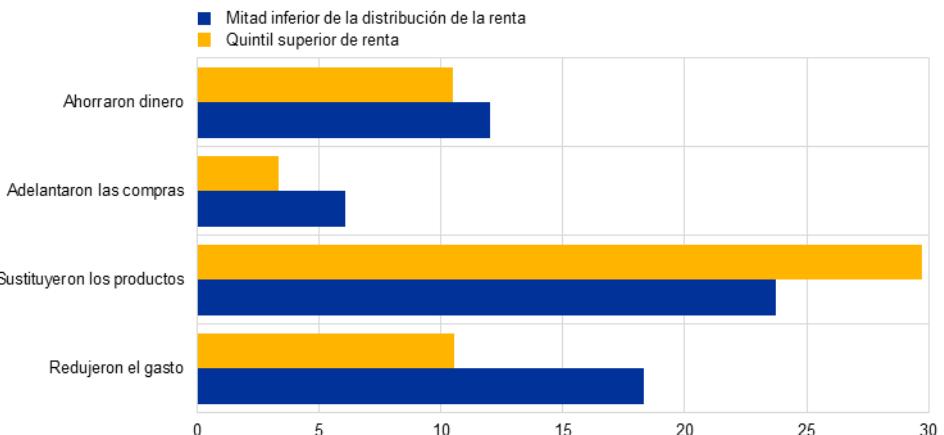
<sup>2</sup> La sustitución de productos estadounidenses señalada en la encuesta se ha producido a pesar de la depreciación significativa del dólar estadounidense.

### Gráfico C

#### Medidas adoptadas por los encuestados en la CES tras los anuncios de aranceles

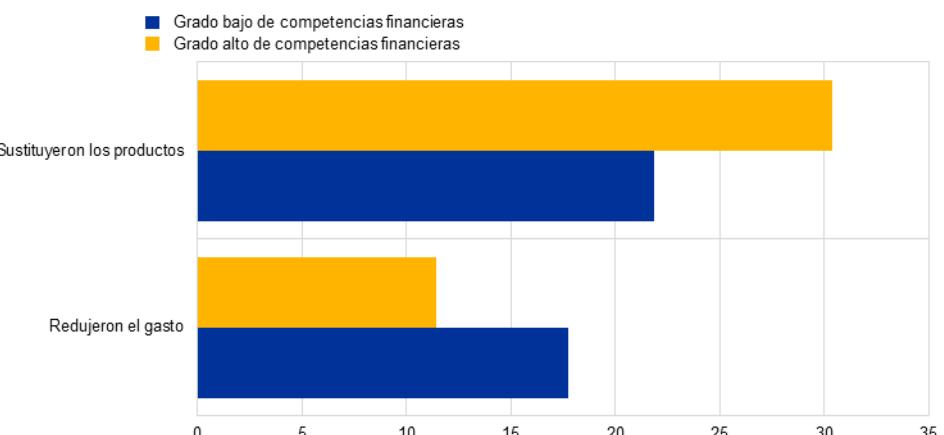
##### a) Medidas adoptadas, por nivel de renta

(porcentaje de encuestados)



##### b) Medidas adoptadas, por grado de competencias financieras

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. Porcentaje de encuestados que adoptaron una medida específica tras el anuncio de posibles aranceles. En el panel a, los quintiles de renta se obtienen de la renta declarada por los hogares, por edición de la encuesta y por país. En el panel b, el grado de competencias financieras se basa en las puntuaciones obtenidas en un «test» financiero de la CES en una escala de 0 a 4 donde 4 equivale a un grado alto y menos de 3 representa un grado bajo de competencias financieras.

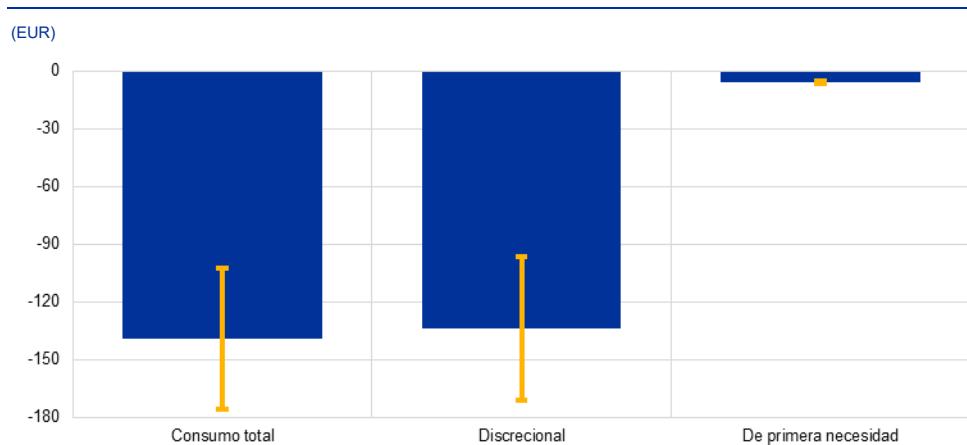
**Las competencias financieras y la preferencia por la sustitución de productos parecen influir en las medidas adoptadas.** Como se ha puesto de relieve en Baumann *et al.* (2025b), muchos consumidores ya estaban dispuestos a sustituir los productos estadounidenses antes de los anuncios de aranceles realizados por la Administración de Estados Unidos en abril de 2025<sup>3</sup>. En la encuesta de junio de 2025, los consumidores con más competencias financieras eran más propensos a señalar que habían sustituido los productos estadounidenses, mientras que aquellos con menos competencias financieras eran más propensos a indicar que habían reducido su consumo total (panel b del gráfico C).

<sup>3</sup> En la encuesta de junio de 2025, las respuestas de los participantes que en marzo de 2025 señalaron que las preferencias eran la razón principal para optar por una posible sustitución indican que el 40 %, aproximadamente, ha actuado ahora de acuerdo con esas intenciones.

**La reducción del gasto obedece a los recortes del gasto discrecional.** Los consumidores que señalaron que habían ajustado su consumo después de los anuncios de aranceles redujeron su gasto nominal total en mayor medida que el grupo de comparación, estimado como la diferencia entre los dos grupos y su consumo en enero y en abril de 2025. Como era de esperar, esta reducción se debió en su totalidad al gasto discrecional, mientras que el gasto de primera necesidad se mantuvo prácticamente igual (gráfico D).

#### Gráfico D

Estimaciones basadas en «diferencias en diferencias» de la reducción del consumo en respuesta a las tensiones comerciales



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. Diferencia en la variación del nivel de consumo entre enero de 2025 y abril de 2025 para los que señalaron que habían reducido el gasto después de los anuncios de aranceles y aquellos que no lo hicieron. Los bienes de primera necesidad incluyen los alimentos, las bebidas, los costes de la vivienda y los suministros básicos, mientras que el resto del consumo es discrecional. Las líneas de color amarillo representan intervalos de confianza del 90 %.

**Estos resultados ponen de relieve los efectos tangibles de las tensiones comerciales en el comportamiento y en las expectativas económicas de los consumidores europeos.** Al modificar las expectativas de inflación y de crecimiento y al desencadenar cambios en el comportamiento del gasto, los aranceles han introducido un nivel de incertidumbre que está influyendo en las decisiones de los hogares y posiblemente también en la evolución económica en términos más generales.

## Bibliografía

A. Baumann, L. Caprari, M. Dossche, G. Kocharkov y O. Kouavas (2025a), «[La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

A. Baumann, L. Caprari, M. Dossche, G. Kocharkov y O. Kouavas (2025b), «[How European consumers respond to US tariffs](#)», *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 16 de julio.

### 3 Las manufacturas frente a los servicios: cómo el adelanto de compras y la incertidumbre han determinado la evolución reciente

Niccolò Battistini y Johannes Gareis

**La actividad manufacturera volvió a crecer a principios de 2025, mientras que la de los servicios se ralentizó, lo que supuso una reversión de las tendencias observadas anteriormente en los dos sectores.** Los datos cuantitativos sobre producción muestran que la actividad de las manufacturas experimentó una desaceleración significativa en 2023 y 2024. Sin embargo, en el primer trimestre de 2025, dicha actividad repuntó cuando la contracción de la zona del euro, excluida Irlanda, se interrumpió bruscamente, al tiempo que, en Irlanda, el crecimiento se aceleró (gráfico A). En cambio, en los servicios, que habían seguido expandiéndose en los dos años anteriores, la actividad perdió impulso. Los datos de las encuestas de la Comisión Europea sobre las percepciones de las empresas confirman esta reversión. Las empresas manufactureras percibían un aumento notable de la actividad que, no obstante, se mantenía por debajo de su media de largo plazo. Por el contrario, las empresas de servicios señalaron una caída de la actividad percibida por debajo de los patrones históricos. La divergencia observada previamente entre las manufacturas y los servicios reflejó la escalada de la inflación provocada por los precios de la energía y el consiguiente endurecimiento de la política monetaria, que afectaron al sector manufacturero en particular, mientras que los servicios se vieron respaldados por la normalización de los hábitos de consumo tras la pandemia<sup>1</sup>. Aunque algunos de estos determinantes han revertido, han aparecido nuevos factores. Es probable que el adelanto temporal de las compras en previsión de las subidas de los aranceles estadounidenses haya contribuido a la recuperación de las manufacturas, mientras que la creciente incertidumbre en torno a la política comercial (y, más en general, a la política económica) parece haber moderado la actividad en su conjunto. En este recuadro se examinan el adelanto de compras y la incertidumbre sobre la política comercial utilizando datos granulares por sectores y se consideran las perspectivas a corto plazo para la actividad de las manufacturas y de los servicios.

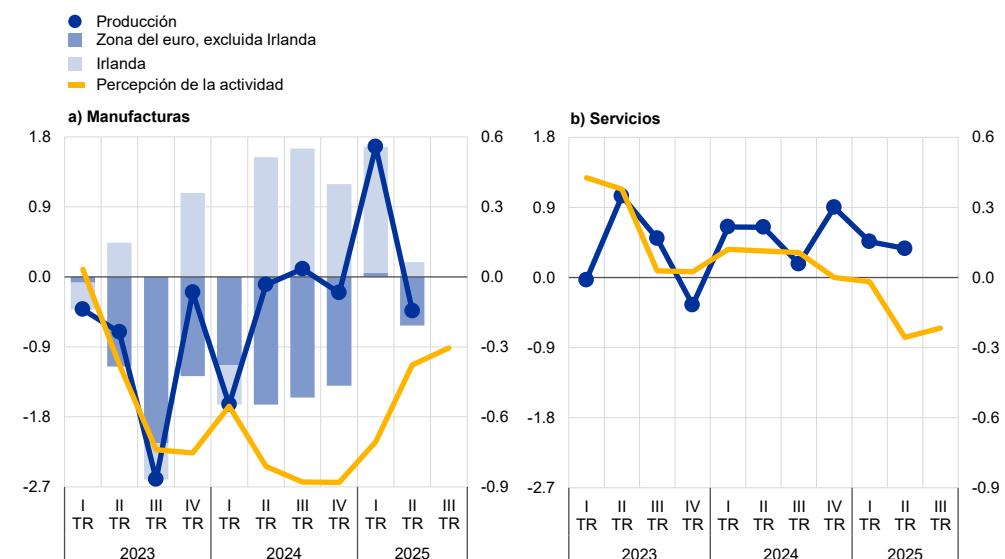
---

<sup>1</sup> Para conocer un análisis del impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria en la actividad de los sectores de manufacturas y de servicios, véase Battistini y Gareis (2023).

## Gráfico A

### Producción y percepción de la actividad en las manufacturas y los servicios

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: La producción de los servicios se refiere a la economía de mercado, excluidos los servicios financieros y públicos. «Percepción de la actividad» se refiere a la valoración de las empresas de cambios en la producción en los tres meses anteriores en el caso de las manufacturas y a la demanda en los tres meses anteriores en el de los servicios. Los indicadores de opinión se han normalizado para el período comprendido entre enero de 1999 y la fecha de la última observación. Las medias trimestrales de las observaciones más recientes se calculan a partir de las observaciones mensuales disponibles. Las últimas observaciones mensuales corresponden a junio de 2025 para la producción manufacturera, a mayo de 2025 para la producción de los servicios y a julio de 2025 para las encuestas de opinión.

### Es probable que el adelanto de las compras en previsión del aumento de los aranceles estadounidenses diera un impulso temporal a la actividad manufacturera en el primer trimestre de 2025.

De acuerdo con las encuestas a empresas, el adelanto reflejó un fuerte incremento transitorio de la demanda de Estados Unidos de bienes de la zona del euro con anterioridad a las subidas arancelarias previstas para abril (Melemenidis *et al.*, 2025). Ello es acorde con el momento y la magnitud de las fluctuaciones en la producción de las manufacturas. La producción de este sector se expandió de manera acusada en el primer trimestre tras dos años de descenso, en gran parte como consecuencia del vigoroso crecimiento registrado en marzo —mes en el que alcanzó un máximo—, y posteriormente cayó entre abril y junio. Los efectos del adelanto temporal también son evidentes si la exposición de distintos sectores a las exportaciones a Estados Unidos se compara con su dinámica de producción (gráfico B). En los sectores con mayor exposición a las exportaciones al país norteamericano se observó un avance más pronunciado de la producción en marzo (panel a del gráfico B) y una caída más intensa entre abril y junio (panel b del gráfico B). La industria farmacéutica es la que ilustra esta dinámica con mayor claridad, dado que está muy expuesta a las exportaciones a Estados Unidos. En este sector, la producción creció casi un 9 % en marzo en comparación con febrero, y después, en el segundo trimestre, experimentó una caída que en promedio fue de una magnitud similar. En varios países, esta evolución reflejó en gran medida la fuerte volatilidad de la fabricación

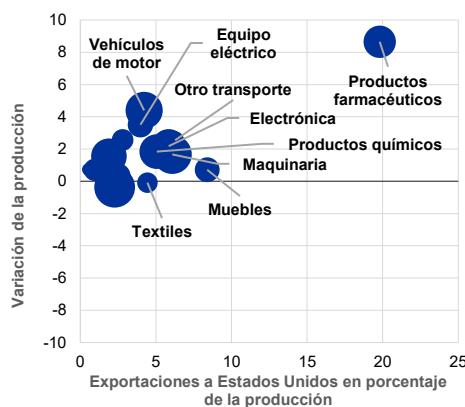
de productos farmacéuticos en Alemania, Países Bajos y, muy probablemente, Irlanda<sup>2</sup>.

### Gráfico B

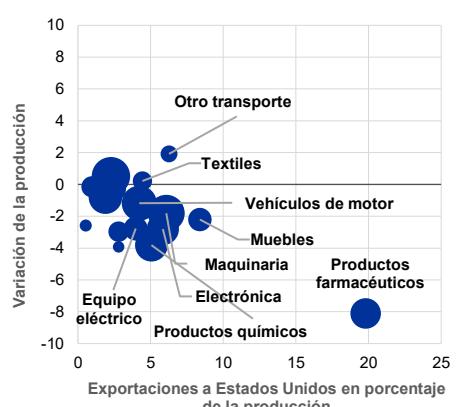
#### Producción de las manufacturas y exposición a las exportaciones a Estados Unidos

(tasas de variación de un período con respecto a otro)

a) Marzo con respecto a febrero



b) Media de abril-junio con respecto a marzo



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de los puntos refleja la participación de los sectores en el valor añadido bruto total. Las etiquetas identifican a los sectores en los que las exportaciones a Estados Unidos superan el 3 % de la producción del sector. Los datos *input-output* sectoriales se basan en las tablas de la base de datos FIGARO correspondientes a 2022. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

**Si bien la actividad de las manufacturas se vio favorecida temporalmente por el adelanto de las compras, es probable que la creciente incertidumbre acerca de la política comercial haya contribuido a la reciente pérdida de impulso observada en los servicios.** Después del anuncio de la imposición de aranceles realizado por la Administración estadounidense el 2 de abril, la incertidumbre en torno a la política comercial se incrementó hasta alcanzar un máximo histórico, muy por encima de los niveles observados en episodios anteriores de tensiones comerciales, como las disputas entre el país norteamericano y China durante el primer mandato del presidente Trump (gráfico C)<sup>3</sup>. La evidencia empírica muestra que la incertidumbre sobre la política comercial afecta de manera desproporcionada a la inversión empresarial (Caldara *et al.*, 2020; Andersson *et al.*, 2024) y a la actividad sectorial relacionada (De Santis y Zimic, 2019). Los datos granulares y actualizados procedentes de encuestas a los distintos sectores respaldan esta conclusión. Durante la primera Administración Trump, la actividad percibida disminuyó entre las empresas manufactureras y de servicios empresariales —ambos

<sup>2</sup> La fabricación de productos farmacéuticos en Alemania y Países Bajos se incrementó alrededor del 19 % y el 17 % entre febrero y marzo, y descendió en torno al 15 % y el 26 %, en promedio, en el segundo trimestre en comparación con marzo, respectivamente. Aunque no se dispone de datos oficiales sobre la producción de la industria farmacéutica de Irlanda, la producción del «sector moderno» (incluido el farmacéutico) de este país y sus exportaciones de productos farmacéuticos a Estados Unidos experimentaron un fuerte avance en marzo antes de descender en el segundo trimestre, lo que puede sugerir un patrón similar de producción.

<sup>3</sup> En este recuadro, la incertidumbre sobre la política comercial se refiere al índice elaborado por Caldara *et al.* (2020), que se construye haciendo un recuento de la frecuencia de aparición conjunta de los términos «política comercial» e «incertidumbre» en periódicos importantes de Estados Unidos. Para conocer un análisis inicial de la importancia de la incertidumbre en torno a la política comercial en comparación con otros indicadores de incertidumbre durante la primera Administración Trump, véase Azqueta-Gavaldón *et al.* (2019).

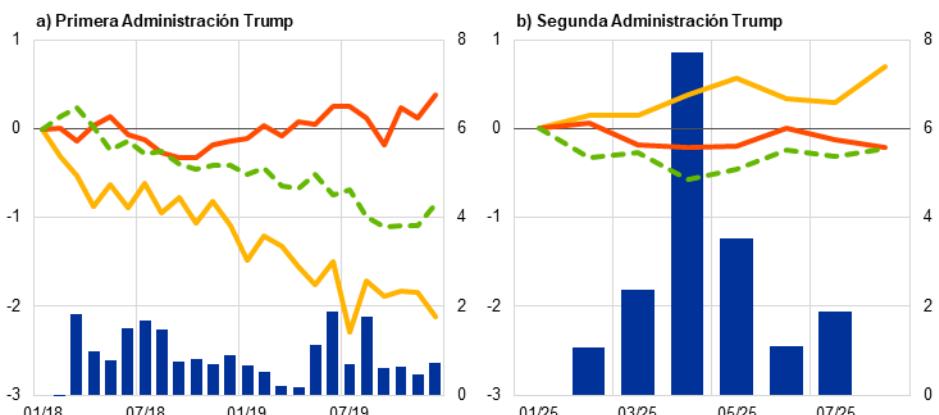
sectores estrechamente vinculados a la inversión empresarial—, mientras que mantuvo capacidad de resistencia en los servicios de consumo (panel a del gráfico C)<sup>4</sup>. De igual modo, en la coyuntura actual, es probable que la mayor incertidumbre sobre la política comercial haya afectado más a las manufacturas y a los servicios empresariales que a los servicios de consumo. Con todo, en el caso de las manufacturas, este impacto negativo se ha visto ampliamente compensado hasta ahora por los efectos positivos del adelanto de las compras, que han impulsado temporalmente la producción (panel b del gráfico C).

### Gráfico C

#### Incertidumbre sobre la política comercial y percepción de la actividad en las manufacturas y los servicios

(escala izquierda: variaciones acumuladas en saldos netos normalizados; escala derecha: variación acumulada en el índice normalizado)

- Incertidumbre sobre la política comercial (escala derecha)
- Manufacturas
- Servicios de consumo
- Servicios empresariales



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Caldara *et al.* (2020) y cálculos del BCE.

Notas: «Percepción de la actividad» se refiere a la valoración de las empresas de cambios en la producción en los tres meses anteriores en el caso de las manufacturas y a la demanda en los tres meses anteriores en el de los servicios. Los servicios de consumo incluyen los servicios de alojamiento y restauración, así como actividades de agencias de viajes, de emisión de radio y televisión y actividades postales; los servicios empresariales incluyen las demás actividades profesionales, almacenamiento, edición (principalmente software) y reparación de ordenadores. En relación con el indicador de incertidumbre sobre la política comercial, véase Caldara *et al.* (2020). Las variaciones acumuladas se han calculado a partir de enero de 2018 en el panel a y de enero de 2025 en el panel b. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2025

#### Diversos factores están determinando las perspectivas para las manufacturas y los servicios, y todavía no se observa una señal clara de cuáles prevalecerán.

Los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que la actividad ha disminuido ligeramente en los servicios de consumo, mientras que ha registrado una leve recuperación en los servicios empresariales, en el período transcurrido del tercer trimestre, ya que la incertidumbre en torno a la política comercial se ha reducido (panel b del gráfico C). Además, la actividad de las manufacturas ha seguido aumentando hasta situarse por encima del nivel de principios de año. Al considerar los riesgos originados por la incertidumbre, si la

<sup>4</sup> La creciente incertidumbre sobre la política comercial durante el primer mandato del presidente Trump debería ser solo un factor que explica la percepción de menor actividad en las manufacturas y en los servicios empresariales. Esta evolución también puede haberse visto influenciada por otros factores, entre ellos las dificultades del sector del automóvil como consecuencia de la introducción de nuevas normas sobre emisiones, las turbulencias financieras en los mercados emergentes y el Brexit (Gunnella y Quaglietti, 2019).

incertidumbre sobre la política comercial continuara siendo elevada en términos históricos, sus efectos moderadores podrían seguir afectando a los servicios y se harían evidentes en las manufacturas a medida que revierten los efectos del adelanto de las compras. Con todo, el acuerdo comercial alcanzado entre la UE y Estados Unidos podría dar lugar a una disminución rápida de la incertidumbre, lo que mitigaría algunos de sus impactos adversos. Aparte de los riesgos asociados a la incertidumbre, es probable que otros determinantes influyan en las perspectivas. Existen factores adversos con origen en la apreciación del euro y en el impacto de las subidas arancelarias, mientras que los efectos retardados de la relajación de la política monetaria y el posible apoyo procedente del aumento del gasto en defensa e infraestructuras son factores positivos compensatorios.

## Bibliografía

- M. Andersson, A. Bobasu y R. A. De Santis (2024), «[¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- A. Azqueta-Gavaldón, D. Hirschbühl, L. Onorante y L. Saiz (2019), «[Fuentes de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro: un enfoque basado en el aprendizaje automático](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- N. Battistini y J. Gareis (2023), «[La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino y A. Raffo (2020), «The economic effects of trade policy uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, enero, pp. 38-59.
- R. A. De Santis y S. Zimic (2019), «[El papel de los factores internos y externos en la caída de la producción industrial de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE.
- V. Gunnella y L. Quaglietti (2019), «[The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE.
- A. Melemenidis, R. Morris y M. Roma (2025), «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

## 4

# Disposición de los trabajadores a aceptar reducciones salariales a cambio de la flexibilidad del teletrabajo

Clémence Berson, António Dias da Silva y Marco Weissler

**Desde la pandemia, el teletrabajo se ha convertido en una práctica más habitual en la zona del euro<sup>1</sup>.** Según Eurostat, el porcentaje de trabajadores por cuenta ajena de entre 20 y 64 años que, al menos ocasionalmente, trabajaban en remoto se duplicó entre 2019 y 2024, desde el 11,7 % hasta el 22,4 %<sup>2</sup>. Entre los participantes en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), el trabajo a distancia era aún más común, dado que, en mayo de 2024, el 33,6 % de los asalariados indicó que teletrabajaba como mínimo dos días por semana. Esta discrepancia podría atribuirse a diferencias metodológicas y, puesto que la encuesta CES se lleva a cabo *online*, a posibles disparidades en los muestreos. La CES también pone de relieve que estas modalidades de teletrabajo parecen haberse consolidado, ya que se han mantenido estables, en general, entre 2024 y 2025. A menudo, las empresas ofrecen prestaciones extrasalariales, entre ellas posibilidades de teletrabajar, como alternativa a los incrementos salariales. Una conclusión frecuente a la que se llega en estudios internacionales previos sobre este tema es que los empleados estarían dispuestos a renunciar a una parte de su salario a cambio de poder trabajar a distancia (Aksoy *et al.*, 2022, Nagler *et al.*, 2024 y Cullen *et al.*, 2025). En este recuadro se analiza en qué medida los trabajadores de la zona del euro valoran la opción de poder teletrabajar.

**Según la encuesta CES, el modelo de trabajo híbrido sigue siendo el más común y la opción preferida por los que trabajan en remoto.** En 2025, el 55,7 % nunca teletrabajaba, el 11,9 % aproximadamente un día a la semana, el 21,9 % entre dos y cuatro días por semana («trabajo híbrido») y el 10,6 % cinco o más días a la semana (gráfico A)<sup>3</sup>. Cuando se comparan las modalidades de teletrabajo reales con las preferidas por los empleados se constatan algunas diferencias significativas. La mayor brecha se observa en el caso de los que actualmente trabajan en remoto una vez a la semana, seguidos de los que nunca teletrabajan y de aquellos que lo hacen todo el tiempo. En general, parece que el modelo de trabajo híbrido es la opción preferida, ya que la mayoría de los empleados que se acogen a esta modalidad (84 %) manifiestan estar satisfechos con su régimen actual de teletrabajo. Es interesante señalar que el 43 % de los que trabajan en remoto todo el tiempo preferirían trabajar menos días desde casa, lo que sugiere

<sup>1</sup> En este recuadro, se emplean indistintamente «teletrabajar», «trabajar en remoto», «trabajar a distancia» y «trabajar desde casa» para hacer referencia al trabajo realizado en un lugar distinto de la oficina o de otro centro de trabajo convencional, ya sea el domicilio del trabajador u otro lugar de su elección.

<sup>2</sup> Estos porcentajes se refieren a trabajadores por cuenta ajena de entre 20 y 64 años. Además, aunque el porcentaje actual de teletrabajadores es más elevado que en 2019, es más bajo que en 2021 y 2022, en consonancia con la evidencia relativa a Estados Unidos (Bick *et al.*, 2025). Para un análisis de la evolución del trabajo en remoto en la zona del euro durante la pandemia, véase Dias Da Silva *et al.* (2023).

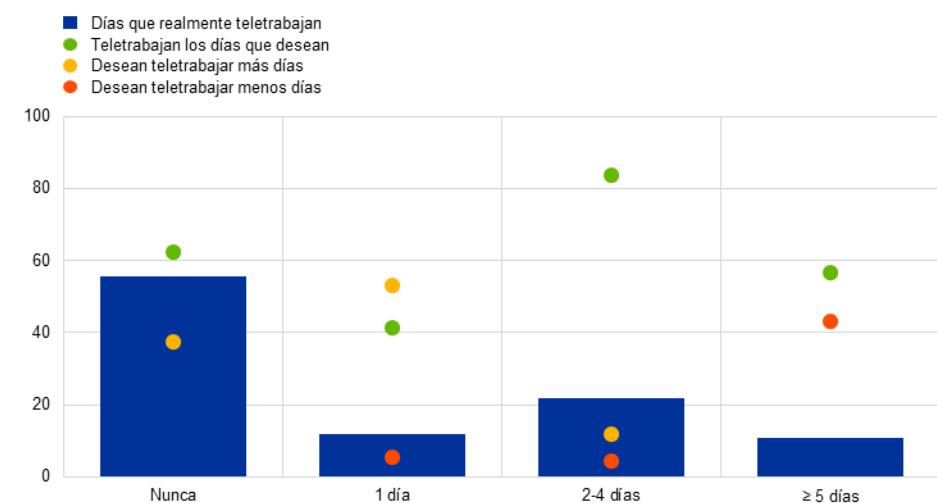
<sup>3</sup> Las cifras agregadas ocultan diferencias sustanciales entre las distintas profesiones en cuanto a la viabilidad del teletrabajo, tal como se muestra en Dias da Silva *et al.* (2023).

que el teletrabajo puede estar más determinado por las necesidades o las exigencias de la empresa que por las preferencias de los empleados<sup>4</sup>.

### Gráfico A

#### Días reales de teletrabajo a la semana y días de teletrabajo deseados

(columnas: porcentaje de trabajadores; puntos: porcentaje de trabajadores en cada columna)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Resultados del módulo anual sobre el mercado de trabajo de la encuesta CES finalizado en mayo de 2025 para trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años. Estos resultados se basan en las preguntas siguientes: «En general, ¿cuántos días ha trabajado desde casa en una semana típica en los últimos tres meses» y «En los próximos doce meses, ¿cuántos días a la semana le gustaría trabajar desde casa en una semana típica?».

**Los trabajadores no están dispuestos a renunciar a una parte importante de su salario a cambio de un modelo de trabajo híbrido, a pesar del alto grado de satisfacción con su régimen de teletrabajo actual.** En mayo de 2025, se solicitó a los participantes en la encuesta CES que, suponiendo que su empresa no permitiese el teletrabajo, indicaran el nivel de reducción salarial que estarían dispuestos a aceptar (en porcentaje de su sueldo actual) para tener la opción de trabajar en remoto dos o tres días por semana. Los resultados muestran que el 70 % no estaría dispuesto a admitir un recorte salarial a cambio de teletrabajar. Sin embargo, el 13 % aceptaría una rebaja de entre el 1 % y el 5 %, mientras que el 8 % estaría de acuerdo con una disminución de entre el 6 % y el 10 % (panel a del gráfico B).

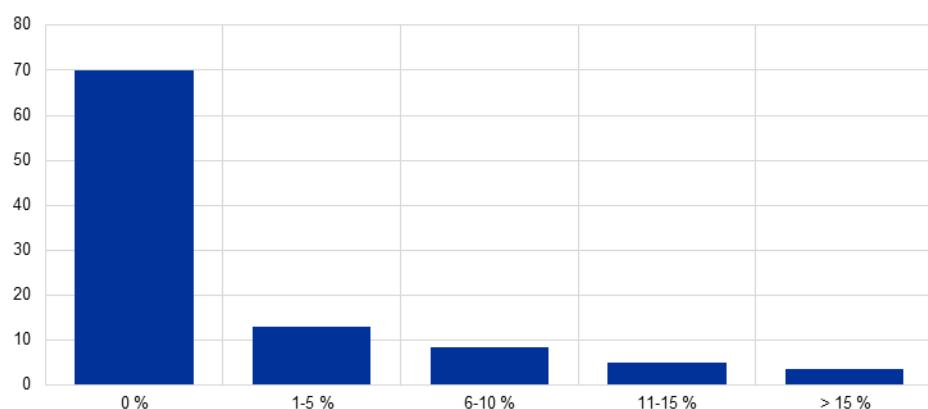
<sup>4</sup> Solo la mitad de los empleados que en mayo de 2024 indicaron que trabajaban en remoto todo el tiempo mantenían las mismas condiciones de teletrabajo en mayo de 2025, frente al 74 % de los que seguían acogidos a un modelo de trabajo híbrido y el 88 % de los que nunca o casi nunca teletrabajaban. Esto sugiere que el trabajo 100 % a distancia no es una modalidad que se mantenga en el tiempo.

## Gráfico B

### Disposición a aceptar una reducción salarial a cambio de un modelo de trabajo híbrido

#### a) Porcentaje de trabajadores dispuestos a aceptar una reducción salarial

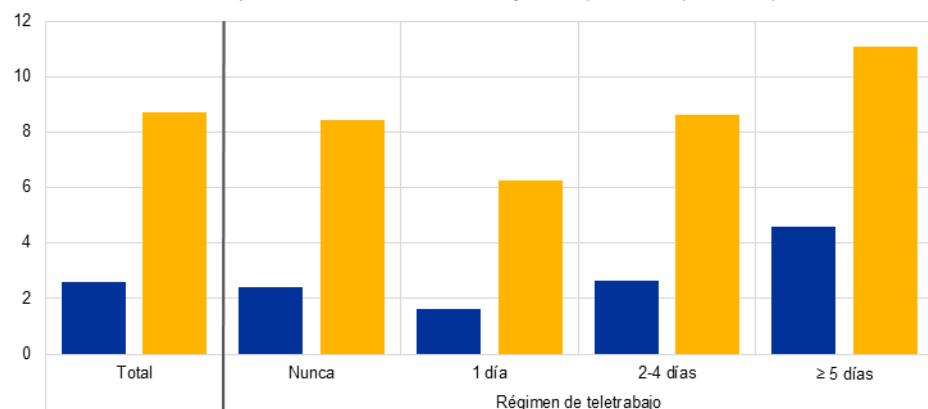
(eje de abscisas: porcentaje del salario actual; eje de ordenadas: porcentaje de trabajadores)



#### b) Reducción salarial media aceptable a cambio de un modelo de trabajo híbrido

(porcentaje del salario actual)

■ Reducción salarial aceptable a cambio de un modelo de trabajo híbrido  
■ Reducción salarial aceptable a cambio de un modelo de trabajo híbrido (reducción superior a cero)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Resultados del módulo anual sobre el mercado de trabajo de la encuesta CES finalizado en mayo de 2025 para trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años. Los resultados del panel b se basan en la pregunta siguiente: «Imagine que su empresa no permite que sus empleados teletrabajen. ¿Cuál es la mayor reducción de salario (en porcentaje de su salario actual) que estaría dispuesto a aceptar teóricamente por trabajar dos o tres días a la semana desde casa?». Los resultados excluyen a aquellos trabajadores cuya actividad no puede llevarse a cabo en remoto.

**La reducción salarial media que los trabajadores aceptarían a cambio de trabajar a distancia dos o tres días a la semana asciende al 2,6 %. Este porcentaje es significativamente más bajo que otras estimaciones de la literatura empírica. Barrero *et al.* (2021) estiman que en Estados Unidos los trabajadores aceptarían un recorte del 7 % si pudieran teletrabajar dos o tres días por semana. Según lo estimado por Nagler *et al.* (2024), en Alemania los asalariados están dispuestos a renunciar al 7,7 % de sus ingresos salariales por la posibilidad de trabajar en remoto todo el tiempo y al 5,4 % por teletrabajar dos días a la semana. Centrándose en el sector tecnológico estadounidense, Cullen *et al.* (2025) calculan que los trabajadores serían proclives a asumir una reducción de alrededor del 25 %**

de su salario total para poder optar a un trabajo a distancia frente a uno totalmente presencial.

**Se observan grandes diferencias en la disposición a aceptar una reducción salarial en función de las distintas modalidades de teletrabajo.** Los empleados que en la actualidad trabajan en remoto con más frecuencia tienden a estar dispuestos a aceptar un mayor recorte de su salario para mantener este régimen de trabajo (panel b del gráfico B). Aquellos que teletrabajan todo el tiempo se muestran dispuestos a asumir una rebaja del 4,6 %. En cambio, los que actualmente trabajan a distancia un día a la semana aceptarían una reducción salarial de solo el 1,6 %. Entre los que manifiestan su disposición a admitir un salario menor, el recorte medio aceptable es mucho más elevado (8,7 %). Ello sugiere que, si bien la mayoría de los empleados no son muy proclives a renunciar a una parte de su sueldo por teletrabajar, algunos consideran que el teletrabajo es una prestación extrasalarial valiosa.

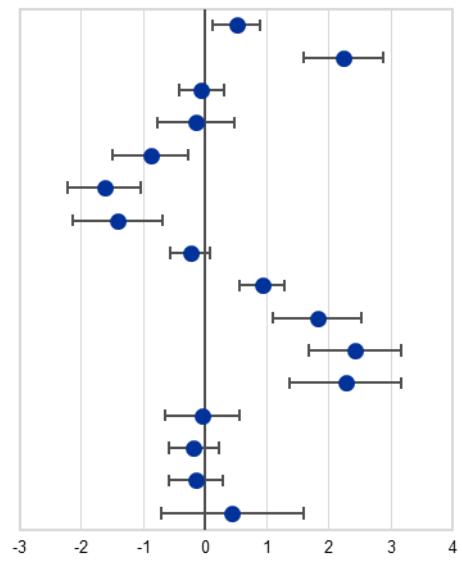
**Las características personales y del puesto influyen en la medida en que los trabajadores valoran la opción de trabajar en remoto (gráfico C).** Los más jóvenes suelen dar más valor al teletrabajo que los de mayor edad. Los empleados con hijos en el hogar tienden a valorarlo mucho (véase, por ejemplo, Aksoy *et al.*, 2025), al igual que aquellos con tiempos de desplazamiento al lugar de trabajo más largos. En cambio, parece que la renta, el nivel educativo y el género del trabajador tienen un impacto reducido en su valoración del teletrabajo.

### Gráfico C

Disposición a aceptar una reducción salarial: resultados de una regresión a partir de las características personales y del puesto

(porcentaje del salario actual)

Régimen de teletrabajo	Híbrido Íntegramente en remoto
Educación	Tercaria
Edad	30-39
	40-49
	50-59
	60+
Género	Femenino
Hijos en el hogar	Sí
Tiempo de desplazamiento	15-30 min.
	30-60 min.
	> 60 min.
Modalidad contractual	A tiempo parcial
Nivel de renta	Medio
	Alto
	Constante



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Resultados del módulo anual sobre el mercado de trabajo de la encuesta CES finalizado en mayo de 2025 para trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años. Coeficientes e intervalos de confianza del 95 % de una regresión lineal con errores estándar robustos a la heterocedasticidad. Las categorías de referencia omitidas son «Nunca» y «un día a la semana» (para régimen de teletrabajo), «20-29» (para edad), «0-15 min» (para tiempo de desplazamiento) y «Bajo» (para nivel de renta). Los grupos de renta se definen como terciles de los salarios por hora recortados en abril de 2025. Los resultados excluyen a aquellos trabajadores cuya actividad no puede llevarse a cabo en remoto. Ejemplo a efectos ilustrativos: los empleados de empresas con un modelo de trabajo híbrido (2-4 días de teletrabajo por semana) están dispuestos, en promedio, a aceptar un recorte salarial estimado 0,5 puntos porcentuales superior al de aquellos que nunca o casi nunca teletrabajan. La probabilidad de que el valor verdadero de esta estimación se sitúe entre 0,1 y 0,9 puntos porcentuales es del 95 %, es decir, es probable que sea superior a cero.

**Otros factores pueden influir en estos resultados.** Trabajar a distancia conlleva retos como el aislamiento social, menos oportunidades para relacionarse con los compañeros y preocupación por la falta de visibilidad en el trabajo. Estos factores pueden ser el motivo por el que muchos no están dispuestos a aceptar una reducción salarial a cambio de posibilidades de trabajo híbrido. Sin embargo, para algunos —especialmente aquellos con hijos o tiempos de desplazamiento largos— el trabajo en remoto es muy valioso, ya que les ayuda a conciliar su vida laboral y personal. También puede contribuir a que los trabajadores que se enfrentan a determinadas circunstancias externas participen en el mercado laboral o acepten empleos que de otro modo no podrían llevar a cabo, por ejemplo, reduciendo el coste de los desplazamientos o facilitando las responsabilidades de cuidado familiar. Por tanto, la flexibilidad del teletrabajo puede contribuir a atraer y retener trabajadores, sobre todo en mercados de trabajo tensionados con escasez de personal cualificado.

### Bibliografía

- C. G. Aksoy, J. M. Barrero, N. Bloom, S. J. Davis, M. Dolls y P. Zarate (2022), «Working from Home Around the World», *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, pp. 281-330.

C. G. Aksoy, J. M. Barrero, N. Bloom, S. J. Davis, M. Dolls y P. Zarate (2022), «Working from Home in 2025: Five Key Facts», Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, 14 de abril.

J. M. Barrero, N. Bloom y S. J. Davis (2021), «Why Working from Home Will Stick», *NBER Working Paper*, n.º 28731, abril.

A. Bick, A. Blandin, A. Caplan y T. Caplan (2025), «The work from home divide: Insights from six US surveys», *VoxEU column*, 4 de marzo.

Z. Cullen, B. Pakzad-Hurson y R. Perez-Truglia (2025), «Home Sweet Home: How Much Do Employees Value Remote Work?», *AEA Papers and Proceedings*, vol. 115, pp. 276-281, mayo.

A. Dias da Silva, D. Georgarakos y M. Weissler (2023), «[Preferencias de trabajo en remoto tras la pandemia](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

M. Nagler, J. Rincke y E. Winkler (2024), «Working from home, commuting, and gender», *Journal of Population Economics*, vol. 37, art. n.º 58, 8 de junio, pp. 1-23.

## 5

# Seguimiento de la atención a la inflación en las noticias de prensa

Ilias Aarab, Marta Bañbara, Elena Bobeica y Emma Leguay

**El grado de atención que los ciudadanos prestan a la inflación puede afectar a las expectativas de inflación, a la propagación de shocks a la inflación y a la transmisión de la política monetaria.** En concreto, el nivel de atención determina cómo se forman dichas expectativas, que desempeñan un papel fundamental en la dinámica de los precios y los salarios. La atención que se dedica a la inflación varía con el tiempo<sup>1</sup>. Cuando es elevada, las expectativas son más sensibles a su evolución, lo que podría dar lugar a una transmisión más intensa y rápida a los precios y salarios reales. Estudios previos también muestran que las personas que prestan atención a la inflación y las que no lo hacen pueden responder de manera diferente a la política monetaria. Así pues, el grado de atención puede influir en la efectividad de la transmisión de la política monetaria (Pfäuti, 2024; Song y Stern, 2024).

**En este recuadro, la atención prestada a la inflación se aproxima midiendo la relevancia de este tema en la prensa.** Las encuestas pueden proporcionar una medida directa de la atención a través de preguntas específicas, pero la cobertura de prensa ofrece una alternativa indirecta, reflejando la información que está a disposición de los agentes económicos<sup>2</sup>. Se ha constatado que esta cobertura determina las percepciones y las expectativas de los consumidores, ya que los hogares recurren a los medios de comunicación para mantenerse informados sobre la evolución de los precios<sup>3</sup>. Además, los datos de noticias de prensa están disponibles con alta frecuencia y de manera oportuna.

**En este recuadro se presenta una medida de la atención prestada a la inflación basada en diccionarios, que se basa en un amplio corpus de artículos publicados en periódicos generalistas de las cuatro economías principales de la zona del euro.** Para medir la atención a la inflación en la zona del euro se sigue la metodología propuesta por Baker *et al.* (2016) con el fin de obtener un índice de incertidumbre de política económica. Se calcula la proporción de artículos de prensa que contienen una o varias palabras clave asociadas a la inflación<sup>4</sup>. Se utilizan artículos publicados en sus idiomas originales en periódicos de Francia, Alemania,

<sup>1</sup> A menudo, las personas no recopilan ni procesan toda la información disponible al tomar decisiones, ya sea debido a limitaciones cognitivas o a los costes asociados. En este último caso, tienden a dar prioridad a las señales más relevantes (Handel y Schwartzstein, 2018; Coibion *et al.*, 2018). Este mecanismo, conocido como «desatención racional» (para un análisis, véase Maćkowiak *et al.*, 2023), puede influir en las expectativas y, por tanto, tiene implicaciones significativas para las dinámicas de la economía.

<sup>2</sup> En otros estudios se han analizado otras fuentes de datos como X (antes Twitter), Google Trends o la cobertura televisiva, tanto para Estados Unidos como para países europeos, y se han obtenido resultados similares a los presentados en este recuadro (véase, por ejemplo, Buelens, 2023; Korenok *et al.*, 2022).

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, Larsen *et al.* (2021); Nimark y Pitschner (2019), y Arndt (2024).

<sup>4</sup> Aparte del término «inflación», en este recuadro se utilizan varios términos y expresiones relacionados, incluidos sinónimos de subidas, dinámicas y presiones de precios, evolución del poder adquisitivo y del valor de la moneda, así como sus variantes gramaticales en cada idioma.

Italia y España<sup>5</sup>. Estos artículos proceden de Factiva, una base de datos de noticias de prensa mantenida por Dow Jones. Después de realizar varias fases de preprocessamiento y «limpieza», el resultado es una base de datos con más de tres millones de artículos, con una media de 10.000 artículos publicados al mes<sup>6</sup>. Para cada idioma se construye un conjunto de palabras clave relacionadas con la inflación (el «diccionario») y se calcula la proporción diaria de artículos en el corpus de cada periódico que contienen al menos una de estas palabras clave. La serie temporal diaria de cada periódico se estandariza para que mantenga una desviación típica igual a uno para el período 1997-2011. A continuación, se calcula la media de estas proporciones estandarizadas en los distintos periódicos para elaborar la serie temporal diaria consolidada. Por último, esta serie temporal se normaliza para obtener una media de 100 durante ese mismo período<sup>7</sup>. Así pues, un valor de 500 del índice de atención a la inflación significa que esta es cinco veces mayor que la atención media prestada entre 1997 y 2011. El índice de atención a la inflación resultante muestra una fuerte correlación (0,85) con la inflación durante todo el período muestral disponible.

---

<sup>5</sup> Francia: *Le Monde*, *Les Echos*, *Le Figaro*; Alemania: *Der Tagesspiegel*, *Die Welt*, *Die Süddeutsche Zeitung*; Italia: *Il Corriere della Sera*, *Il Sole 24 Ore*, *La Repubblica*, *La Stampa*; España: *El Mundo*, *El País*, *Expansión*, *La Vanguardia*.

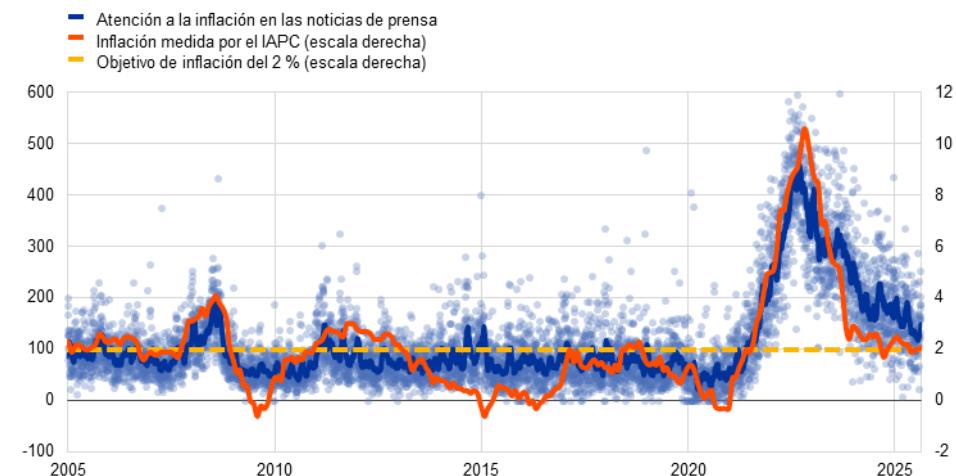
<sup>6</sup> Esta metodología asume que la calidad de los datos de texto es alta. Para garantizarlo, se llevan a cabo varias fases de preprocessamiento diseñadas con el fin de excluir documentos que probablemente no sean relevantes y de limpiar otros componentes de los datos que podrían distorsionar la señal. Ejemplos de este tipo de registros son aquellos extremadamente breves o largos, los que tienen un contenido explícitamente republicado y aquellos cuya codificación temática no figura en la lista de categorías relacionadas con la economía.

<sup>7</sup> La metodología aplicada en este análisis es distinta de la que siguen Baker *et al.* (2016) en dos aspectos. En primer lugar, el índice se ha calculado con frecuencia diaria, mientras que en Baker *et al.* la frecuencia es mensual. Este enfoque se ha seleccionado por la disponibilidad de datos suficientes y por el interés en recopilar noticias de alta frecuencia, lo que proporciona información valiosa antes de la publicación mensual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). En segundo lugar, para las fases de estandarización y normalización, este análisis abarca los años 1997-2011, mientras que el período que cubre el estudio mencionado es 1985-2009. Este ajuste incluye la crisis de la deuda soberana, de especial relevancia para los países europeos.

## Gráfico A

### Atención a la inflación en las noticias de prensa e inflación medida por el IAFC

(escala izquierda: índice del número relativo de artículos; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Dow Jones Factiva, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La atención a la inflación en la prensa se calcula utilizando la media móvil de 28 días del índice diario. El índice diario se muestra en forma de puntos sombreados en azul. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

**Aunque la atención prestada a la inflación en las noticias ha disminuido desde el máximo que alcanzó en 2022, sigue siendo superior a los niveles**

**observados antes del repunte inflacionista (gráfico A).** A medida que las tasas de inflación aumentaron de forma acusada en la zona del euro y en otros países, y las subidas de los precios erosionaron el poder adquisitivo, los artículos de prensa se enfocaron más en la dinámica de la inflación. Esta mayor atención a la inflación durante el pico inflacionista pone de manifiesto la influencia del entorno económico general en los patrones de atención, como se documenta en varios estudios<sup>8</sup>.

Aunque la inflación se ha mantenido en el último tiempo próxima al objetivo del BCE del 2 % a medio plazo, su cobertura por parte de los medios de comunicación sigue siendo relativamente alta<sup>9</sup>. Esta persistencia puede reflejar los efectos duraderos del episodio inflacionista más importante registrado en la historia reciente de la zona del euro. Los ciudadanos aún tienen presente el recuerdo del período de inflación elevada, los niveles de precios son altos si se comparan con los niveles previos a la escalada inflacionista y el poder adquisitivo se ha ido recuperando solo gradualmente (Bates *et al.*, 2025).

**La persistente atención a la inflación en la prensa ha coincidido con la percepción de los ciudadanos de que su ritmo de caída ha sido más lento de lo que realmente fue.** Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), la inflación percibida por estos aumentó de forma acusada en respuesta a las crecientes subidas de los precios, pero se redujo de forma más gradual cuando la inflación observada comenzó a disminuir (gráfico B). Es probable que la mayor lentitud de este ajuste haya contribuido a la persistencia de unas expectativas de inflación elevadas, en

<sup>8</sup> Bracha y Tang (2025); Coibion y Gorodnichenko (2025), y Weber *et al.* (2025).

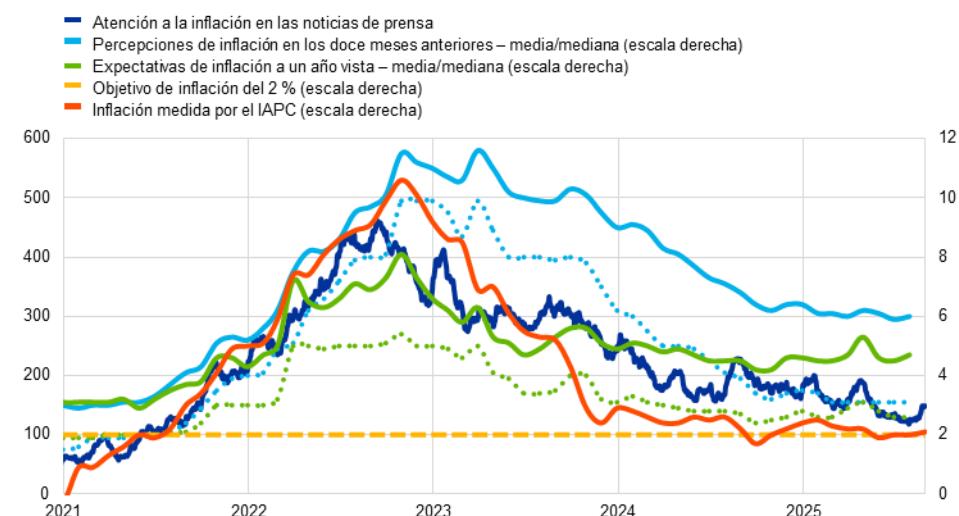
<sup>9</sup> Un patrón similar se puede observar en Estados Unidos, con una medida diferente de la atención a la inflación (Pfäuti, 2025).

particular a un año vista, dada la estrecha relación entre las dos variables. La frecuencia de la atención prestada a la inflación en las noticias de prensa muestra una fuerte correlación con las percepciones de los consumidores sobre la inflación pasada y sus expectativas a corto plazo, tanto durante el período de incremento de la inflación como cuando descendió posteriormente. Al igual que sucede con la atención que recibe la inflación en la prensa, tanto las percepciones como las expectativas se han mantenido en niveles ligeramente elevados si se comparan con los niveles anteriores a la escalada inflacionista, pese a que la inflación observada se ha reducido con más rapidez.

### Gráfico B

#### Atención a la inflación, percepciones y expectativas de inflación durante el período reciente de inflación elevada

(escala izquierda: índice del número relativo de artículos; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Dow Jones Factiva, encuesta sobre las expectativas de los consumidores, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La atención a la inflación en las noticias de prensa se calcula utilizando la media móvil de 28 días del Índice diario. Las percepciones y las expectativas de inflación muestran la tasa media de las respuestas a la encuesta con líneas continuas, y la mediana de las respuestas con líneas punteadas. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025 para la atención prestada a la inflación en la prensa y para la inflación medida por el IAPC, y a julio de 2025 para las percepciones de inflación en los doce meses anteriores y las expectativas de inflación a un año vista.

**En general, la atención prestada a la inflación se ha moderado ligeramente este año pero, si bien se ha normalizado para el componente energético, sigue siendo elevada en el caso de los alimentos.** A finales de agosto, la atención a la inflación era menor que a principios de año. A comienzos de abril se produjo un repunte transitorio de la cobertura de prensa sobre la inflación, coincidiendo con el anuncio de la imposición de aranceles realizado por Estados Unidos el 2 de abril, pero la atención disminuyó a medida que las tensiones arancelarias se redujeron. Si se examinan con más detalle la energía y los alimentos —dos componentes que fueron fundamentales en la escalada inflacionista y que influyen notablemente en las expectativas—, se ponen de relieve varias similitudes y algunas tendencias contrapuestas. Durante la mencionada escalada, estos dos componentes recibieron considerablemente más atención en las noticias que la inflación en general. En concreto, la cobertura de la inflación de la energía se multiplicó por siete con respecto a su media histórica y hasta por once en el caso de la cobertura de la inflación de los alimentos. En comparación, las noticias sobre la inflación general se

multiplicaron aproximadamente por cinco. La atención dedicada a los incrementos de los precios de la energía ha retorna en gran medida a los niveles anteriores al repunte inflacionista, mientras que la inflación de los alimentos sigue recibiendo una atención considerable en los medios de comunicación<sup>10</sup>. Este patrón es acorde con el hecho que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se mantuviera elevada, en el 3,2 %, en agosto de 2025 y de que, en general, estos precios todavía son significativamente superiores a los niveles anteriores a la pandemia.

**En conjunto, la atención a la inflación ha disminuido, lo que pone de manifiesto la importancia del entorno económico general al determinar la cobertura de los medios de comunicación.** No obstante, la atención sigue superando los niveles observados antes de la escalada inflacionista, lo que puede deberse a las tasas de inflación de determinados componentes, como los alimentos, que continúan siendo más elevadas que antes de la pandemia, así como a los efectos persistentes del episodio inflacionista más pronunciado de la historia reciente de la zona del euro en la memoria colectiva de los europeos. Esta atención sostenida podría influir en la manera en que se propagarán futuras perturbaciones a través de la economía (Salle *et al.*, 2023; Pfäuti, 2025).

---

<sup>10</sup> Para analizar los componentes de la inflación, este análisis se basa en la metodología de Baker *et al.* (2016) aplicando un enfoque de etiquetado jerárquico y añadiendo una capa al mecanismo de emparejamiento de palabras clave. Concretamente, en el conjunto de artículos relacionados con la inflación se identifican los que contienen una o varias palabras clave que generalmente están asociadas al componente. A continuación, se calcula la proporción de estos artículos con respecto al número total de artículos publicados, en lugar de restringir el cálculo únicamente al subconjunto de artículos relacionados con la inflación. Para elaborar el índice de cada componente, se siguen las mismas fases de estandarización y normalización del índice de atención a la inflación general. Al centrarse en artículos referidos a la inflación y aplicar grandes diccionarios específicos a los alimentos y la energía, se maximiza la recuperación sin perder precisión.

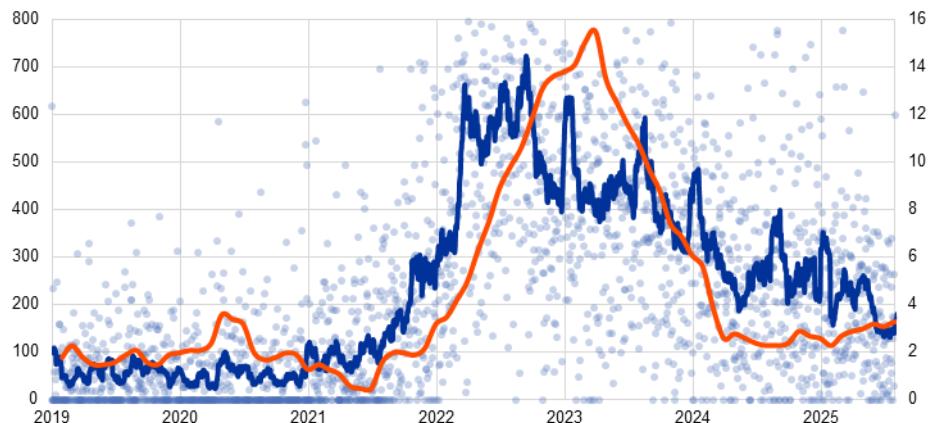
## Gráfico C

### Atención prestada a componentes de la inflación en la prensa

#### a) Atención a la inflación de los alimentos

(escala izquierda: índice del número relativo de artículos; escala derecha: tasas de variación interanual)

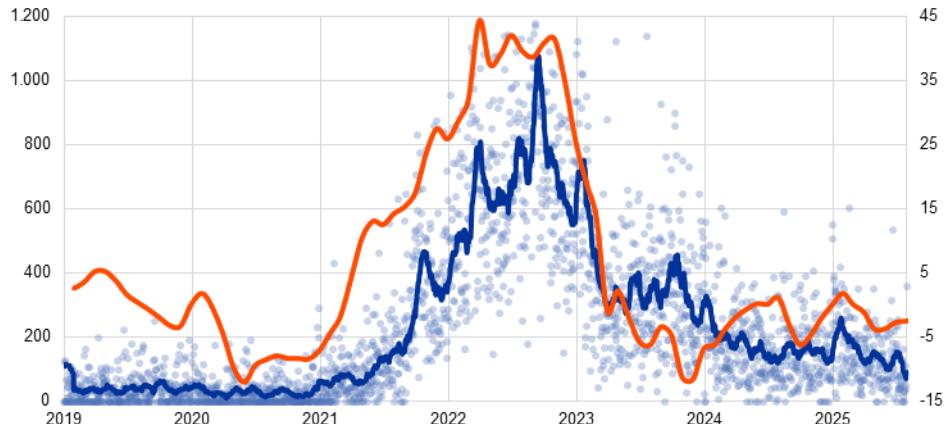
- Atención a la inflación de los alimentos en las noticias de prensa
- Inflación de los alimentos (escala derecha)



#### b) Atención a la inflación de la energía

(escala izquierda: índice del número relativo de artículos; escala derecha: tasas de variación interanual)

- Atención a la inflación de la energía en las noticias de prensa
- Inflación de la energía (escala derecha)



Fuentes: Dow Jones Factiva, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La atención que se presta en las noticias a la inflación de los alimentos y a la inflación de la energía se calcula utilizando las medias móviles de 28 días de los índices diarios. Los índices diarios están representados con puntos sombreados en azul. Los índices diarios se normalizan para tener una media de 100 en el período 1997-2011. Un valor de 700 del índice de la inflación de los alimentos significa que la atención dedicada al componente de alimentos de la inflación es siete veces mayor que la atención media prestada a la inflación de los alimentos entre 1997 y 2011. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

## Bibliografía

S. Arndt (2024), «[Different News papers — Different Inflation Perceptions](#)», *Working Paper*, Heidelberg University, junio.

S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis (2016), «[Measuring Economic Policy Uncertainty](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre, pp. 1593-1636.

- C. Bates, K. Bodnár, V. Botelho y F. Rousseau (2025), «[La recuperación de los salarios reales en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 5.
- A. Bracha y J. Tang (2025), «[Inflation Levels and \(In\)Attention](#)», *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n.<sup>o</sup> 3, mayo, pp. 1564-1594.
- C. Buelens (2023), «[Googling “Inflation”: What does Internet Search Behaviour Reveal about Household \(In\)tention to Inflation and Monetary Policy?](#)», *Discussion Papers*, n.<sup>o</sup> 183, Comisión Europea, marzo.
- O. Coibion e Y. Gorodnichenko (2025), «[Inflation, Expectations and Monetary Policy: What Have We Learned and to What End?](#)», *Discussion Paper Series*, IZA Institute of Labor Economics, n.<sup>o</sup> 17919, mayo.
- O. Coibion, Y. Gorodnichenko y S. Kumar (2018), «[How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence](#)», *American Economic Review*, vol. 108, n.<sup>o</sup> 9, septiembre, pp. 2671-2713.
- B. Handel y J. Schwartzstein (2018), «[Frictions or Mental Gaps: What's Behind the Information We \(Don't\) Use and when Do We Care?](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, n.<sup>o</sup> 1, pp. 155-178.
- O. Korenok, D. Munro y J. Chen (2022), «[Inflation and attention thresholds](#)», *Discussion Paper*, n.<sup>o</sup> 1175, Global Labor Organization.
- V. H. Larsen, L. A. Thorsrud y J. Zhulanova (2021), «[News-driven inflation expectations and information rigidities](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 117, pp. 507-520.
- B. Maćkowiak, F. Matjka y M. Wiederholt (2023), «[Rational Inattention: A Review](#)», *Journal of Economic Literature*, vol. 61, n.<sup>o</sup> 1, marzo, pp. 226-273.
- K. P. Nimark y S. Pitschner (2019), «[News means and delegated information choice](#)», *Journal of Economic Theory*, vol. 181, mayo, pp. 160-196.
- O. Pfäuti (2025), «[The Inflation Attention Threshold and Inflation Surges](#)», *Papers* 2308.09480, arXiv.org, revisado en 2025.
- O. Pfäuti (2024), «[Inflation — Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention](#)», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 57, n.<sup>o</sup> 5.
- I. Salle, Y. Gorodnichenko y O. Coibion (2023), «[Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#)», *NBER Working Paper*, n.<sup>o</sup> 31996, diciembre.
- W. Song y S. Stern (2024), «[Firm Inattention and the Efficacy of Monetary Policy: A Text-Based Approach](#)», *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n.<sup>o</sup> 5, octubre, pp. 3438-3469.
- M. Weber, B. Candia, H. Afrouzi, T. Ropele, R. Lluberas, S. Frache, B. Meyer, S. Kumar, Y. Gorodnichenko, D. Georgarakos, O. Coibion, G. Kenny y J. Ponce

(2025), «Tell Me Something I Don't Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings», *Econometrica*, vol. 93, n.º 1, enero, pp. 229-264.

## 6

# Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 23 de abril y el 29 de julio de 2025

Samuel Bieber y Vladimir Tsonchev

**Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2025.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 23 de abril y el 29 de julio de 2025 (el «período de referencia»).

**El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo.** La provisión de liquidez descendió debido a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) tras la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones del PEPP al final de diciembre de 2024. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso continuo de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

## Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron 36 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.318 mm de euros.** Esta disminución se debe a que los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron menos que los factores autónomos de inyección de liquidez (cuadro A). Las exigencias de reservas mínimas se mantuvieron en 167 mm de euros y no tuvieron impacto sobre las necesidades de liquidez agregadas.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron 60 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del incremento de los otros factores autónomos.** En promedio, los otros factores autónomos netos registraron un ascenso de 52 mm de euros, debido fundamentalmente al aumento de alrededor de 70 mm de euros en las cuentas de revalorización como consecuencia de la subida de los precios del oro (véase el párrafo siguiente sobre los factores autónomos de inyección de liquidez). Este aumento se vio compensado en parte por el descenso del capital y las reservas del Eurosistema tras las pérdidas registradas en 2024. Los depósitos de las Administraciones Públicas experimentaron una ligera reducción de 5 mm de euros y se situaron en 104 mm de euros. La disminución que se lleva observando en estos depósitos desde 2022 refleja cambios en la remuneración de los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema, que han aumentado el atractivo financiero de la colocación de estos fondos en el mercado, así como la normalización de los colchones de efectivo que mantienen los Tesoros

nacionales. Siguiendo el patrón habitual observado en esta época del año, el importe medio de los billetes en circulación se incrementó durante el período de referencia en 14 mm de euros, hasta situarse en 1.583 mm de euros.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron 97 mm de euros, lo que reflejó principalmente que los activos exteriores netos registraron un aumento de 74 mm de euros.** El incremento de las tenencias de activos exteriores netos fue impulsado sobre todo por el alza de los precios del oro. Los activos netos denominados en euros aumentaron 23 mm de euros durante el período de referencia.

#### Cuadro A

##### Situación de liquidez del Eurosistema

###### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025						Período de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto período de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.861	(+60)	2.877	(+52)	2.845	(-33)	2.801	(+61)
Billetes en circulación	1.583	(+14)	1.579	(+7)	1.587	(+8)	1.569	(-0)
Depósitos de las AAPP	104	(-5)	104	(+4)	103	(-1)	109	(-2)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.174	(+52)	1.194	(+41)	1.154	(-40)	1.122	(+63)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	5	(-0)	6	(+0)	5	(-1)	5	(-0)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	167	(+0)	167	(+1)	167	(-0)	167	(+3)
<b>Facilidad de depósito</b>	2.705	(-120)	2.740	(-67)	2.671	(-69)	2.825	(-92)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Calculados como la suma de las cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, y capital y reservas.

2) Partida pro memoria que no figura en el balance del Eurosistema y, por tanto, no debería incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

## Activo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025						Período de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025	
	Tercer y cuarto periodo de mantenimiento		Tercer periodo de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto periodo de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer y segundo periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.710	(+97)	1.722	(+65)	1.699	(-23)	1.613	(+133)
Activos exteriores netos	1.330	(+74)	1.345	(+58)	1.315	(-29)	1.256	(+85)
Activos netos denominados en euros	380	(+23)	377	(+6)	384	(+6)	357	(+48)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	4.029	(-156)	4.068	(-78)	3.989	(-80)	4.185	(-162)
Operaciones de mercado abierto	4.029	(-156)	4.068	(-78)	3.989	(-80)	4.185	(-162)
Operaciones de crédito	23	(-2)	25	(+1)	21	(-4)	26	(-14)
- OPF	10	(+0)	11	(+1)	8	(-3)	9	(-1)
- OFPML a tres meses	13	(-3)	14	(-1)	13	(-1)	16	(+2)
- Operaciones TLTRO III	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-16)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.005	(-154)	4.043	(-78)	3.968	(-76)	4.159	(-147)
Facilidad marginal de crédito	0	(-0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación, «OFPML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025						Período de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025	
	Tercer y cuarto periodo de mantenimiento		Tercer periodo de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto periodo de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer y segundo periodo de mantenimiento	
<b>Necesidades de liquidez agregadas<sup>1)</sup></b>	1.318	(-36)	1.323	(-11)	1.313	(-10)	1.354	(-69)
<b>Factores autónomos netos<sup>2)</sup></b>	1.151	(-37)	1.156	(-12)	1.146	(-9)	1.188	(-72)
<b>Exceso de liquidez<sup>3)</sup></b>	2.711	(-120)	2.746	(-67)	2.676	(-70)	2.830	(-92)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior.

1) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025				Período de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025			
	Tercer periodo de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto periodo de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer periodo de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo periodo de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025	
<b>OPF</b>	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)
<b>Facilidad marginal de crédito</b>	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)
<b>Facilidad de depósito</b>	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)
<b>€STR</b>	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)
<b>Índice RepoFunds Rate Euro</b>	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg Finance L.P.

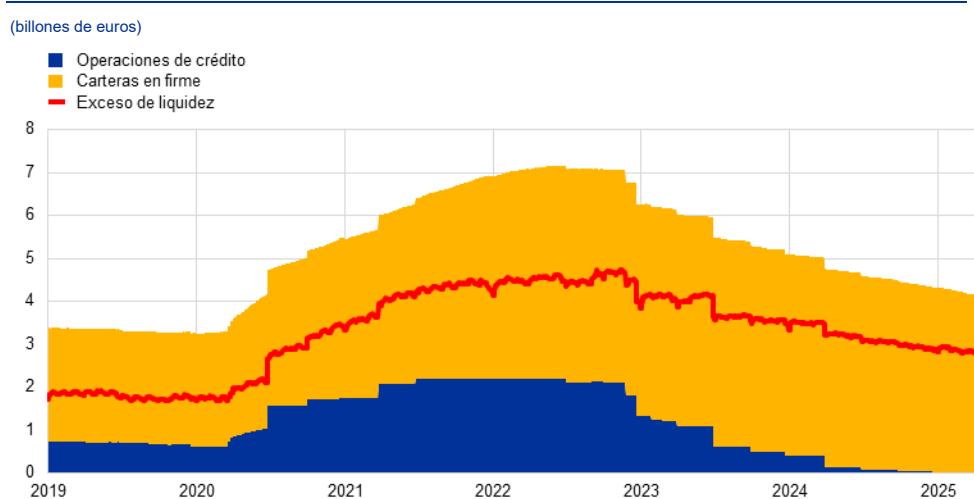
Notas: Las cifras entre paréntesis indican la variación en puntos porcentuales con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» son las operaciones principales de financiación y «€STR» se refiere al tipo a corto plazo del euro.

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 156 mm de euros, hasta un importe de 4.029 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** La reducción de la liquidez inyectada obedeció principalmente a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema y, en menor medida, de las operaciones de crédito.

### Gráfico A

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 29 de julio de 2025.

**La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de las carteras en firme de operaciones de política monetaria experimentó un descenso de 154 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 4.005 mm de**

**euros.** Este descenso se debió a que siguieron venciendo los valores de las carteras del APP y del PEPP, sin que se realizaran reinversiones<sup>1</sup>.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 2 mm de euros, hasta los 23 mm de euros, durante el período de referencia.** El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) se mantuvo estable en 10 mm de euros, mientras que el correspondiente a las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses experimentó un descenso de 3 mm de euros y se situó en 13 mm de euros. La menor participación de las entidades de crédito en estas operaciones regulares refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez medio se redujo 120 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.711 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y de su recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario a través de instrumentos de política monetaria y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir sus reservas mínimas. Tras registrar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha estado disminuyendo de forma sostenida desde entonces.

## Evolución de los tipos de interés

**En la reunión celebrada el 5 de junio de 2025, el Consejo de Gobierno decidió reducir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos — incluido el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—.** Esta decisión se tradujo en el descenso de los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito hasta situarse en el 2 %, el 2,15 % y el 2,4 %, respectivamente.

**La evolución del tipo de interés medio a corto plazo del euro (€STR) durante el período de referencia reflejó las bajadas de los tipos de interés del BCE, al tiempo que mantuvo un diferencial negativo con respecto al tipo de la facilidad de depósito.** El €STR se situó, en promedio, 7,9 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período analizado, en comparación con una media de 8,4 puntos básicos en el primer y el segundo período de mantenimiento de 2025. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos del mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata.

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

**La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos *repo* también fue fluida e inmediata.** El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que al €STR. En promedio, el tipo *repo* se situó en el mismo nivel que el tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, mientras que fue 1,3 puntos básicos inferior en el primer y el segundo período de mantenimiento de 2025. La continua y gradual disminución del diferencial entre los tipos *repo* y el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja la creciente disponibilidad de activos de garantía como resultado del aumento de las emisiones netas soberanas y del descenso de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del APP y el PEPP.

# Artículos

1

## Impactos macroeconómicos del aumento del gasto en defensa: un análisis basado en modelos

Nikola Bokan, Pascal Jacquinot, Magdalena Lalik, Georg Müller,  
Romanos Priftis y Rodolfo Rigato

### Introducción

**En este artículo se utilizan diversos modelos para analizar el impacto macroeconómico del aumento del gasto público en defensa.** En junio de 2025, los países miembros de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) se comprometieron a incrementar el gasto en defensa en sentido estricto y otros gastos relacionados en una magnitud sin precedentes en la historia reciente. En vista de este compromiso, en este artículo se reconsidera el tamaño de los multiplicadores fiscales y sus determinantes en una serie de modelos macroeconómicos del BCE. El artículo complementa análisis anteriores efectuados por el BCE poniendo de relieve el papel que desempeñan las diferencias entre los modelos en la cuantificación de los efectos económicos del gasto público<sup>1</sup>.

**Las simulaciones se han realizado bajo el supuesto de un aumento del consumo público desde el 2 % del PIB en 2024 hasta el 3 % del PIB en 2028 que muestra una expansión estilizada de las compras relacionadas con la defensa (gráfico 1)**<sup>2</sup>. Este aumento se inicia en 2025, alcanza un máximo a principios de 2028 y se mantiene en ese nivel más elevado durante diez años, tras los cuales retorna gradualmente a su nivel original.

**El uso de especificaciones alternativas en los modelos permite explorar los determinantes de los multiplicadores fiscales y las estimaciones de la inflación.** En este artículo se examinan los efectos de los incrementos del gasto público en variables macroeconómicas en un marco de referencia y a continuación se estudia la transmisión utilizando especificaciones alternativas. El artículo muestra: i) la importancia de las expectativas del sector privado sobre la evolución

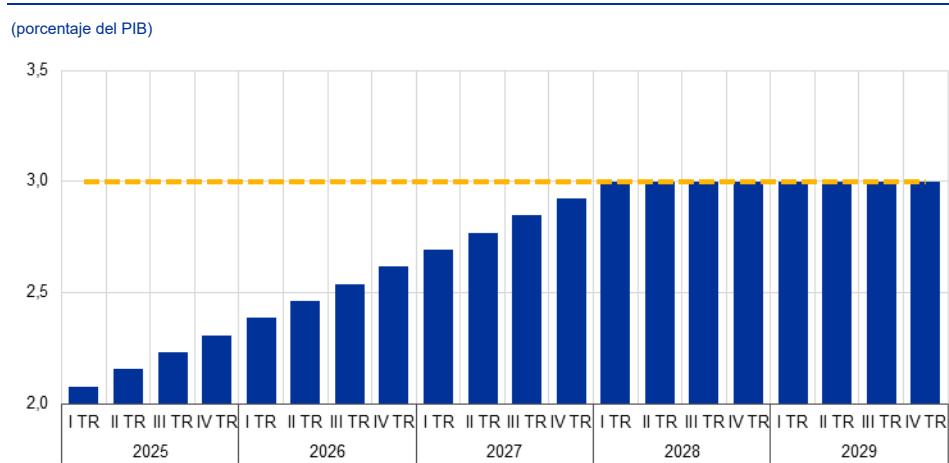
<sup>1</sup> Para conocer estudios previos en los que se investigan las implicaciones de los planes de gasto público en defensa de los países de la zona del euro para las proyecciones macroeconómicas de referencia y el análisis de riesgos, véase Checherita-Westphal *et al.* (2025). Dicho análisis se centra en el nuevo gasto en defensa anunciado desde febrero de 2025, en los riesgos asociados, en aspectos de su composición por países y en una selección de factores dependientes del estado de la economía. Las simulaciones se llevaron a cabo utilizando los modelos de proyección del BCE y bajo la hipótesis de que no hay reacción de la política monetaria.

<sup>2</sup> La mayor parte de los resultados que se presentan en este artículo son válidos para incrementos del gasto público de distintas magnitudes, siempre que el efecto en las variables macroeconómicas se ajuste como corresponda. El compromiso más reciente de los miembros de la OTAN consiste en aumentar hasta el 3,5 % del PIB el gasto en defensa en sentido estricto, así como en destinar un 1,5 % adicional del PIB al gasto relacionado con la seguridad, de modo que el gasto total asociado a la defensa ascienda al 5 % del PIB. Se prevé que este nivel de gasto anual se haya alcanzado para 2035. Por consiguiente, el patrón de gasto que se analiza en este artículo es una interpretación estilizada del calendario exacto de los gastos.

futura de los mercados financieros y la financiación del déficit; ii) los aspectos distributivos del mayor gasto público, y iii) la magnitud de los efectos de desbordamiento entre los países de la zona del euro, que a su vez varían en función del instrumento empleado o del origen de las importaciones. El análisis basado en modelos se complementa con el recuadro 1, que pone en perspectiva los resultados de los modelos proporcionando una revisión de los multiplicadores fiscales en la literatura empírica pertinente sobre gasto en defensa.

**Gráfico 1**

Senda contrafactual del aumento del gasto público en defensa



Fuente: Supuestos de los autores.

## Conclusiones

**En el contexto de los planes de aumento del gasto en defensa en la zona del euro, un análisis basado en modelos de shocks de gasto público apunta a un efecto positivo en el crecimiento del PIB real y a un impacto modesto en la inflación medida por el IAPC, con una incertidumbre significativa en torno a las estimaciones.** Un incremento continuado pero gradual del gasto militar del 1 % del PIB durante tres años se asocia a un multiplicador del PIB que se sitúa en 0,93 en dos años y un impacto sobre la inflación medida por el IAPC de 0,07 puntos porcentuales en dos años, en promedio, en los diferentes tipos de modelos. Se observa una heterogeneidad sustancial entre los modelos, con unos multiplicadores del PIB que oscilan entre 0,42 y 1,13. En promedio, al cabo de cuatro años del shock, el multiplicador del PIB se mantiene en 0,93, mientras que la inflación medida por el IAPC registra un alza media de 0,2 puntos porcentuales en los distintos modelos. En general, los multiplicadores fiscales obtenidos de los modelos son acordes con la evidencia empírica sobre los efectos del gasto en defensa. En el artículo también se identifican los principales canales de transmisión que determinan el impacto económico del gasto militar adicional: una proporción más elevada de inversión genera mayores efectos desbordamiento, mientras que las expectativas del sector privado relativas a subidas de los impuestos y de los tipos de interés influyen considerablemente en la reducción de los multiplicadores. Hay varios aspectos que quedan fuera del ámbito de este análisis, en particular la dependencia

del estado de la economía en relación con el endeudamiento público y el ciclo económico, que ha demostrado ser relevante en la literatura empírica. Por último, existen elementos importantes del gasto en defensa que el análisis realizado en este artículo no puede explorar por completo, entre ellos la composición del gasto en cada país o los efectos sectoriales de oferta y las interdependencias entre las distintas ramas de actividad.

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

## 2

# Conserva la calma y lleva efectivo: enseñanzas sobre el papel excepcional del dinero físico en cuatro crisis

Francesca Faella y Alejandro Zamora-Pérez

## Conclusiones e implicaciones para las políticas públicas

**Los diversos episodios de crisis considerados en el artículo ilustran que la utilidad del efectivo aumenta notablemente cuando la estabilidad se ve amenazada, con independencia de la naturaleza específica o el alcance geográfico de la perturbación causante, o del grado de digitalización.** No obstante, cada caso analizado muestra una dimensión diferente de su resiliencia en las distintas situaciones en las que se produjeron fallos. La pandemia dio lugar a una acumulación sostenida de efectivo por motivos de precaución debido a la prolongada incertidumbre durante la emergencia de salud pública. La injustificada invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia provocó repuntes rápidos y localizados de la demanda cerca de las zonas de conflicto, con independencia del grado de digitalización de los países. El apagón en la Península Ibérica puso en evidencia que el efectivo es un medio de pago indispensable cuando fallan las infraestructuras digitales, así como un instrumento importante para dar seguridad a los ciudadanos, cuya influencia se extendió incluso a áreas que no se vieron directamente afectadas por la perturbación inicial. Por último, durante la crisis de deuda soberana de Grecia se produjeron picos de demanda recurrentes durante las prolongadas turbulencias financieras y las tensiones políticas que atravesó el país. Todos estos casos revelan un patrón uniforme: en momentos de fuertes tensiones, los ciudadanos suelen recurrir al dinero físico como depósito de valor seguro y medio de pago confiable, lo que subraya el papel crucial que desempeña, más allá de facilitar las transacciones cotidianas.

**Esta demanda de efectivo impulsada por las crisis viene motivada por sus atributos fundamentales: tiene una utilidad clara desde el punto de vista psicológico y práctico, lo que explica su capacidad de permanencia a escala global, ampliamente documentada.** La teoría de los activos refugio explica, en parte, la huida hacia pasivos respaldados por el Estado en períodos de incertidumbre (Gorton y Ordoñez, 2022). Sin embargo, el atractivo del dinero en metálico se ve acrecentado por su naturaleza tangible, que proporciona comodidad y control, y por la enorme importancia que cobra su funcionalidad *offline* cuando se producen fallos en los sistemas digitales (Bartzsch *et al.*, 2024). El efectivo ofrece certidumbre sobre su valor nominal, acceso inmediato y privacidad. La mayor aversión a las pérdidas durante las crisis, unida a las distintas percepciones individuales de la estabilidad, convierte al dinero físico en un instrumento que responde a la demanda de liquidez inmediata por parte de personas con alta

aversión al riesgo (Muñoz y Soons, 2022)<sup>1</sup>. Esta utilidad asociada específicamente a las crisis contribuye a la persistencia de la demanda de efectivo que no puede explicarse del todo por factores económicos tradicionales como los tipos de interés o la renta (Jobst y Stix, 2017; Goodhart y Ashworth, 2020).

**Más allá de los factores específicos, la resiliencia del efectivo evidencia beneficios para el sistema que son difíciles de medir con precisión.** Desde la perspectiva de la teoría de sistemas, mientras que las infraestructuras digitales de pago se optimizan para lograr mayor eficiencia (maximizando el «tiempo medio entre fallos»), el efectivo proporciona una redundancia esencial —una «rueda de repuesto»— dentro de los sistemas de pago<sup>2</sup>. Esta redundancia es vital para cualquier sistema, dado que ninguno es infalible. En este sentido, las tenencias de efectivo individuales generalizadas generan un beneficio social o una «externalidad positiva»: una red de distribución de liquidez para la comunidad de la zona del euro cuando fallan los sistemas centralizados, una característica que los entornos exclusivamente digitales no pueden replicar. Este rasgo convierte al dinero físico en una especie de seguro social, una protección de coste reducido frente a episodios de inestabilidad sistémica grave. Por último, el efectivo puede actuar como contrapeso crucial de la concentración de poder en los sistemas de pago, fomentando la competencia en los mercados (Lagos y Zhang, 2022) y reforzando la posición de los usuarios al ofrecerles la opción de realizar operaciones que no quedan registradas. Ello apunta a que los beneficios sociales latentes del efectivo pueden ser mayores de lo que se había estimado tradicionalmente (Rösl y Seitz, 2022 y 2024).

**Estas conclusiones y reflexiones respaldan el creciente reconocimiento por parte de las autoridades de que el efectivo es un componente fundamental de la preparación nacional frente a crisis.** Los bancos centrales, los ministerios de Finanzas y las agencias de protección civil de varios países recomiendan actualmente que los hogares mantengan una reserva de efectivo para varios días con el fin de poder realizar compras de productos de primera necesidad. Por ejemplo, las autoridades de los Países Bajos, Austria y Finlandia sugieren disponer de cantidades que oscilen entre aproximadamente 70 y 100 euros por miembro del

---

<sup>1</sup> En condiciones de tensión e incertidumbre, las personas suelen mostrar una mayor aversión a las pérdidas, lo que implica que el impacto psicológico de una posible pérdida sea desproporcionadamente mayor que el de la ganancia equivalente.

<sup>2</sup> Esta analogía se basa en la ingeniería de seguridad de sistemas, en la que los sistemas críticos incorporan mecanismos de respaldo más sencillos, a menudo manuales, para garantizar su funcionamiento en caso de que fallen los sistemas automatizados principales. Un ejemplo muy conocido es el de la escalera de emergencia de un rascacielos; aunque los ascensores son más eficientes para el uso cotidiano, la escalera proporciona una vía de salida adicional redundante que es fundamental en caso de que se produzca un fallo eléctrico. Si bien esta analogía no es perfecta —ya que el efectivo, a diferencia de una escalera de emergencia, se usa ampliamente en las operaciones diarias—, el principio subyacente es válido.

hogar, o lo suficiente para cubrir necesidades básicas durante unas 72 horas<sup>3, 4</sup>. Algunos países, como Finlandia, incluso están estudiando la implantación de cajeros automáticos «a prueba de perturbaciones» para garantizar el acceso a efectivo durante fallos en los sistemas digitales<sup>5</sup>. Estas iniciativas son acordes con la idea de que el dinero físico sirve no solo para cubrir necesidades individuales, sino que contribuye también a una mayor resiliencia sistémica<sup>6</sup>.

**En último término, la evidencia disponible subraya la importancia continua de que los bancos centrales y el sector privado aseguren un suministro eficiente y estable de dinero en metálico, que incluya stocks adecuados y planes de continuidad de negocio resistentes.** Comprender la naturaleza de los picos de demanda de efectivo en los que acontecimientos extremos y poco frecuentes generan una demanda desproporcionada, tiene profundas implicaciones. Esto significa que, si bien las previsiones operativas diarias pueden basarse en una demanda con una distribución más normal, la infraestructura y las reservas estratégicas deben estar preparadas para esos repuntes menos previsibles y de gran impacto<sup>7</sup>. De este modo se garantiza que el efectivo, como único pasivo del banco central directamente disponible para todos, pueda cumplir su función, no solo en las transacciones diarias, sino como pilar fundamental de la estabilidad económica y la confianza del público, especialmente cuando más se necesita. Estos imperativos se reconocen en la estrategia de efectivo del Eurosystema, cuyo objetivo es garantizar la disponibilidad, el acceso y la aceptación sostenidos del efectivo en la zona del euro.

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

---

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, Ministry of Finance Finland (2022), Oesterreichische Nationalbank (2024) y De Nederlandsche Bank (2025).

<sup>4</sup> A este respecto, las orientaciones de la Comisión Europea relativas a la preparación necesaria para una emergencia de 72 horas incluían dinero en efectivo, así como productos de primera necesidad como agua y medicamentos (Reuters, 2025b). Este anuncio, publicado en un video en el canal oficial de la Comisión Europea en YouTube, tuvo una amplia cobertura en los medios de comunicación. Sin embargo, aún no se han elaborado las orientaciones de preparación para la población. Estas orientaciones formarán parte de la «Estrategia de Preparación de la Unión para prevenir amenazas y crisis emergentes y reaccionar frente a ellas».

<sup>5</sup> Esta información puede consultarse en el apartado «Home emergency kit' for payments» del sitio web del Suomen Pankki.

<sup>6</sup> Sin embargo, esta continua utilidad del efectivo, en particular su función como depósito de valor y la demanda asociada a las crisis, a menudo parece entrar en contradicción con políticas que, intencionadamente o no, incrementan las fricciones en su uso o tratan de reducir su circulación. Es posible que medidas como límites estrictos a los pagos o la eliminación de billetes de alta denominación —como se ha observado, por ejemplo, en las motivaciones de la desmonetización de la India— no tengan debidamente en cuenta las externalidades positivas de una reserva de efectivo de disponibilidad inmediata o la necesidad legítima del público de contar con un soporte físico adecuado como depósito de alto valor, en particular en períodos de incertidumbre. Por ello, el Reglamento (UE) 2024/1624 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 31 de mayo de 2024, relativo a la prevención de la utilización del sistema financiero para el blanqueo de capitales o la financiación del terrorismo (el nuevo Reglamento de prevención del blanqueo de capitales) establece que, en caso de contingencias en las que no se puedan realizar pagos electrónicos, se podrán suspender temporalmente los límites a los pagos en efectivo.

<sup>7</sup> Este concepto muestra similitudes con el diseño de los diques neerlandeses, que no se construyen para soportar mareas normales, sino para inundaciones catastróficas muy inusuales, utilizando principios de la teoría de valores extremos para modelizar esas marejadas de gran impacto. Un suministro resiliente de efectivo debe dimensionarse de forma similar por su papel fundamental durante crisis poco frecuentes, y no solo para los flujos de las operaciones diarias.

# Estadísticas

## Índice

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

## Información adicional

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

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

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

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

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

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

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

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

## Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

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

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)				
	G20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro <sup>2)</sup> (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	3,5	2,5	4,8	1,0	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,5	2,9	0,4	1,2	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,9	1,1	0,1	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 III TR	0,9	0,8	0,0	0,6	1,3	0,4	2,6	2,0	2,8	0,5	2,2
IV TR	0,9	0,6	0,1	0,5	1,6	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 I TR	0,8	-0,1	0,7	0,1	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
II TR	.	0,8	0,3	0,5	1,1	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
2025 Mar.	-	-	-	-	-	-	2,4	2,6	3,6	-0,1	2,2
Apr.	-	-	-	-	-	-	2,3	3,5	3,6	-0,1	2,2
May	-	-	-	-	-	-	2,4	3,4	3,5	-0,1	1,9
June	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0
July	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0
Aug.	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,1

Fuentes: Eurostat (col. 6.11), BPI (col. 7, 8, 9, 10) y OCDE (col. 1, 2, 3, 4, 5).

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

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

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

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

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

2) Excluida la zona del euro.

## 2 Actividad económica

### 2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
					Total	Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2022	13.757,8	13.480,3	7.253,3	2.942,0	3.015,4	1.555,9	870,4	582,9	269,6	-277,5	7.430,4	7.152,9
2023	14.637,7	14.113,6	7.742,5	3.096,3	3.192,6	1.631,7	925,2	629,1	82,1	-524,1	7.386,9	6.862,8
2024	15.200,2	14.523,9	8.022,4	3.261,9	3.187,8	1.638,8	919,4	623,1	51,7	-676,3	7.488,7	6.812,4
2024 III TR	3.813,5	3.655,9	2.013,8	822,2	799,0	407,8	228,9	160,7	20,8	-157,6	1.869,7	1.712,1
IV TR	3.859,0	3.695,5	2.030,1	831,7	810,1	414,0	231,5	163,0	23,6	-163,5	1.884,3	1.720,8
2025 I TR	3.896,5	3.735,6	2.053,4	836,4	831,5	419,3	231,0	179,4	14,3	-160,9	1.929,0	1.768,1
II TR	3.929,3	3.765,1	2.065,7	846,6	821,7	419,2	233,3	167,4	31,1	-164,2	1.911,6	1.747,4
en porcentaje del PIB												
2024	100,0	95,6	52,8	21,5	21,0	10,8	6,0	4,1	0,3	-4,4	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2024 III TR	0,4	1,3	0,5	0,7	1,6	-0,5	-1,9	13,6	-	-	-1,4	0,3
IV TR	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,8	0,7	-0,1	-	-	0,1	-0,1
2025 I TR	0,6	0,5	0,3	-0,1	2,7	0,5	0,2	11,8	-	-	2,2	2,2
II TR	0,1	0,4	0,1	0,5	-1,8	-0,2	0,8	-8,6	-	-	-0,5	0,0
tasas de variación interanual												
2022	3,6	3,9	5,3	1,3	1,9	-0,3	3,9	4,7	-	-	7,6	8,6
2023	0,4	0,0	0,4	1,5	1,7	0,2	2,1	5,2	-	-	-1,1	-1,9
2024	0,9	0,5	1,2	2,3	-2,0	-1,4	-1,9	-3,7	-	-	0,4	-0,4
2024 III TR	0,9	1,1	1,3	2,6	-1,8	-2,0	-3,6	1,4	-	-	0,9	1,2
IV TR	1,3	1,4	1,8	2,4	-2,2	-0,6	-0,9	-7,7	-	-	0,4	0,6
2025 I TR	1,6	2,2	1,4	2,1	2,3	0,4	-0,5	11,2	-	-	2,4	3,8
II TR	1,5	2,6	1,4	1,7	3,0	0,6	-0,4	15,9	-	-	0,3	2,4
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2024 III TR	0,4	1,3	0,3	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,5	0,5	-0,9	-	-
IV TR	0,4	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,1	-	-
2025 I TR	0,6	0,5	0,1	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
II TR	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2022	3,6	3,8	2,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,2	0,4	-0,1	-	-
2023	0,4	0,0	0,2	0,3	0,4	0,0	0,1	0,2	-0,9	0,4	-	-
2024	0,9	0,5	0,6	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	0,4	-	-
2024 III TR	0,9	1,0	0,7	0,6	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,2	-0,1	-	-
IV TR	1,3	1,4	0,9	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4	0,4	-0,1	-	-
2025 I TR	1,6	2,1	0,7	0,5	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
II TR	1,5	2,4	0,7	0,4	0,6	0,1	0,0	0,6	0,7	-0,9	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

## 2 Actividad económica

### 2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Precios corrientes (mm de euros)												
2022	12.365,3	217,1	2.413,5	647,7	2.368,2	638,1	546,6	1.340,6	1.490,9	2.320,9	381,7	1.392,4
2023	13.240,0	222,5	2.594,9	705,9	2.472,6	694,7	608,0	1.467,1	1.604,7	2.456,7	412,9	1.397,6
2024	13.684,1	230,2	2.550,5	726,5	2.559,2	731,3	641,3	1.542,0	1.677,8	2.593,4	431,9	1.516,1
2024 III TR	3.430,6	57,8	635,0	181,3	640,2	184,1	161,1	387,3	421,9	652,7	109,1	382,9
IV TR	3.472,6	58,9	653,7	182,7	645,8	186,4	162,1	387,9	424,9	660,9	109,3	386,4
2025 I TR	3.500,2	59,8	659,3	185,5	649,4	187,9	163,5	389,8	427,4	667,5	110,2	396,2
II TR	3.533,5	61,6	661,8	187,6	656,2	190,3	164,9	392,6	432,7	674,0	111,9	395,8
en porcentaje del valor añadido												
2024	100,0	1,7	18,6	5,3	18,7	5,3	4,7	11,3	12,3	19,0	3,2	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2024 III TR	0,3	-0,2	0,5	-0,7	0,0	1,3	0,1	0,2	0,2	0,3	1,5	1,5
IV TR	0,3	0,8	0,3	0,2	0,4	1,1	-0,3	0,3	-0,1	0,5	-1,1	1,6
2025 I TR	0,6	2,0	2,0	0,7	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	-0,1	-0,3
II TR	0,1	-1,7	0,2	-0,6	0,3	0,7	-0,3	0,2	0,4	0,0	0,4	-0,1
tasas de variación interanual												
2022	4,0	-0,9	0,4	-0,3	9,0	6,3	-1,8	2,6	5,9	2,8	16,9	0,8
2023	0,6	-2,7	-1,6	0,9	0,1	6,6	-1,9	1,8	1,7	0,9	3,8	-1,8
2024	0,9	-0,9	-0,8	-1,0	0,8	2,9	1,7	1,8	1,8	1,4	1,4	0,7
2024 III TR	1,0	-1,0	0,2	-1,4	0,6	2,6	1,5	2,0	1,7	1,5	1,5	0,1
IV TR	0,9	-0,3	-0,6	-1,1	1,0	2,7	1,8	1,8	0,9	1,6	1,6	5,2
2025 I TR	1,5	0,9	3,0	-0,3	0,8	3,2	-0,2	1,0	1,0	1,6	0,9	2,8
II TR	1,4	0,9	3,0	-0,4	1,0	3,7	-0,2	1,0	0,8	1,1	0,7	2,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2024 III TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
IV TR	0,3	0,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 I TR	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,3	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,6	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,2	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 III TR	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
IV TR	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-
2025 I TR	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,0	-
II TR	1,4	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

### 2.3 Empleo<sup>1)</sup>

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

## 2 Actividad económica

### 2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Población activa, millones	Sub-empleo, % de la población activa	Desempleo <sup>1)</sup>												Tasa de vacantes <sup>3)</sup>		
		Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo							
		Millones	% de la población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino					
		1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% del total en 2024		100,0		78,7			21,3			51,2		48,8				
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,652	7,2	3,2		
2023	169,703	2,9	11,166	6,6	2,4	8,875	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1		
2024	171,292	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,591	6,1	5,328	6,6	2,6		
2024 III TR	171,427	2,8	10,858	6,3	1,9	8,489	5,5	2,368	14,9	5,640	6,2	5,218	6,5	2,5		
IV TR	171,649	2,8	10,633	6,2	2,0	8,359	5,4	2,274	14,4	5,466	6,0	5,167	6,4	2,5		
2025 I TR	172,691	2,8	10,973	6,4	2,1	8,620	5,5	2,354	14,8	5,602	6,1	5,371	6,6	2,4		
II TR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,3	
2025 Feb	-	-	10,886	6,3	-	8,553	5,5	2,334	14,7	5,542	6,1	5,344	6,6	-		
Mar	-	-	11,039	6,4	-	8,681	5,5	2,358	14,8	5,682	6,2	5,357	6,6	-		
Abr	-	-	10,918	6,3	-	8,626	5,5	2,292	14,4	5,616	6,1	5,302	6,5	-		
May	-	-	11,011	6,4	-	8,691	5,5	2,320	14,5	5,714	6,2	5,297	6,5	-		
Jun	-	-	10,975	6,3	-	8,684	5,5	2,291	14,3	5,693	6,2	5,282	6,5	-		
Jul	-	-	10,805	6,2	-	8,578	5,5	2,227	13,9	5,614	6,1	5,191	6,4	-		

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En caso de que todavía no se hayan publicado los datos anuales y trimestrales de la encuesta de población activa, dichos datos se calculan como medias simples de los datos mensuales. En febrero de 2022 se publicaron por primera vez series temporales sin rupturas relativas a la zona del euro y la UE, tras la implementación del Reglamento por el que se establece un marco integrado para las estadísticas sociales europeas en 2021. Para más detalles sobre la corrección de rupturas, véase Eurostat (2024), «EU labour force survey – correction for breaks in time series», Statistics Explained, actualizado el 13 de septiembre de 2024.

2) Sin desestacionalizar.

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

### 2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

% del total en 2021	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor				Producción de servicios <sup>1)</sup>	Matriculaciones automóviles
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible		
	Total	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía	7	8	9	10	11	12	13
100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0	
100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0	

tasas de variación interanual

2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,0	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	0,0	-0,1	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 III TR	-1,7	-2,0	-3,7	-3,9	2,6	11	-2,2	2,1	0,8	2,9	2,4	0,8	-8,8
IV TR	-1,5	-1,8	-2,4	-4,0	2,6	0,3	-0,1	2,2	1,0	3,0	0,9	2,0	-1,4
2025 I TR	1,5	1,4	-1,0	-1,6	9,2	0,6	-0,4	2,0	1,3	2,7	1,5	2,0	-2,9
II TR	1,2	1,2	-1,5	-0,1	6,3	1,7	3,3	2,7	1,9	3,3	3,7	1,9	-1,7
2025 Feb	0,9	0,3	-2,4	-2,2	7,5	2,2	-0,4	2,0	1,7	2,2	2,0	0,9	1,5
Mar	3,7	3,9	0,7	0,4	14,0	1,8	-1,2	2,1	0,8	3,0	2,2	2,7	-6,8
Abr	0,2	0,6	-0,9	-0,7	4,1	-1,7	4,7	2,7	2,6	2,7	4,5	0,9	3,4
May	3,1	3,2	-1,7	2,8	10,1	2,3	3,6	2,0	0,7	2,8	2,7	2,0	4,9
Jun	0,2	-0,2	-1,8	-2,1	4,5	4,6	1,7	3,5	2,4	4,4	4,0	2,9	-12,2
Jul	-	-	-	-	-	-	-	2,2	0,9	3,1	2,3	-	6,1

tasas de variación intermensual (d.)

2025 Feb	1,2	1,2	0,3	1,0	1,7	1,1	-1,2	0,2	0,2	0,2	0,5	-0,1	3,4
May	2,2	2,0	1,4	2,3	2,1	-0,4	0,0	0,4	0,0	0,5	0,8	0,9	-3,9
Abr	-2,5	-2,1	-0,9	-1,2	-4,3	-2,9	4,5	0,4	0,8	0,2	1,3	-0,3	3,6
May	1,1	0,7	-1,7	0,9	6,8	3,6	-2,1	-0,3	-0,4	-0,1	-1,0	0,3	-1,1
Jun	-1,3	-1,6	-0,2	-2,2	-4,3	2,9	-0,8	-0,6	0,6	0,6	0,8	-0,1	-5,3
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	-1,1	0,2	-1,7	-	5,0

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldo neto, salvo indicación en contrario)								Encuestas a directores de compras (índices de difusión)			
	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios		PMI de manufac-turas	Producción manufac-turera	Actividad de los servicios	PMI compuesto de actividad	
	Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
1999-21	94,7	-5,1	33,8	-14,4	-6,1	-7,9	-9,1	-	-	-	-	
2022	102,3	5,0	82,4	-21,9	5,2	-3,6	9,3	89,9	-	-	-	
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7	90,4	-	-	-	
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3	90,1	45,9	46,2	51,5	
2024 IV TR	95,2	-12,7	77,4	-13,4	-3,8	-5,7	5,7	90,4	45,4	45,1	50,9	
2025 I TR	95,5	-11,4	77,3	-14,1	-3,3	-5,8	4,5	90,3	47,6	48,8	51,0	
II TR	94,3	-11,1	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,3	89,8	49,3	51,3	50,1	
III TR			77,8				89,9					
2025 Mar	95,2	-10,7	.	-14,5	-3,6	-6,9	2,5	.	48,6	50,5	51,0	
Abr	93,9	-11,0	77,5	-16,6	-3,9	-8,8	1,9	89,8	49,0	51,5	50,1	
May	94,9	-10,3	.	-15,1	-3,4	-7,1	1,9	.	49,4	51,5	49,7	
Jun	94,1	-11,8	.	-15,3	-2,9	-7,6	3,0	.	49,5	50,8	50,5	
Jul	95,7	-10,5	77,8	-14,7	-3,1	-6,6	4,1	89,9	49,8	50,6	51,0	
Ago	95,2	-10,3	.	-15,5	-3,5	-6,5	3,6	.	50,7	52,5	50,5	

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

### 2.7 Resumen de indicadores de los hogares y de las sociedades no financieras (precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

Tasa de ahorro (bruta)	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patriomonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Finan-ciación	
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>	Tasas de variación interanual						Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2022	13,5	91,0	0,5	2,2	12,5	2,1	7,7	37,8	4,9	72,9	4,9	9,4	3,4
2023	14,2	85,0	1,3	2,0	2,6	3,8	1,2	36,4	5,1	68,9	1,6	2,7	0,8
2024	15,3	82,0	2,4	2,4	-2,2	4,4	3,1	34,0	2,9	67,3	1,8	-2,8	0,9
2024 II TR	14,9	83,2	2,1	2,3	-2,2	3,7	2,0	34,9	3,8	68,2	1,8	-8,1	0,9
III TR	15,2	82,5	2,5	2,4	-1,4	5,5	2,5	34,3	3,5	67,7	2,0	2,1	1,0
IV TR	15,3	82,0	2,3	2,4	-1,6	4,4	3,1	34,0	2,9	67,3	1,8	2,3	0,9
2025 I TR	15,2	81,7	0,7	2,5	1,1	4,2	4,3	34,1	2,7	67,0	2,0	4,6	1,3

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

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

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

## 2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente												Cuenta de capital <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria				
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2024 III TR	1.468,7	1.385,4	83,3	701,1	619,3	376,1	342,2	341,8	331,2	49,8	92,9	20,7	16,1	
IV TR	1.480,8	1.406,5	74,3	704,4	621,9	383,7	339,1	344,6	342,1	48,1	103,4	34,6	22,5	
2025 I TR	1.549,7	1.474,9	74,7	759,8	643,4	394,0	364,7	346,1	377,8	49,8	89,1	31,9	26,5	
II TR	1.476,5	1.390,3	86,2	712,2	625,4	387,6	351,5	329,5	318,0	47,1	95,3	18,0	12,5	
2025 Ene	509,0	486,6	22,4	246,4	206,4	129,4	120,7	117,4	129,4	15,7	30,2	12,8	12,0	
Feb	516,0	496,1	19,8	250,0	217,2	133,8	122,5	116,0	128,9	16,2	27,6	7,7	6,5	
Mar	524,7	492,2	32,5	263,4	219,8	130,8	121,5	112,6	119,5	17,9	31,4	11,4	8,1	
Abr	490,1	471,5	18,6	239,0	207,9	126,8	120,1	108,3	111,4	16,0	32,1	5,6	3,7	
May	496,4	464,7	31,8	237,9	204,8	129,8	116,1	113,0	112,4	15,8	31,3	5,7	3,8	
Jun	489,9	454,1	35,8	235,2	212,7	131,1	115,3	108,2	94,2	15,4	32,0	6,7	5,0	
transacciones acumuladas de 12 meses														
2025 June	5.975,7	5.657,2	318,5	2.877,5	2.510,0	1.541,4	1.397,4	1.362,0	1.369,0	194,8	380,7	105,2	77,7	
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2025 June	38,6	36,5	2,1	18,6	16,2	9,9	9,0	8,8	8,8	1,3	2,5	0,7	0,5	

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

### 2.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
		Total			Pro memoria:			Total			Pro memoria:		
Exportaciones	Importaciones	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2024 III TR	2,2	0,3	711,5	339,1	137,6	219,3	590,7	675,8	380,7	112,6	165,6	491,3	75,0
IV TR	1,1	2,1	714,6	335,8	139,5	224,6	593,0	682,9	380,8	111,9	171,2	493,2	70,1
2025 I TR	7,9	8,0	769,7	377,1	145,1	230,9	641,3	708,2	399,8	114,6	177,6	507,7	67,7
II TR	0,0	1,9	724,1	.	.	.	600,6	691,1	.	.	.	501,1	.
2025 Ene	3,0	8,2	245,6	117,8	47,0	76,4	202,6	232,7	131,3	37,3	58,0	166,5	23,8
Feb	6,3	6,1	257,3	127,0	47,2	76,6	213,6	236,4	133,9	38,6	59,0	168,6	22,8
Mar	14,0	9,7	266,9	132,3	50,9	77,9	225,2	239,2	134,6	38,7	60,6	172,6	21,1
Abr	-1,1	0,0	244,6	114,0	46,3	77,8	204,0	230,0	128,7	38,4	57,9	167,3	20,9
May	0,9	-0,7	242,7	115,4	45,7	76,0	202,5	227,0	125,4	37,8	58,1	165,0	19,5
Jun	0,4	6,8	236,8	.	.	.	194,1	234,0	.	.	.	168,8	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2024 II TR	-1,2	-4,3	95,6	89,7	92,3	108,4	95,5	98,6	95,0	96,9	105,0	98,4	133,1
III TR	-0,6	-1,1	94,5	88,9	91,0	106,0	94,7	98,8	94,8	99,4	105,5	99,8	129,8
IV TR	-2,6	1,3	93,7	87,3	90,5	107,2	93,9	99,8	95,1	96,9	109,3	99,9	133,0
2025 I TR	0,6	2,1	98,0	93,3	94,2	108,2	98,6	100,4	95,9	97,6	110,4	100,7	129,1
2024 Dic	-1,9	0,4	93,6	86,3	89,9	108,7	93,6	98,9	93,1	97,1	110,4	99,1	132,3
2025 Ene	-3,1	2,4	95,5	88,9	92,7	108,7	95,6	99,3	95,2	94,6	108,9	99,1	127,6
Feb	-1,5	-0,5	97,6	93,3	92,3	107,1	97,9	100,9	96,3	99,6	109,4	100,7	133,2
Mar	6,0	4,5	100,8	97,7	97,6	108,8	102,4	101,0	96,3	98,6	112,8	102,4	126,6
Abr	-5,4	-2,4	93,6	87,2	89,0	107,9	93,9	99,0	94,3	98,4	108,1	99,5	134,4
May	-1,0	0,2	95,3	89,4	90,2	109,1	95,7	99,4	94,2	96,7	110,0	99,1	135,2

Fuentes: BCE y Eurostat.

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

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

### 3 Precios y costes

#### 3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

Índice: 2015 = 100	Total			Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>							Precios administrados					
	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios administrados				
	Total	Total, excluidos energía y alimentos			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
% del total en 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5			
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8			
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9			
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3			
2024 III TR	126,6	2,2	2,8	0,6	4,0	0,5	0,8	0,8	0,2	-1,4	0,9	1,9	4,0			
IV TR	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,8	0,1	-0,6	0,7	2,0	4,3			
2025 I TR	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7			
II TR	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,4	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0			
2025 Mar	128,0	2,2	2,4	1,1	3,5	0,1	0,2	0,7	0,0	-1,4	0,3	2,0	3,5			
Abr	128,8	2,2	2,7	0,7	4,0	0,1	0,0	0,6	0,0	-2,3	0,7	2,0	3,3			
May	128,7	1,9	2,3	0,8	3,2	-0,1	0,4	-0,1	0,1	-1,2	-0,1	1,8	3,0			
Jun	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,3	0,2	0,5	0,1	0,2	0,4	1,9	2,8			
Jul	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,3	0,9	0,3	1,0	0,1	1,9	3,0			
Ago <sup>3)</sup>	129,3	2,1	2,3	.	3,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,6	0,4	.	.			
Bienes														Servicios		
Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales				Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	Varios				
Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Total	Alquileres									
14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25					
% del total en 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3				
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1				
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0				
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0				
2024 III TR	2,3	2,7	1,2	-0,3	0,5	-2,7	3,3	3,0	4,5	-0,9	4,8	4,0				
IV TR	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0				
2025 I TR	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1				
II TR	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9				
2025 Mar	2,9	2,6	4,2	0,2	0,6	-1,0	3,3	2,9	3,4	-1,7	3,8	4,2				
Abr	3,0	2,4	4,9	-0,6	0,6	-3,6	3,3	3,0	5,7	-1,9	4,4	4,0				
May	3,2	2,9	4,3	-0,5	0,6	-3,6	3,3	3,0	3,6	-2,6	3,4	3,9				
Jun	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7				
Jul	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9				
Ago <sup>3)</sup>	3,2	2,6	5,5	.	0,8	-1,9	.	.	.	.	.	.				

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

### 3 Precios y costes

#### 3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción <sup>1)</sup>										Cons-trucción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residen-ciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>			
	Total (índice: 2021 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía							
		Industria manufac-turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Alimen-tación, bebidas y tabaco	No ali-men-tación							
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11			
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7	12	13				
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4			
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2			
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5			
2024 III TR	124,4	-2,7	-0,6	0,4	-0,9	1,3	1,5	0,5	1,1	-8,9	1,8	2,8	-3,8			
IV TR	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	1,0	4,1	-1,2			
2025 I TR	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,0	5,4	.			
II TR	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	1,4	.	.			
2025 Feb	128,6	3,1	0,8	1,4	0,9	1,7	2,1	1,5	1,5	7,8	-	-	-			
Mar	126,4	1,9	0,3	1,3	0,8	1,8	2,0	1,6	1,5	3,9	-	-	-			
Abr	123,6	0,7	-0,4	1,1	0,4	1,7	2,1	2,0	1,4	-0,5	-	-	-			
May	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-			
Jun	123,9	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,9	1,5	0,0	-	-	-			
Jul	124,4	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,9	1,6	-1,2	-	-	-			

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

1) Únicamente ventas interiores.

2) Precios de producción de los edificios residenciales.

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

#### 3.3 Precios de las materias primas y deflactores del PIB (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores del PIB								Precios del petróleo (EUR por barril)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)									
	Total (d.; índice: 2020 = 100)	Total	Demanda interna				Exporta-ciones <sup>1)</sup>	Importa-ciones <sup>1)</sup>		Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>						
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men-tación	No alimen- tación	Total	Ali- men-tación	No alimen- tación				
										9	10	11	12	13	14	15			
% del total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6				
2022	107,4	5,2	7,1	6,7	4,4	8,2	12,8	17,4	95,0	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9				
2023	113,8	6,0	4,7	6,3	3,7	4,1	0,6	-2,2	76,4	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0				
2024	117,2	3,0	2,4	2,4	3,0	1,9	0,9	-0,4	77,8	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5				
2024 III TR	117,4	2,8	2,2	2,1	2,9	1,8	1,5	0,3	.	10,0	11,6	8,2	10,9	12,4	9,1				
IV TR	118,3	2,5	1,9	1,8	2,4	1,9	1,8	0,5	.	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8				
2025 I TR	118,8	2,3	2,2	2,1	2,8	1,8	2,2	1,9	.	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2				
II TR	119,7	2,5	2,1	2,1	2,7	2,0	0,7	-0,2	.	-1,9	2,0	-6,2	-2,3	0,6	-6,0				
2025 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	.	13,5	16,3	10,4	12,5	13,3	11,4				
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,0	-0,7	-5,7	-2,8	-1,0	-5,2				
May	-	-	-	-	-	-	-	-	.	0,3	7,7	-7,3	-0,8	4,1	-6,7				
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,2	-0,9	-5,7	-3,3	-1,1	-6,0				
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	.	-3,7	-4,8	-2,5	-3,6	-3,9	-3,1				
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	.	1,1	2,5	-0,3	-0,5	-0,1	-1,0				

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

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

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

### 3 Precios y costes

#### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios (datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)					Encuestas a directores de compras (índices de difusión)			
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios de consumo en los 12 meses anteriores	Precios de los consumos intermedios		Precios cobrados	
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción		Manufacturas	Servicios	Manufacturas	Servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1999-21	24,6	19,0	7,5	13,3	25,0	-	-	-	-
2022	48,5	53,1	27,4	42,1	71,6	-	-	-	-
2023	9,1	28,8	19,6	14,8	74,5	-	-	-	-
2024	6,0	14,5	15,2	4,5	55,1	49,0	59,7	48,8	54,2
2024 III TR	6,6	13,5	13,7	2,9	50,4	52,0	57,9	50,1	53,0
IV TR	7,4	13,8	14,7	4,9	48,8	49,2	58,0	48,2	53,3
2025 I TR	10,3	16,8	14,8	4,6	50,3	52,2	60,1	50,0	54,1
II TR	8,2	16,2	14,1	3,2	49,3	48,3	58,2	50,0	52,8
2025 Mar	11,0	16,6	13,6	3,0	49,5	52,4	58,7	50,4	53,6
Abr	10,6	17,1	14,6	4,5	48,7	48,9	58,2	51,3	52,9
May	8,0	15,2	14,2	2,9	50,2	47,8	58,3	49,2	52,6
Jun	5,9	16,3	13,6	2,0	49,1	48,1	58,1	49,5	53,1
Jul	8,9	16,7	14,0	3,0	49,0	50,0	56,5	49,9	53,0
Ago	6,7	16,6	15,1	0,8	47,1	50,4	58,3	49,8	53,3

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

#### 3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: índicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2022	105,5	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	2,9
2023	110,5	4,7	4,5	5,3	5,1	4,0	4,4
2024	115,6	4,6	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 III TR	111,9	4,7	4,5	5,2	4,8	4,3	5,4
IV TR	122,6	3,8	4,2	2,7	4,0	3,4	4,1
2025 I TR	112,1	3,4	3,5	3,2	3,8	2,5	2,5
II TR	123,9	3,7	3,8	3,5	4,2	2,8	4,0

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_statistics/governance\\_and\\_quality\\_framework/html/experimental-data.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

### 3 Precios y costes

#### 3.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo (tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por rama de actividad										
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Con- strucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades finan- cieras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Activida- des pro- fesionales, adminis- trativas y servicios auxiliares	Activida- des sanitarias y de ser- vicios sociales	Administración pública, educa- ción, activida- des sanitarias y de ser- vicios sociales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Costes laborales unitarios													
2022	102,8	3,2	4,4	4,7	8,2	0,5	2,3	5,0	6,2	3,7	2,1	-6,4	
2023	109,5	6,5	6,3	8,4	5,3	7,7	2,3	7,9	4,0	6,3	5,3	3,0	
2024	114,6	4,7	5,1	5,6	6,2	4,7	3,3	3,8	1,1	3,8	4,8	4,2	
2024 III TR	114,9	4,6	5,6	4,3	6,7	5,1	3,1	4,1	-0,1	4,1	4,8	3,8	
IV TR	115,7	3,6	4,0	4,7	6,0	4,4	3,2	2,5	1,6	3,9	3,8	3,2	
2025 I TR	116,4	3,1	2,1	0,0	5,0	4,1	1,9	5,0	4,3	4,1	4,1	3,8	
II TR	117,5	3,1	1,2	0,3	6,1	3,6	0,6	6,0	5,8	4,5	3,7	4,8	
Remuneración por asalariado													
2022	109,1	4,5	4,2	3,9	4,2	6,2	2,8	3,0	5,3	5,8	3,5	8,3	
2023	115,0	5,4	5,9	5,7	4,9	5,8	5,3	5,4	3,8	6,3	4,8	5,3	
2024	120,2	4,5	4,2	4,5	4,0	4,5	4,2	4,7	3,6	4,9	4,6	5,1	
2024 III TR	120,8	4,5	4,3	4,2	4,4	4,8	4,1	4,7	3,4	4,8	4,6	4,4	
IV TR	122,0	4,2	4,8	4,0	4,0	4,3	4,6	3,3	3,3	4,7	4,0	4,7	
2025 I TR	123,2	4,0	4,6	3,2	3,9	4,3	4,1	3,4	2,2	4,5	4,2	3,8	
II TR	124,4	3,9	4,9	3,6	4,7	3,7	3,7	4,5	3,5	4,5	3,6	5,3	
Productividad del trabajo por persona ocupada													
2022	106,1	1,3	-0,2	-0,8	-3,7	5,7	0,4	-1,9	-0,9	2,0	1,3	15,7	
2023	105,1	-1,0	-0,4	-2,4	-0,4	-1,8	2,9	-2,3	-0,2	0,0	-0,4	2,2	
2024	104,9	-0,1	-0,9	-1,1	-2,0	-0,2	0,9	0,8	2,4	1,1	-0,2	0,8	
2024 III TR	105,1	-0,1	-1,2	-0,1	-2,1	-0,3	0,9	0,6	3,5	0,7	-0,2	0,6	
IV TR	105,3	0,5	0,8	-0,7	-1,9	-0,1	1,4	0,8	1,6	0,8	0,1	1,4	
2025 I TR	105,7	0,8	2,5	3,2	-1,1	0,2	2,2	-1,6	-2,0	0,4	0,2	0,0	
II TR	105,8	0,8	3,7	3,3	-1,3	0,1	3,1	-1,4	-2,2	0,0	0,0	0,5	
Remuneración por hora trabajada													
2022	103,5	3,2	5,5	3,9	3,9	1,9	2,6	3,6	3,7	4,5	3,9	4,9	
2023	108,9	5,3	5,1	5,9	5,1	5,8	5,3	5,3	4,6	6,0	4,4	4,3	
2024	113,7	4,4	3,8	4,4	4,1	4,4	3,9	4,7	3,8	4,3	4,5	4,7	
2024 III TR	114,2	4,9	3,7	4,9	4,8	5,0	4,3	5,2	3,3	4,9	5,3	4,5	
IV TR	114,9	3,9	3,4	3,9	4,1	3,8	4,4	3,8	3,8	4,0	3,7	4,3	
2025 I TR	116,3	4,1	4,7	3,6	4,2	4,4	4,0	3,6	2,7	4,7	4,3	3,2	
II TR	117,4	4,0	4,1	3,9	4,1	3,8	3,7	4,4	4,1	4,8	4,0	4,5	
Productividad del trabajo por hora													
2022	100,2	0,0	0,4	-0,8	-4,5	1,5	0,1	-1,2	-3,0	1,2	1,7	11,6	
2023	99,2	-1,0	-0,6	-2,3	0,0	-1,6	3,0	-2,5	-0,1	-0,1	-0,7	1,5	
2024	99,0	-0,2	-0,4	-1,1	-2,1	-0,2	0,6	1,1	2,8	0,5	-0,3	0,3	
2024 III TR	99,2	0,4	-0,2	0,4	-1,5	0,1	1,2	1,0	4,2	0,8	0,5	0,8	
IV TR	99,1	0,3	0,8	-0,7	-2,0	-0,1	1,2	1,6	1,0	0,2	-0,1	0,5	
2025 I TR	99,8	1,1	3,0	3,6	-0,8	0,7	2,3	-1,3	-1,3	0,7	0,3	-0,6	
II TR	99,8	1,1	3,5	3,7	-1,5	0,7	3,3	-1,5	-1,5	0,2	0,3	-0,4	

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.1 Tipos de interés del mercado monetario (porcentajes; medias del período)

	Zona del euro <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)			
	1	2	3	4	5	6	7	
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63		-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00		-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15		0,12
2025 Mar	2,50	2,40	2,44	2,39	2,40	4,33		0,48
Abr	2,34	2,24	2,25	2,20	2,14	4,35		0,48
May	2,17	2,10	2,09	2,12	2,08	4,31		0,48
Jun	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32		0,48
Jul	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34		0,48
Ago	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34		0,48

Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

### 4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Diferenciales Japón	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025 Mar	2,18	2,03	1,99	2,27	2,78	0,75	0,18	0,81	1,92	2,03	2,88	3,52
Abr	1,88	1,74	1,70	1,99	2,56	0,82	0,35	0,74	1,63	1,74	2,65	3,40
May	1,86	1,78	1,78	2,08	2,61	0,83	0,34	0,90	1,73	1,87	2,70	3,42
Jun	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
Jul	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
Ago	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72

Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

### 4.3 Índices bursátiles

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Energéticas	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	414,6	3.757,0	937,3	253,4	171,3	110,0	160,6	731,7	748,4	353,4	283,2	825,8	4.098,5	27.257,8
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025 Mar	559,1	5.417,7	1.028,5	283,6	160,4	127,6	306,0	1.133,6	1.078,3	407,9	372,4	885,3	5.684,0	37.311,8
Abr	520,6	4.994,0	938,6	256,5	158,1	118,1	290,6	1.028,5	972,3	428,7	363,4	799,9	5.369,5	34.343,0
May	562,6	5.358,5	991,5	270,2	165,8	126,5	317,9	1.146,4	1.088,5	446,5	374,1	824,3	5.810,9	37.490,5
Jun	561,8	5.325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1.161,2	1.110,0	457,0	367,1	801,4	6.030,0	38.458,3
Jul	566,7	5.351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1.192,4	1.098,2	454,6	358,5	805,9	6.296,5	40.173,0
Ago	571,9	5.373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1.188,0	1.048,5	452,3	357,4	835,5	6.408,9	42.299,9

Fuente: LSEG.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo		Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					Indicador sintético del coste de financiación				
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:			Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE <sup>3)</sup>	Por período inicial de fijación del tipo de interés								
						Hasta 2 años	Más de 2 años	Tipo flexible y hasta 1 año		De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		
2024 Ago	0,38	1,77	2,97	2,69	8,16	16,99	7,85	7,82	8,60	5,03	4,69	3,87	3,62	3,36	3,99	3,73		
	Sep	0,37	1,77	2,99	2,73	8,23	17,04	7,55	7,76	8,53	4,89	4,58	3,79	3,55	3,28	3,89	3,64	
	Oct	0,36	1,77	2,73	2,63	8,06	16,89	7,24	7,71	8,46	4,65	4,37	3,69	3,47	3,22	3,79	3,55	
	Nov	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47	
	Dic	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,64	3,39	
	2025 Ene	0,34	1,75	2,33	2,42	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,40	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25	
	Feb	0,32	1,55	2,20	2,37	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33	
	Mar	0,31	1,52	2,10	2,25	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32	
	Abr	0,29	1,50	1,97	2,30	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27	
	May	0,29	1,45	1,86	2,24	7,49	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30	
	Jun	0,27	1,44	1,79	2,21	7,41	16,47	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30	
	Jul	0,25	1,43	1,75	2,21	7,29	16,44	6,68	7,53	8,17	4,11	3,56	3,39	3,45	3,12	3,56	3,28	

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

### 4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo										Indicador sintético del coste de financiación		
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros	Más de 250.000 euros y hasta 1 millón de euros				Más de 1 millón de euros			Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año		
		Hasta 2 años	Más de 2 años			5	6	7	8	9	10	11	12	13			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
2024 Ago	0,89	3,42	3,12	5,18	5,14	5,40	5,47	5,17	4,85	4,11	5,03	4,78	4,06	5,01			
	Sep	0,88	3,28	2,97	5,12	5,03	5,29	5,49	5,02	4,64	4,04	4,73	4,47	3,85	4,79		
	Oct	0,82	3,06	2,96	4,89	4,82	5,10	5,29	4,80	4,39	3,92	4,64	4,29	3,85	4,67		
	Nov	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52		
	Dic	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,79	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36		
	2025 Ene	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,19	3,87	3,65	4,25		
	Feb	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11		
	Mar	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,54	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94		
	Abr	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,23	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80		
	May	0,58	2,06	2,56	3,90	3,78	4,25	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66		
	Jun	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,21	4,89	3,54	3,40	3,63	3,28	3,41	3,54	3,60		
	Jul	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,08	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,46	3,52		

Fuente: BCE.

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

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas <sup>1)</sup>						
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central
			Total	FVC						Total	FVC			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Corto plazo														
2022	1.404,9	500,0	143,6	80,6	94,8	666,5	621,7	494,0	193,1	116,4	76,7	50,5	134,0	96,8
2023	1.587,0	633,4	166,1	105,7	85,8	701,8	659,1	534,2	240,9	117,4	91,2	48,8	127,0	103,2
2024	1.606,7	571,6	224,1	138,7	69,3	741,6	674,6	512,2	203,9	134,5	105,0	38,7	135,1	108,3
2025 Feb	1.573,4	586,3	208,8	122,7	83,4	694,9	629,8	517,1	221,1	140,3	113,1	36,8	118,9	97,9
Mar	1.589,5	597,4	212,1	129,5	78,7	701,3	633,1	526,0	211,0	143,1	118,7	36,6	135,3	110,0
Abr	1.554,3	556,0	203,8	111,5	90,1	704,4	631,9	558,1	222,0	148,5	113,8	53,2	134,5	110,8
May	1.556,6	579,4	190,0	102,0	97,5	689,7	619,8	560,9	250,4	137,3	111,7	48,3	124,8	96,0
Jun	1.573,6	593,2	183,7	102,0	91,7	705,0	635,7	533,3	224,3	141,1	113,0	44,4	123,6	95,6
Jul	1.567,2	589,7	185,0	95,9	95,4	697,1	631,0	531,5	225,1	146,9	115,5	44,1	115,3	96,6
Largo plazo														
2022	17.791,3	3.898,8	3.106,9	1.403,2	1.423,4	9.362,2	8.650,2	295,7	76,5	68,1	31,0	17,2	133,8	124,3
2023	19.417,8	4.440,4	3.241,3	1.433,2	1.539,8	10.196,3	9.456,4	322,2	92,9	67,5	30,7	21,4	140,4	131,9
2024	20.542,7	4.770,3	3.508,8	1.529,9	1.650,7	10.612,9	9.841,2	350,0	89,1	86,0	34,9	27,0	147,9	137,3
2025 Feb	20.968,2	4.868,2	3.554,3	1.537,4	1.672,1	10.873,7	10.080,4	395,2	97,0	81,1	30,0	23,3	193,9	178,1
Mar	20.696,2	4.813,9	3.525,3	1.537,8	1.651,7	10.705,3	9.920,3	389,2	95,0	93,1	43,8	30,9	170,2	153,9
Abr	20.866,2	4.782,4	3.515,4	1.551,5	1.647,8	10.920,6	10.131,2	351,7	58,5	88,5	37,7	25,3	179,3	172,0
May	21.026,3	4.842,7	3.576,7	1.558,6	1.677,2	10.929,6	10.140,6	446,7	114,9	113,6	29,0	49,2	169,0	158,1
Jun	21.147,4	4.846,7	3.609,4	1.604,5	1.707,6	10.983,8	10.198,4	468,3	113,6	140,4	81,6	40,3	174,1	163,9
Jul	21.241,1	4.888,3	3.663,2	1.616,3	1.719,3	10.970,2	10.181,1	375,6	97,4	107,8	39,8	26,5	143,9	134,5

Fuente: BCE.

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

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

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

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas						
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras		
			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central
			Total	FVC						Total	FVC			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Saldo vivo														
2022	19.196,2	4.398,7	3.250,5	1.483,8	1.518,2	10.028,8	9.271,9	8.688,6	526,4	1.279,2	6.882,4			
2023	21.004,9	5.073,8	3.407,4	1.538,9	1.625,6	10.898,0	10.115,5	9.672,5	620,3	1.421,4	7.630,2			
2024	22.149,4	5.341,9	3.732,9	1.668,5	1.720,0	11.354,5	10.515,8	10.155,3	751,0	1.587,4	7.816,4			
2025 Feb	22.541,6	5.454,5	3.763,1	1.660,0	1.755,4	11.568,6	10.710,1	11.107,3	934,2	1.741,5	8.431,2			
Mar	22.285,7	5.411,3	3.737,4	1.667,2	1.730,4	11.406,6	10.553,4	10.617,6	937,4	1.716,7	7.963,2			
Abr	22.420,5	5.338,5	3.719,1	1.662,9	1.737,9	11.625,0	10.763,1	10.533,5	931,3	1.711,9	7.889,9			
May	22.582,8	5.422,1	3.766,7	1.660,6	1.774,7	11.619,3	10.760,3	10.989,7	1.011,7	1.782,1	8.195,6			
Jun	22.721,0	5.439,9	3.793,1	1.706,6	1.799,3	11.688,3	10.834,1	10.914,1	1.006,9	1.794,0	8.112,7			
Jul	22.808,3	5.478,1	3.848,2	1.712,1	1.814,7	11.667,3	10.812,2	11.062,3	1.091,2	1.804,0	8.166,6			
Tasa de crecimiento <sup>1)</sup>														
2024 Dic	4,3	3,6	6,1	5,6	2,9	4,3	4,1	0,1	-2,6	-0,6	0,4			
2025 Ene	4,2	3,1	4,3	2,7	3,4	4,9	4,7	0,1	-2,4	-0,6	0,4			
Feb	4,1	2,6	4,7	3,4	3,2	4,7	4,7	0,0	-2,1	-0,6	0,3			
Mar	3,7	1,7	5,1	3,7	3,1	4,2	4,2	-0,1	-1,8	-0,8	0,2			
Abr	3,5	0,7	5,2	3,9	2,2	4,6	4,5	-0,1	-1,8	-0,4	0,1			
May	3,9	2,3	5,0	3,1	3,7	4,4	4,4	-0,1	-1,5	-0,3	0,1			
Jun	4,5	3,5	7,1	6,4	3,5	4,4	4,4	-0,1	-0,7	-0,7	0,0			
Jul	4,9	3,9	7,7	7,1	4,3	4,6	4,6	0,0	-0,5	-0,6	0,1			

Fuente: BCE.

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

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.8 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

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

	TCE-18						TCE-41	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,3	84,3	65,0	82,7	116,1	90,9
2023	98,1	94,0	97,8	88,7	67,6	86,1	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,9	89,4	67,5	87,2	124,1	95,0
2024 III TR	99,0	94,9	98,5	89,9	67,3	87,7	125,1	95,5
IV TR	97,6	93,6	97,0	88,9	65,9	86,5	123,6	94,2
2025 I TR	97,1	93,3	96,3	88,2	63,6	85,9	122,9	93,5
II TR	100,6	96,5	101,1	-	-	-	127,7	96,8
2025 Mar	98,3	94,4	97,8	-	-	-	124,5	94,7
Abr	100,5	96,5	100,6	-	-	-	127,7	96,9
May	100,1	96,0	100,7	-	-	-	127,0	96,2
Jun	101,3	97,1	102,0	-	-	-	128,5	97,3
Jul	102,3	98,1	103,1	-	-	-	129,9	98,4
Ago	102,2	98,1	103,1	-	-	-	129,9	98,4
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2025 Ago	-0,1	-0,1	0,0	-	-	-	0,0	0,0
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2025 Ago	3,2	3,2	4,7	-	-	-	3,7	2,8

Fuente: BCE.

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

### 4.9 Tipos de cambio bilaterales

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

	Renminbi chino	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2024 III TR	7,870	25,195	7,461	394,101	163,952	4,283	0,845	4,9746	11,451	0,952	1,098
IV TR	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 I TR	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
II TR	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
2025 Mar	7,835	25,001	7,460	399,805	161,167	4,182	0,837	4,9768	10,968	0,955	1,081
Abr	8,185	25,039	7,465	406,437	161,671	4,265	0,854	4,9775	10,974	0,937	1,121
May	8,135	24,923	7,460	403,939	163,144	4,254	0,843	5,0714	10,881	0,936	1,128
Jun	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
Jul	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
Ago	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2025 Ago	-0,4	-0,4	0,0	-0,7	0,2	0,2	0,1	-0,1	-0,3	0,7	-0,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2025 Ago	6,0	-2,6	0,0	0,4	6,7	-0,7	1,6	1,8	-2,6	-0,7	5,6

Fuente: BCE.

## 4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7		8	9	10	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2024 II TR	34.402,8	33.276,3	1.126,5	12.521,5	9.862,0	13.600,5	15.608,3	-7,7	7.021,0	7.806,1	1.267,5	16.681,2
III TR	34.708,4	33.395,8	1.312,5	12.289,6	9.645,3	13.930,2	15.947,0	-17,7	7.187,4	7.803,5	1.318,9	16.702,6
IV TR	35.949,0	34.170,8	1.778,2	12.735,3	9.953,7	14.678,9	16.511,3	-16,7	7.157,5	7.705,8	1.394,0	16.727,8
2025 I TR	36.085,3	34.476,8	1.608,6	12.651,3	9.921,9	14.381,6	16.521,1	17,9	7.523,4	8.033,8	1.511,0	16.968,0
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2025 I TR	235,3	224,8	10,5	82,5	64,7	93,8	107,7	0,1	49,1	52,4	9,9	110,6
Transacciones												
2024 III TR	443,9	292,0	151,8	-2,4	-15,2	195,5	221,9	-4,6	259,3	85,3	-4,0	-
IV TR	54,3	-32,9	87,2	57,7	78,3	219,7	161,2	18,9	-245,9	-272,4	3,7	-
2025 I TR	759,9	704,5	55,4	90,5	66,3	206,1	175,6	-6,3	470,4	462,7	-0,8	-
II TR	486,0	330,1	155,9	115,4	55,1	192,5	190,7	16,9	152,4	84,3	8,8	-
2025 Ene	399,0	389,7	9,2	57,6	26,4	100,6	62,7	9,3	233,0	300,6	-1,5	-
Feb	284,0	266,5	17,5	47,1	36,9	40,6	79,0	2,5	192,6	150,6	1,3	-
Mar	77,0	48,3	28,7	-14,1	2,9	65,0	33,9	-18,1	44,8	11,5	-0,6	-
Abr	132,7	96,8	35,9	45,5	58,3	19,7	-45,2	-8,5	70,9	83,8	5,2	-
May	133,0	92,0	41,0	27,5	-2,5	48,0	96,3	16,8	38,5	-1,8	2,3	-
Jun	220,2	141,3	79,0	42,4	-0,7	124,9	139,6	8,6	42,9	2,4	1,4	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2025 Jun	1.744,1	1.293,7	450,4	261,2	184,5	813,9	749,4	25,0	636,2	359,8	7,7	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2025 Jun	11,3	8,4	2,9	1,7	1,2	5,3	4,8	0,2	4,1	2,3	0,0	-

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.1 Agregados monetarios<sup>1)</sup>

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

	M3							M3-M2				Total	
	M2						Total	M3-M2			Total		
	M1			M2-M1				Cesiones temporales (repos)	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total					Total		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos													
2022	1.538,9	9.758,1	11.297,0	1.366,9	2.565,3	3.932,2	15.229,2	122,4	646,6	50,0	819,0	16.048,2	
2023	1.536,2	8.809,4	10.345,6	2.294,1	2.460,4	4.754,6	15.100,2	183,7	740,0	71,6	995,3	16.095,5	
2024	1.556,9	9.021,4	10.578,2	2.531,0	2.469,1	5.000,1	15.578,3	254,1	886,5	35,3	1.175,9	16.754,2	
2024 III TR	1.541,7	8.840,8	10.382,5	2.594,5	2.424,8	5.019,3	15.401,9	239,7	858,4	46,0	1.144,1	16.546,0	
IV TR	1.556,9	9.021,4	10.578,2	2.531,0	2.469,1	5.000,1	15.578,3	254,1	886,5	35,3	1.175,9	16.754,2	
2025 I TR	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.486,5	2.491,0	4.977,6	15.661,9	240,0	909,5	42,7	1.192,2	16.854,0	
II TR <sup>(p)</sup>	1.562,3	9.246,7	10.809,1	2.395,1	2.513,7	4.908,8	15.717,9	257,5	923,1	26,1	1.206,7	16.924,6	
2025 Feb	1.559,5	9.098,7	10.658,2	2.494,4	2.475,0	4.969,4	15.627,7	263,9	920,2	37,8	1.221,8	16.849,5	
Mar	1.564,3	9.120,0	10.684,3	2.486,5	2.491,0	4.977,6	15.661,9	240,0	909,5	42,7	1.192,2	16.854,0	
Abr	1.559,6	9.196,0	10.755,6	2.450,7	2.494,4	4.945,0	15.700,6	255,2	907,7	39,3	1.202,2	16.902,8	
May	1.559,8	9.232,4	10.792,2	2.445,9	2.503,1	4.948,9	15.741,2	247,6	921,0	33,4	1.201,9	16.943,1	
Jun	1.562,3	9.246,7	10.809,1	2.395,1	2.513,7	4.908,8	15.717,9	257,5	923,1	26,1	1.206,7	16.924,6	
Jul <sup>(p)</sup>	1.565,3	9.242,9	10.808,1	2.406,2	2.519,8	4.926,0	15.734,1	243,1	919,0	27,8	1.189,9	16.924,0	
Operaciones													
2022	69,9	-57,3	12,6	425,5	55,6	481,1	493,7	3,4	2,5	76,9	82,8	576,5	
2023	-4,1	-969,2	-973,3	920,6	-99,5	821,2	-152,1	39,9	93,8	23,9	157,6	5,5	
2024	21,3	167,6	188,9	203,5	9,0	212,5	401,4	75,7	136,0	-36,0	175,7	577,1	
2024 III TR	7,8	24,6	32,4	60,2	2,1	62,3	94,7	30,4	39,6	-14,0	56,1	150,7	
IV TR	15,2	162,6	177,7	-73,3	44,0	-29,2	148,5	16,9	24,8	-16,8	24,9	173,4	
2025 I TR	7,5	117,3	124,8	-39,1	15,0	-24,2	100,6	-12,7	19,8	9,8	17,0	117,6	
II TR <sup>(p)</sup>	-2,0	149,6	147,6	-81,2	22,3	-59,0	88,7	20,3	11,3	-16,5	15,1	103,8	
2025 Feb	3,7	58,1	61,8	-20,8	3,5	-17,3	44,5	1,1	30,1	-13,7	17,6	62,1	
Mar	4,8	38,8	43,6	-2,6	9,5	6,9	50,5	-22,2	-11,7	7,0	-26,8	23,7	
Abr	-4,8	90,1	85,3	-29,3	2,9	-26,5	58,8	16,9	-2,4	-4,0	10,5	69,3	
May	0,2	36,0	36,2	-5,4	8,6	3,2	39,5	-7,9	12,4	-4,5	0,0	39,5	
Jun	2,6	23,6	26,1	-46,5	10,8	-35,7	-9,6	11,3	1,3	-8,0	4,7	-4,9	
Jul <sup>(p)</sup>	2,9	-7,8	-4,8	8,6	6,0	14,6	9,8	-15,2	-4,9	2,1	-18,0	-8,3	
Tasas de crecimiento													
2022	4,8	-0,6	0,1	45,9	2,2	14,0	3,4	2,8	0,4	457,2	11,1	3,7	
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,0	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	45,3	19,3	0,0	
2024	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6	
2024 III TR	0,5	-1,6	-1,3	23,0	-1,7	9,6	2,0	61,7	19,3	-35,6	21,8	3,2	
IV TR	1,4	1,9	1,8	8,9	0,4	4,5	2,7	41,6	18,3	-52,9	17,7	3,6	
2025 I TR	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7	
II TR <sup>(p)</sup>	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,7	-58,6	10,4	3,3	
2025 Feb	1,7	3,7	3,4	2,4	1,7	2,0	3,0	49,5	18,4	-54,8	18,4	4,0	
Mar	2,5	4,1	3,9	0,8	2,3	1,6	3,1	25,2	13,9	-43,1	12,0	3,7	
Abr	1,8	5,3	4,8	-1,2	2,5	0,6	3,4	27,5	12,4	-49,6	10,9	3,9	
May	1,9	5,6	5,1	-2,9	2,9	0,0	3,4	21,4	14,5	-51,3	11,6	3,9	
Jun	1,9	5,1	4,7	-5,3	3,4	-1,0	2,8	26,2	11,7	-58,6	10,4	3,3	
Jul <sup>(p)</sup>	1,9	5,6	5,0	-5,1	3,7	-0,8	3,1	8,7	9,7	-50,8	6,4	3,4	

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Institucio-nes finan- cieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Adminis- traciones Públi- cas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales (repos)	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales (repos)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2022	3.361,5	2.721,2	499,5	134,7	6,2	8.374,2	5.542,6	437,9	2.392,9	0,9	1.282,3	231,5	563,3
2023	3.334,1	2.419,5	771,8	131,3	11,6	8.421,5	5.110,8	1.015,9	2.293,3	1,4	1.222,8	227,0	542,3
2024	3.438,2	2.500,7	792,7	133,7	11,1	8.759,0	5.199,1	1.256,9	2.301,5	1,5	1.298,0	232,1	548,2
2024 III TR	3.364,9	2.404,7	823,6	125,6	11,0	8.620,7	5.089,5	1.264,0	2.266,2	1,0	1.333,5	230,1	550,8
IV TR	3.438,2	2.500,7	792,7	133,7	11,1	8.759,0	5.199,1	1.256,9	2.301,5	1,5	1.298,0	232,1	548,2
2025 I TR	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.792,4	5.256,0	1.219,6	2.315,7	1,1	1.363,3	229,0	539,3
II TR <sup>(p)</sup>	3.421,2	2.494,7	772,6	144,5	9,3	8.842,1	5.334,0	1.173,0	2.333,9	1,2	1.367,5	236,6	545,7
2025 Feb	3.440,0	2.479,8	811,0	136,4	12,8	8.775,1	5.235,5	1.233,5	2.304,9	1,2	1.344,1	232,7	540,1
Mar	3.413,5	2.475,5	787,4	140,2	10,6	8.792,4	5.256,0	1.219,6	2.315,7	1,1	1.363,3	229,0	539,3
Abr	3.430,8	2.483,0	794,9	141,4	11,5	8.807,8	5.288,2	1.199,8	2.318,9	0,9	1.378,7	243,5	535,4
May	3.444,5	2.500,7	791,6	142,7	9,5	8.832,7	5.316,8	1.188,4	2.326,5	1,0	1.380,2	230,3	541,2
Jun	3.421,2	2.494,7	772,6	144,5	9,3	8.842,1	5.334,0	1.173,0	2.333,9	1,2	1.367,5	236,6	545,7
Jul <sup>(p)</sup>	3.444,9	2.510,2	780,5	144,3	9,8	8.871,5	5.357,2	1.172,9	2.340,5	0,9	1.327,8	219,3	548,4
Operaciones													
2022	122,9	-89,2	207,7	5,9	-1,5	295,8	166,8	74,9	54,0	0,1	-10,4	6,2	12,5
2023	-31,6	-306,8	271,1	-1,4	5,6	18,9	-459,8	572,6	-94,5	0,6	-64,6	-3,0	-27,8
2024	94,9	75,8	16,1	2,9	0,2	300,1	55,7	236,1	8,2	0,1	53,6	4,0	3,2
2024 III TR	-11,0	-1,7	-8,1	-1,7	0,4	61,4	-1,8	58,7	4,7	-0,3	41,1	9,3	16,5
IV TR	61,8	88,8	-34,6	8,1	-0,5	133,8	106,8	-8,7	35,2	0,5	-42,6	0,7	-3,4
2025 I TR	-17,9	-20,6	-3,3	6,2	-0,2	34,8	64,3	-36,6	7,5	-0,4	75,1	-2,2	-9,3
II TR <sup>(p)</sup>	21,1	27,2	-9,6	4,4	-0,8	54,3	81,3	-44,7	17,6	0,1	20,3	9,0	6,4
2025 Feb	9,2	6,9	2,0	0,3	0,0	20,5	32,5	-15,4	3,6	-0,2	18,6	2,8	-9,2
Mar	-19,6	0,3	-21,6	3,6	-1,9	19,0	27,7	-13,1	4,5	-0,1	27,8	-2,9	-0,8
Abr	24,3	11,9	9,8	1,3	1,3	18,5	34,7	-18,5	2,6	-0,2	26,3	15,4	-4,0
May	12,9	17,3	-3,5	1,3	-2,0	24,6	28,4	-11,5	7,6	0,2	1,3	-13,4	5,9
Jun	-16,1	-2,0	-15,9	1,8	0,0	11,1	18,2	-14,6	7,5	0,1	-7,3	7,0	4,5
Jul <sup>(p)</sup>	20,6	13,2	6,7	0,2	0,4	28,6	22,8	-0,5	6,6	-0,2	-42,6	-17,6	2,7
Tasas de crecimiento													
2022	3,8	-3,2	70,3	4,6	-17,5	3,7	3,1	20,6	2,3	19,9	-0,5	2,8	2,3
2023	-0,9	-11,2	54,2	-1,1	90,8	0,2	-8,3	129,3	-4,0	67,7	-4,9	-1,3	-4,9
2024	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2024 III TR	1,6	-1,0	11,5	-4,2	-15,0	2,9	-2,7	48,1	-1,4	21,7	7,0	10,0	-1,6
IV TR	2,8	3,1	2,1	2,2	2,0	3,6	1,1	23,2	0,4	6,1	4,4	1,8	0,6
2025 I TR	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
II TR <sup>(p)</sup>	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
2025 Feb	3,0	4,1	-0,6	6,6	3,9	3,5	2,7	11,1	1,5	15,7	9,3	4,3	-0,7
Mar	2,2	4,0	-3,9	9,7	-2,8	3,6	3,4	7,4	1,9	5,4	8,3	2,9	-0,8
Abr	2,6	4,3	-3,8	11,2	7,0	3,5	4,0	3,5	2,2	-9,2	10,2	16,0	0,6
May	2,7	4,8	-4,9	12,2	7,3	3,6	4,8	0,4	2,5	4,3	8,8	7,1	2,3
Jun	1,6	3,9	-6,7	13,4	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,9	-7,9	7,2	7,6	1,9
Jul <sup>(p)</sup>	2,7	4,9	-5,5	14,1	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	-0,1	6,0	2,5	1,3

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.3 Crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro									Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios			
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>				
					Total		A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>	A empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>							
					Total	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12					
Saldos vivos																	
2022	6.352,0	1.001,3	5.325,7	15.389,8	12.987,6	13.174,9	5.126,5	6.631,8	1.082,5	146,7	1.565,9	836,4					
2023	6.305,3	990,6	5.289,3	15.492,9	13.033,8	13.253,1	5.123,2	6.648,1	1.124,5	138,0	1.560,7	898,4					
2024	6.257,4	988,5	5.243,0	15.782,4	13.247,6	13.503,0	5.182,3	6.677,2	1.248,7	139,4	1.581,4	953,4					
2024 III TR	6.255,2	975,4	5.254,1	15.633,3	13.143,6	13.377,9	5.139,8	6.661,4	1.209,6	132,8	1.561,0	928,7					
IV TR	6.257,4	988,5	5.243,0	15.782,4	13.247,6	13.503,0	5.182,3	6.677,2	1.248,7	139,4	1.581,4	953,4					
2025 I TR	6.267,0	995,5	5.245,5	15.876,9	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.562,5	976,3					
II TR	6.264,2	1.007,4	5.230,8	15.955,7	13.411,3	13.686,5	5.211,1	6.767,6	1.287,2	145,4	1.572,2	972,3					
2025 Feb	6.298,2	1.001,5	5.270,8	15.892,6	13.335,0	13.572,7	5.202,4	6.711,1	1.285,7	135,7	1.576,1	981,6					
Mar	6.267,0	995,5	5.245,5	15.876,9	13.338,1	13.594,9	5.204,0	6.720,8	1.276,5	136,8	1.562,5	976,3					
Abr	6.306,3	994,8	5.285,5	15.890,4	13.369,1	13.629,5	5.208,2	6.740,1	1.284,7	136,0	1.564,3	957,1					
May	6.290,6	1.008,1	5.256,3	15.902,2	13.378,5	13.634,9	5.208,1	6.754,7	1.277,4	138,2	1.558,3	965,4					
Jun	6.264,2	1.007,4	5.230,8	15.955,7	13.411,3	13.686,5	5.211,1	6.767,6	1.287,2	145,4	1.572,2	972,3					
Jul	6.283,3	1.011,9	5.245,4	15.980,4	13.417,2	13.684,9	5.220,3	6.780,1	1.280,0	136,8	1.575,0	988,3					
Operaciones																	
2022	173,8	8,5	163,8	636,4	623,8	680,5	269,0	241,8	126,3	-13,3	18,6	-5,9					
2023	-161,1	-17,4	-144,0	53,8	24,5	72,3	-5,7	7,7	30,7	-8,2	-16,0	45,4					
2024	-64,4	-1,4	-63,5	288,9	229,8	272,1	76,9	44,8	107,0	1,1	11,4	47,6					
2024 III TR	-4,4	-3,2	-1,2	68,3	59,8	53,5	18,7	20,0	19,0	2,1	3,7	4,8					
IV TR	4,6	11,0	-6,5	140,8	101,4	126,3	44,2	22,3	28,7	6,3	14,3	25,1					
2025 I TR	31,9	6,6	25,2	116,0	112,9	113,4	35,1	48,4	32,1	-2,7	-17,0	20,1					
II TR	-27,7	11,7	-39,4	97,2	92,4	107,8	22,0	47,8	13,6	9,1	12,0	-7,2					
2025 Feb	-14,0	5,1	-19,1	59,0	56,0	48,8	13,1	15,4	29,2	-1,6	-5,6	8,6					
Mar	-3,6	-6,4	2,8	6,9	18,1	35,8	8,2	11,8	-3,4	1,5	-9,5	-1,7					
Abr	12,0	-1,1	13,1	25,5	41,7	44,2	11,2	16,5	14,4	-0,5	2,6	-18,8					
May	-17,0	13,3	-30,5	7,5	9,8	5,8	1,3	15,5	-9,2	2,2	-5,9	3,7					
Jun	-22,7	-0,5	-22,0	64,2	41,0	57,8	9,5	15,8	8,3	7,3	15,4	7,8					
Jul	23,5	4,5	19,0	19,8	3,3	-2,8	7,6	13,4	-9,0	-8,7	1,5	15,0					
Tasas de crecimiento																	
2022	2,7	0,9	3,0	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-7,9	1,2	-0,6					
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,5	-0,1	0,1	2,8	-5,5	-1,0	5,3					
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3					
2024 III TR	-1,2	-0,9	-1,2	1,2	1,3	1,6	0,8	0,6	8,5	-3,7	-1,5	4,2					
IV TR	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,5	0,8	0,7	5,3					
2025 I TR	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,7	-0,7	-0,9	4,9					
II TR	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6					
2025 Feb	0,4	1,9	0,1	2,3	2,4	2,4	2,2	1,4	9,8	-0,6	-1,0	6,3					
Mar	0,5	1,7	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,4	8,7	-0,7	-0,9	4,9					
Abr	0,5	1,9	0,2	2,4	2,6	2,8	2,5	1,7	8,6	-0,2	0,0	3,4					
May	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,5	5,7	0,4	3,7					
Jun	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,8	11,3	0,8	4,6					
Jul	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,6	5,8					

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro<sup>1)</sup>

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

	Sociedades no financieras <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Total	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>				Total	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2022	5.126,5	5.126,4	960,0	1.076,9	3.089,6	6.631,8	6.832,5	715,1	5.213,4	703,3
2023	5.123,2	5.138,3	907,2	1.090,3	3.125,8	6.648,1	6.866,2	731,3	5.227,9	688,9
2024	5.182,3	5.203,1	922,4	1.098,0	3.161,9	6.677,2	6.928,7	745,0	5.254,1	678,1
2024 III TR	5.139,8	5.161,9	912,5	1.089,7	3.137,7	6.661,4	6.899,1	742,3	5.244,0	675,1
IV TR	5.182,3	5.203,1	922,4	1.098,0	3.161,9	6.677,2	6.928,7	745,0	5.254,1	678,1
2025 I TR	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.291,9	678,1
II TR	5.211,1	5.252,9	928,1	1.116,0	3.167,0	6.767,6	7.016,4	757,3	5.333,6	676,7
2025 Feb	5.202,4	5.213,7	926,1	1.104,4	3.171,9	6.711,1	6.956,1	747,3	5.284,9	679,0
Mar	5.204,0	5.227,6	922,9	1.114,7	3.166,4	6.720,8	6.973,1	750,8	5.291,9	678,1
Abr	5.208,2	5.231,0	927,0	1.109,3	3.171,9	6.740,1	6.990,9	753,6	5.309,0	677,5
May	5.208,1	5.229,1	926,0	1.108,8	3.173,3	6.754,7	7.002,0	754,2	5.322,9	677,7
Jun	5.211,1	5.252,9	928,1	1.116,0	3.167,0	6.767,6	7.016,4	757,3	5.333,6	676,7
Jul	5.220,3	5.258,2	922,6	1.122,6	3.175,1	6.780,1	7.030,0	760,1	5.345,5	674,5
Operaciones										
2022	269,0	308,3	78,0	77,3	113,7	241,8	250,0	23,2	217,7	0,9
2023	-5,7	24,2	-44,0	10,3	27,9	7,7	26,5	18,9	10,0	-21,2
2024	76,9	88,1	21,9	14,1	40,9	44,8	77,0	26,6	28,0	-9,9
2024 III TR	18,7	22,7	13,6	4,5	0,6	20,0	20,7	7,1	17,9	-5,1
IV TR	44,2	45,5	7,8	10,8	25,6	22,3	36,3	10,7	10,5	1,1
2025 I TR	35,1	35,8	2,3	21,6	11,1	48,4	50,4	8,9	39,2	0,3
II TR	22,0	35,9	11,1	6,9	4,0	47,8	45,8	6,0	40,1	1,7
2025 Feb	13,1	10,9	1,3	5,0	6,8	15,4	15,9	2,0	13,6	-0,3
Mar	8,2	19,2	-1,5	11,9	-2,2	11,8	19,2	4,1	7,9	-0,1
Abr	11,2	9,2	7,2	-2,1	6,1	16,5	15,6	2,8	14,2	-0,5
May	1,3	-1,2	-0,9	0,1	2,1	15,5	12,6	1,1	14,0	0,4
Jun	9,5	27,9	4,8	8,9	-4,2	15,8	17,7	2,1	11,9	1,8
Jul	7,6	4,6	-6,5	6,4	7,7	13,4	15,2	3,3	11,9	-1,8
Tasas de crecimiento										
2022	5,5	6,4	8,8	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,6	0,2	-3,0
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2024 III TR	0,8	1,3	2,0	0,7	0,5	0,6	0,6	2,7	0,6	-2,1
IV TR	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 I TR	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
II TR	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
2025 Feb	2,2	2,1	4,6	2,2	1,5	1,4	1,5	3,8	1,3	-0,8
Mar	2,2	2,4	4,6	3,4	1,2	1,4	1,7	3,7	1,4	-0,7
Abr	2,5	2,6	5,8	3,3	1,3	1,7	1,9	4,0	1,6	-0,5
May	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,0	4,0	1,9	-0,3
Jun	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,2	4,5	2,1	-0,3
Jul	2,5	2,8	3,1	4,7	1,5	2,3	2,4	4,6	2,2	0,1

Fuente: BCE.

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

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

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM				
	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Capital y reservas	Activos exteriores netos	Otros		
	Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años				Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
	1	2	3	4	5			8	9	10
Saldos vivos										
2022	639,4	6.731,2	1.783,0	45,7	2.109,0	2.793,4	1.332,5	344,5	137,2	147,2
2023	447,4	7.327,2	1.827,5	90,2	2.413,8	2.995,6	1.858,1	213,8	152,1	152,6
2024	377,9	7.837,7	1.843,2	116,5	2.588,8	3.289,2	2.678,3	251,6	140,4	136,0
2024 III TR	402,8	7.679,4	1.833,1	114,3	2.541,1	3.190,9	2.490,5	249,2	184,9	188,5
IV TR	377,9	7.837,7	1.843,2	116,5	2.588,8	3.289,2	2.678,3	251,6	140,4	136,0
2025 I TR	366,8	7.939,7	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,7	2.791,4	225,2	183,5	161,3
II TR <sup>(p)</sup>	410,9	7.905,9	1.833,6	129,7	2.563,0	3.379,6	2.828,2	193,1	177,9	165,9
2025 Feb	425,3	7.953,7	1.842,6	118,5	2.599,8	3.392,8	2.802,3	235,3	196,1	159,7
Mar	366,8	7.939,7	1.834,3	121,1	2.573,6	3.410,7	2.791,4	225,2	183,5	161,3
Abr	447,0	7.912,6	1.830,1	123,4	2.537,1	3.422,0	2.838,5	227,2	195,4	173,4
May	471,6	7.957,9	1.829,8	125,9	2.572,9	3.429,3	2.924,9	255,0	181,4	177,6
Jun	410,9	7.905,9	1.833,6	129,7	2.563,0	3.379,6	2.828,2	193,1	177,9	165,9
Jul <sup>(p)</sup>	398,9	7.952,1	1.834,4	133,0	2.583,8	3.400,8	2.856,6	154,7	173,5	167,0
Operaciones										
2022	-93,4	52,7	-88,8	-4,6	13,2	132,9	-68,9	-205,4	10,4	18,0
2023	-198,2	323,8	25,2	40,0	227,1	31,5	456,1	-217,7	17,1	9,0
2024	-69,1	278,1	15,6	26,2	164,2	72,2	541,1	20,6	-11,7	-16,7
2024 III TR	-7,7	58,6	7,5	4,4	38,3	8,5	168,5	-30,7	2,4	12,0
IV TR	-25,4	68,0	4,8	2,2	5,6	55,4	86,7	-16,2	-44,5	-52,6
2025 I TR	-10,7	25,4	-5,7	5,7	10,7	14,7	7,3	-22,8	43,1	25,3
II TR <sup>(p)</sup>	44,2	26,9	4,8	8,6	40,2	-26,7	129,0	-23,6	-5,6	4,7
2025 Feb	21,1	3,2	3,4	1,1	5,4	-6,6	40,6	0,8	32,9	13,2
Mar	-58,3	-2,1	-5,5	2,8	-1,3	2,0	-16,7	-23,4	-12,6	1,6
Abr	80,3	-16,1	-0,8	2,4	-5,0	-12,6	78,3	17,7	11,9	12,2
May	24,6	32,3	-0,6	2,5	33,3	-2,9	70,0	35,8	-13,9	4,2
Jun	-60,8	10,7	6,1	3,8	11,9	-11,2	-19,4	-77,1	-3,6	-11,7
Jul <sup>(p)</sup>	-13,4	6,3	-0,6	3,3	10,4	-6,8	-12,0	-46,7	-4,4	1,0
Tasas de crecimiento										
2022	-12,7	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,6	-	-	7,8	12,7
2023	-30,8	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2024 III TR	-11,2	3,7	0,0	54,7	9,2	0,3	-	-	20,5	15,4
IV TR	-15,5	3,8	0,9	29,1	6,8	2,3	-	-	-7,7	-10,9
2025 I TR	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
II TR <sup>(p)</sup>	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
2025 Feb	-1,0	3,0	0,7	19,0	5,0	2,1	-	-	18,5	-7,9
Mar	-7,1	2,5	0,3	17,6	3,5	2,6	-	-	3,1	-7,4
Abr	1,8	2,1	0,4	16,8	2,4	2,5	-	-	19,4	-2,3
May	6,8	2,4	0,5	17,1	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6
Jun	0,1	2,3	0,6	19,1	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0
Jul <sup>(p)</sup>	-1,8	2,4	0,9	20,4	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

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

	Déficit (-)/superávit (+)					Pro memoria:
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	
	1	2	3	4	5	6
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
2022	-3,5	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,8
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,1	-2,7	-0,3	-0,2	0,1	-1,2
2024 II TR	-3,4	.	.	.	.	-1,6
III TR	-3,2	.	.	.	.	-1,3
IV TR	-3,1	.	.	.	.	-1,2
2025 I TR	-3,0	.	.	.	.	-1,1

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						Empleos de capital	
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes				Empleos de capital		
		Total	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2021	46,9	46,2	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1	
2022	46,5	45,8	13,3	12,9	14,6	0,8	50,0	44,8	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2	
2023	46,0	45,1	13,2	12,4	14,5	0,8	49,5	44,2	9,8	5,9	1,7	22,3	5,3	
2024	46,5	45,7	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0	
2024 II TR	46,2	45,4	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,4	9,9	5,9	1,8	22,6	5,3	
III TR	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,7	44,5	10,0	6,0	1,9	22,7	5,1	
IV TR	46,5	45,8	13,4	12,4	14,8	0,8	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0	
2025 I TR	46,7	45,9	13,4	12,4	14,9	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	4,9	

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

### 6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

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

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor		Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda			
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes		Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas	
					Total	IFM									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2021	93,9	2,9	13,9	77,1	54,4	40,9	39,4	9,8	84,1	17,3	29,8	46,8	92,5	1,4	
2022	89,5	2,6	13,2	73,7	52,5	39,6	37,0	8,7	80,9	16,0	28,4	45,2	88,6	0,9	
2023	87,3	2,4	12,2	72,7	49,3	35,9	38,1	7,8	79,5	15,0	28,1	44,3	86,5	0,8	
2024	87,4	2,2	11,8	73,5	46,9	33,9	40,6	7,7	79,7	14,5	28,4	44,5	86,7	0,8	
2024 II TR	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
III TR	88,0	2,2	11,8	74,0	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
IV TR	87,4	2,2	11,8	73,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	
2025 I TR	88,0	2,3	11,7	74,1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes<sup>1)</sup> (en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	Déficit (+)/superávit (-) primarios	Ajuste entre déficit y deuda										Diferencial tipo de interés-crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación		
		Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros						
			Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12				
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-6,2	5,1			
2022	-4,3	1,8	-0,2	-0,2	-0,7	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,6	-5,9	2,7			
2023	-2,2	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,2	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,7	2,6			
2024	0,1	1,2	0,2	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,3	3,1			
2024 II TR	-0,7	1,6	-0,3	-0,5	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-2,1	2,8			
III TR	-0,3	1,3	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,7	2,9			
IV TR	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,3	0,0	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1			
2025 I TR	0,2	1,1	0,5	0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,3	-0,1	-1,3	3,2			

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

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

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

### 6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP<sup>1)</sup>

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

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

Fuente: BCE.

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

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

3) Vida residual a fin de período.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro (en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica 1	Alemania 2	Estonia 3	Irlanda 4	Grecia 5	España 6	Francia 7	Croacia 8	Italia 9	Chipre 10
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2021	-5,4	-3,2	-2,6	-1,4	-7,1	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-2,1	-1,1	1,7	-2,5	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,5	-3,1	1,5	-1,4	-3,5	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,5	-2,8	-1,5	4,3	1,3	-3,2	-5,8	-2,4	-3,4	4,3
2024 II TR	-4,1	-2,7	-3,6	1,5	0,2	-3,2	-5,5	-1,8	-6,2	4,0
III TR	-4,4	-2,8	-3,0	4,4	0,8	-3,0	-5,6	-2,1	-5,3	4,0
IV TR	-4,5	-2,7	-1,5	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,0	-3,4	4,3
2025 I TR	-5,0	-2,4	-1,0	4,1	2,6	-3,1	-5,8	-2,6	-3,5	4,4
Deuda de las AAPP										
2021	108,5	68,1	18,4	52,6	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	102,7	65,0	19,1	43,1	177,0	109,5	111,4	68,5	138,3	81,1
2023	103,2	62,9	20,2	43,3	163,9	105,1	109,8	61,8	134,6	73,6
2024	104,7	62,5	23,6	40,9	153,6	101,8	113,0	57,6	135,3	65,0
2024 II TR	106,6	62,0	23,8	40,8	160,1	105,3	112,3	60,0	136,6	70,2
III TR	105,7	62,4	24,0	40,3	158,3	104,4	113,6	59,6	136,2	69,2
IV TR	104,7	62,5	23,6	38,7	153,6	101,8	113,2	57,6	135,3	65,1
2025 I TR	106,8	62,3	24,1	34,9	152,5	103,5	114,1	58,4	137,9	64,3
	Letonia 11	Lituania 12	Luxemburgo 13	Malta 14	Países Bajos 15	Austria 16	Portugal 17	Eslovenia 18	Eslovaquia 19	Finlandia 20
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2021	-7,2	-1,2	1,0	-7,0	-2,2	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,2	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,7	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,8	-4,7	-0,4	-2,6	1,2	-2,6	-5,2	-3,0
2024	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,7	0,7	-0,9	-5,3	-4,4
2024 II TR	-4,7	-0,9	0,5	-3,5	-0,4	-3,3	1,0	-1,9	-4,9	-3,7
III TR	-2,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,8	0,7	-1,7	-4,9	-4,3
IV TR	-1,8	-1,3	1,0	-3,7	-0,9	-4,6	0,7	-0,9	-5,3	-4,5
2025 I TR	-1,0	-1,5	0,5	-3,1	-1,3	-5,2	0,8	-1,6	-5,1	-4,3
Deuda de las AAPP										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,2
2022	44,4	38,1	24,9	49,5	48,4	78,4	111,2	72,7	57,7	74,0
2023	44,6	37,3	25,0	47,9	45,2	78,5	97,7	68,4	55,6	77,5
2024	46,8	38,2	26,3	47,4	43,3	81,8	94,9	67,0	59,3	82,1
2024 II TR	45,9	37,4	26,1	46,6	43,8	82,8	100,3	69,4	60,0	80,7
III TR	47,2	38,4	25,8	45,9	42,6	83,0	97,1	66,7	59,8	82,2
IV TR	46,8	38,2	26,3	47,4	43,7	81,4	94,9	67,0	59,3	82,1
2025 I TR	45,6	40,6	26,1	48,1	43,2	84,9	96,4	69,9	62,8	83,7

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2025

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

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 10 de septiembre de 2025.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-070-ES-N (edición electrónica)