

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 30 de octubre de 2025, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. La inflación continúa en niveles próximos al objetivo del 2 % a medio plazo y la valoración del Consejo de Gobierno sobre las perspectivas de inflación prácticamente no ha variado. La economía ha seguido creciendo pese al difícil entorno internacional. El vigor del mercado de trabajo, la solidez de los balances del sector privado y las anteriores reducciones de los tipos de interés aprobadas por el Consejo de Gobierno continúan siendo factores que contribuyen de forma importante a la resiliencia. No obstante, las perspectivas son aún inciertas, debido especialmente a los conflictos comerciales y tensiones geopolíticas globales actuales.

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 0,2 % en el tercer trimestre de 2025, según la estimación preliminar de avance de Eurostat, publicada el 30 de octubre. El sector servicios continuó creciendo, impulsado por la solidez del turismo y, especialmente, por el repunte de los servicios digitales. Según las encuestas, ese repunte se debe a que muchas empresas han acelerado sus esfuerzos por modernizar sus infraestructuras tecnológicas e integrar la inteligencia artificial en sus operaciones. Al mismo tiempo, las manufacturas se han visto frenadas por las subidas arancelarias, por la incertidumbre todavía elevada y por el fortalecimiento del euro.

La divergencia entre la demanda interna y externa probablemente persistirá a corto plazo. La economía debería beneficiarse de un aumento del gasto en consumo a medida que suben los salarios reales. El desempleo, que se situó en el 6,3 % en septiembre, se mantiene próximo a su mínimo histórico, pese al enfriamiento de la demanda de mano de obra. Los hogares continúan ahorrando una proporción inusualmente elevada de sus ingresos, lo que debería darles mayor margen para gastar más en el futuro. El considerable gasto público en infraestructuras y defensa,

junto con los anteriores recortes de los tipos de interés del Consejo de Gobierno, deberían respaldar la inversión.

En cambio, es probable que el entorno internacional siga siendo un lastre. Las exportaciones de bienes descendieron entre marzo y agosto, lo que revirtió el anterior adelanto de los intercambios comerciales en previsión de las subidas arancelarias anunciadas. Los nuevos pedidos exteriores de manufacturas apuntan a descensos adicionales. El impacto total de las subidas arancelarias en las exportaciones de la zona del euro y en la inversión en manufacturas solo se hará visible con el tiempo.

El Consejo de Gobierno destaca la necesidad urgente de fortalecer la zona del euro y su economía en el entorno geopolítico actual y celebra que los líderes de la UE hayan reafirmado esa ambición en la Cumbre del Euro que tuvo lugar el 23 de octubre de 2025. Las políticas fiscales y estructurales deberían impulsar la productividad, la competitividad y la resiliencia. Es esencial implementar con rapidez la hoja de ruta para la competitividad presentada por la Comisión Europea. Los Gobiernos deberían priorizar reformas estructurales e inversiones estratégicas que promuevan el crecimiento, asegurando al mismo tiempo la sostenibilidad de las finanzas públicas. También es fundamental promover una mayor integración de los mercados de capitales, completando para ello la unión de ahorros e inversiones y la unión bancaria con un calendario ambicioso, y adoptar rápidamente el reglamento relativo a la instauración de un euro digital.

El Consejo de Gobierno está comprometido a adaptar a la era digital el dinero minorista y mayorista de banco central. A este respecto, en su reunión celebrada el 30 de octubre de 2025, el Consejo de Gobierno decidió pasar a la siguiente fase del proyecto del euro digital, lo que asegurará la preparación técnica para su posible emisión y apoyará la soberanía digital de Europa una vez adoptado el marco legislativo. Los detalles de esta decisión pueden consultarse en una nota de prensa¹.

Inflación

La inflación interanual aumentó hasta situarse en el 2,2 % en septiembre de 2025, desde el 2 % registrado en agosto. Ello se debió principalmente a que los precios de la energía bajaron menos que en meses anteriores. La tasa de variación de los precios energéticos se situó en el -0,4 % en septiembre, frente al -2 % de agosto. Entretanto, la inflación de los alimentos disminuyó hasta el 3 % en septiembre, desde el 3,2 % observado en agosto. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se incrementó y se situó en el 2,4 %, frente al 2,3 % de agosto, debido a que la inflación de los servicios repuntó desde el 3,1 % hasta el 3,2 %, mientras que la inflación de los bienes volvió a mantenerse sin variación en el 0,8 %.

¹ Véase «[El Eurosistema pasa a la siguiente fase del proyecto del euro digital](#)», *nota de prensa*, BCE, 30 de octubre de 2025.

Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Aunque los beneficios de las empresas se están recuperando, se prevé que los costes laborales continúen moderándose debido al aumento de la productividad y a la relajación del crecimiento de los salarios. Los indicadores adelantados, como el indicador del BCE de seguimiento de los salarios y las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a un crecimiento de los salarios más lento durante el resto de 2025 y el primer semestre de 2026.

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

El acuerdo comercial alcanzado entre Estados Unidos y la UE durante el verano, junto con el alto el fuego en Oriente Próximo anunciado y el progreso de las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, han mitigado algunos de los riesgos a la baja para el crecimiento económico. Al mismo tiempo, el entorno todavía volátil del comercio internacional podría causar disrupciones en las cadenas de suministro, frenar en mayor medida las exportaciones y lastrar el consumo y la inversión. 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, en particular la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, continúan siendo una importante fuente de incertidumbre. En cambio, un aumento mayor de lo esperado del gasto en defensa e infraestructuras, junto con reformas para mejorar la productividad, contribuirían al crecimiento. La mejora de la confianza empresarial podría estimular la inversión privada. Y una disminución de las tensiones geopolíticas, o una resolución de los conflictos comerciales restantes más rápida de lo esperado, también podrían reforzar la confianza e impulsar la actividad.

Las perspectivas de inflación continúan sujetas a un nivel de incertidumbre mayor del habitual, debido a la persistente volatilidad del entorno de la política comercial en todo el mundo. Una apreciación del euro podría reducir la inflación más de lo previsto. Asimismo, la inflación podría descender si las subidas arancelarias reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro e inducen a los países con exceso de capacidad a aumentar adicionalmente sus exportaciones hacia la zona del euro. Un incremento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros podría pesar sobre la demanda interna y, en consecuencia, reducir también la inflación. En cambio, la inflación podría aumentar si una fragmentación de las cadenas de suministro mundiales presionara al alza los precios de las importaciones, redujera la oferta de materias primas críticas y agudizara las limitaciones de capacidad en la economía interna. El impulso del gasto en defensa e infraestructuras también podría elevar la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la actual crisis climática y

de la naturaleza, podrían hacer que los precios de los alimentos suban más de lo esperado.

Condiciones financieras y monetarias

Desde la última reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 11 de septiembre de 2025, los tipos de mercado se han mantenido prácticamente sin variación. Las anteriores bajadas de los tipos de interés han seguido reduciendo los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas, que se situaron, en promedio, en el 3,5 % en agosto. Al mismo tiempo, el coste de la emisión de valores de renta fija se mantuvo en el 3,5 % en agosto, debido a que los rendimientos a largo plazo a partir de los que se fija el precio de dichos valores han permanecido relativamente estables.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas descendió ligeramente hasta el 2,9 % en septiembre, desde el 3,0 % registrado en agosto. Paralelamente, las emisiones de bonos corporativos disminuyeron hasta el 3,3 % en términos interanuales. De acuerdo con la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2025, los criterios de aprobación del crédito a empresas se endurecieron moderadamente en el tercer trimestre, debido a una mayor preocupación de las entidades por los riesgos que afrontan sus clientes. La demanda de crédito por parte de las empresas se incrementó ligeramente.

El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas apenas ha variado desde el comienzo de 2025 y se situó en el 3,3 % en agosto. El crecimiento de los préstamos hipotecarios repuntó hasta el 2,6 % en septiembre, desde el 2,5 % observado en agosto, debido a un nuevo incremento de la demanda y al mantenimiento de los criterios de aprobación en el tercer trimestre.

El crecimiento del agregado monetario amplio —medido por M3— se ralentizó hasta situarse en el 2,8 % en septiembre, desde el 2,9 % de agosto y el 3,8 %, en promedio, registrado en el primer semestre del año.

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 30 de octubre de 2025, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. Las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

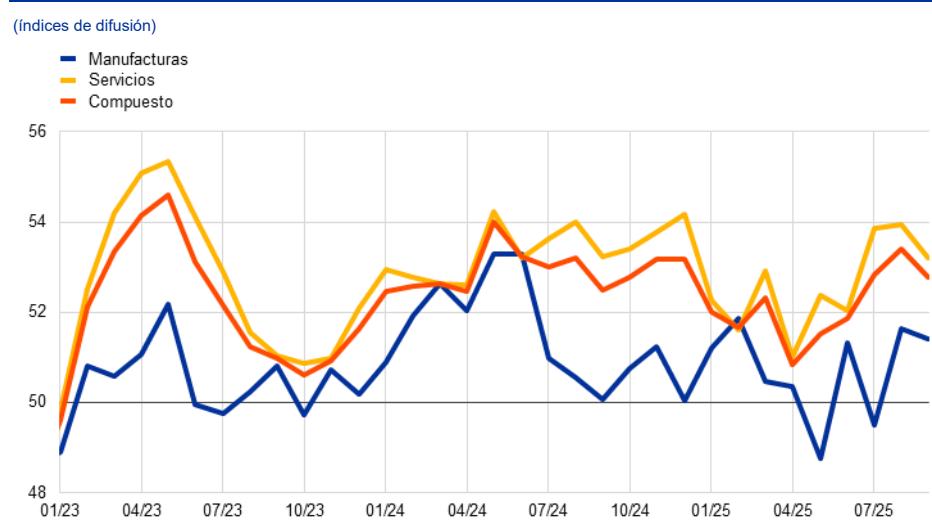
En cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

La actividad económica mundial mostró cierta resiliencia en el segundo trimestre de 2025 y se espera que se mantenga estable, aunque débil, durante el resto de 2025, dado que algunos riesgos a la baja para el crecimiento global se han mitigado. El comercio internacional fue más intenso de lo previsto en el segundo trimestre de 2025. En un entorno de política comercial que sigue siendo volátil en todo el mundo, se espera que el ritmo de avance de los intercambios comerciales disminuya en el tercer trimestre a medida que los efectos del adelanto de las compras vayan desapareciendo y los impactos de los aranceles sean más evidentes. La inflación general en los países miembros de la OCDE no varió en agosto en términos agregados, pero se observan cada vez más diferencias en la dinámica de la inflación en las economías avanzadas.

El crecimiento global mostró cierta resiliencia en el segundo trimestre, pero las perspectivas a corto plazo siguen siendo débiles. Desde la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, el crecimiento del PIB real mundial en el segundo trimestre se ha corregido al alza un 1 % en términos intertrimestrales, principalmente como consecuencia de una revisión de la expansión del PIB de Estados Unidos y de sorpresas al alza en economías emergentes, sobre todo en India. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global (excluida la zona del euro) registró una caída en septiembre, aunque permaneció en terreno expansivo (gráfico 1). En conjunto, el PMI global apunta a un crecimiento resiliente en el tercer trimestre con una mejora notable en la actividad de los servicios. Durante el tercer trimestre, el PMI de producción de las manufacturas continuó mostrando volatilidad, dado que las empresas procesaron los bienes intermedios que habían acumulado anteriormente este año. El sector de servicios se benefició del adelanto de estas actividades manufactureras, puesto que los servicios de transporte se reforzaron y la demanda mundial de inteligencia artificial (IA) sustentó los servicios de software. Tomando como base tanto los valores del PMI como el supuesto de que las manufacturas se estabilizarán a escala global, se espera que la actividad siga siendo estable, aunque débil, durante el resto de 2025.

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 septiembre de 2025.

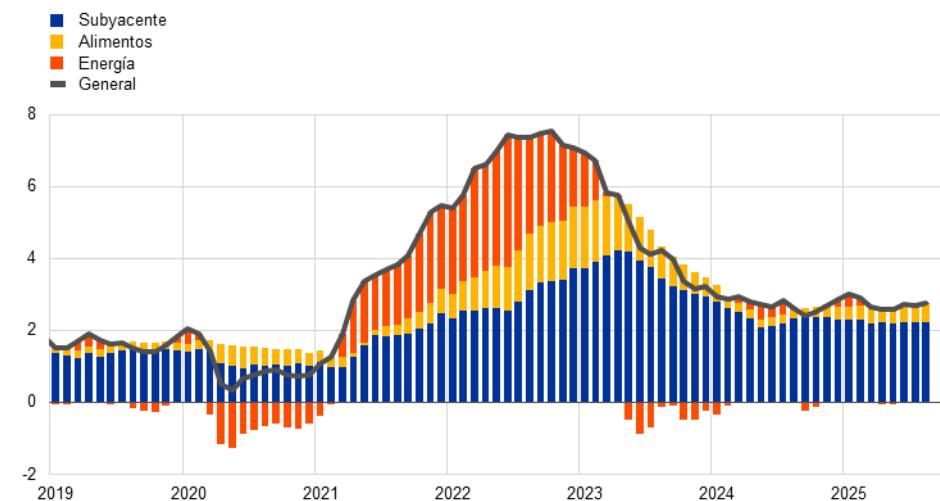
El crecimiento del comercio internacional fue más intenso de lo esperado en el segundo trimestre, pero la expansión subyacente del comercio se está desacelerando. El ritmo de avance intertrimestral de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) disminuyó desde el 1,7 % en el primer trimestre hasta el 0,9 % en el segundo, por lo que fue mayor de lo previsto en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre. La sorpresa al alza se debió a los datos de las cuentas nacionales publicados en grandes economías emergentes como Egipto, Turquía y, sobre todo, India. No existe evidencia sólida procedente de los datos aduaneros sobre los flujos bilaterales que indique que el fuerte crecimiento de las importaciones en estos países refleje el redireccionamiento de las exportaciones chinas. Si no se tienen en cuenta estos efectos idiosincrásicos, se espera que las importaciones mundiales continúen debilitándose en el tercer trimestre a medida que los efectos del adelanto de las compras vayan desapareciendo y los impactos de los aranceles sean más evidentes.

La inflación general en los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se mantuvo sin variación en términos agregados, pero las diferencias entre las economías avanzadas han aumentado. En agosto de 2025, la tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los miembros de la OCDE no varió con respecto a julio y permaneció en el 4,1 %; si se excluye Turquía, se incrementó ligeramente hasta el 2,8 % (gráfico 2). Esta evolución se debió principalmente a la subida de los precios de la energía y de los alimentos, mientras que la inflación subyacente registró un leve descenso y se situó en el 3 % (frente al 3,1 % registrado en el mes anterior). En los últimos meses ha aumentado la disparidad en la dinámica de inflación observada en las economías avanzadas. Si bien la inflación general se ha mantenido estable en torno al objetivo del 2 % en Canadá y en otras economías avanzadas, se ha incrementado en el Reino Unido y en 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 incluye los países de la zona del euro que son miembros de la OCDE y excluye Turquía. Se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

Los precios de la energía descendieron, como consecuencia tanto de la bajada de los precios del petróleo —en un contexto de creciente exceso de oferta en el mercado de crudo— como de la disminución de los precios del gas. Los precios del petróleo se redujeron un 4 %, dado que el mercado experimentó un aumento de los desequilibrios entre la oferta y la demanda. Por el lado de la demanda, los precios se vieron afectados negativamente por los bajos niveles de consumo de petróleo a escala global tras las disrupturas económicas generadas por los anuncios de imposición de aranceles en Estados Unidos y, más recientemente, por la reanudación de las tensiones comerciales entre el país norteamericano y China. Por el lado de la oferta, el exceso ha quedado patente en los datos recientes que muestran una producción elevada en Irak y Kuwait en septiembre. Esta evolución refleja los sucesivos incrementos de la producción de la OPEP+ desde abril, que continuaron a principios de octubre. El exceso de oferta en el mercado de crudo también se aprecia en la reciente acumulación de existencias en los países de la OCDE y en China. Sin embargo, la presión a la baja sobre los precios del petróleo derivada de estos desequilibrios entre la oferta y la demanda se ha visto parcialmente contrarrestada en el período más reciente, puesto que las nuevas sanciones impuestas por Estados Unidos a empresas petroleras rusas han respaldado los precios en cierta medida. Los precios europeos del gas disminuyeron un 4 % en respuesta a unas previsiones meteorológicas de temperaturas más suaves, que compensaron con creces el impacto de las huelgas en las terminales de importación francesas de gas natural licuado (GNL). En términos más generales, los precios siguieron su tendencia a la baja de los últimos meses, lo que refleja un consumo persistentemente bajo en Europa en comparación con los niveles históricos, así como la debilidad de la demanda de GNL de Asia. Los precios de los metales aumentaron un 7 %, principalmente impulsados por el acusado incremento de los precios del cobre tras las disrupturas en la producción que se registraron en la segunda mina más grande del mundo, situada en Indonesia. En cambio, los

precios internacionales de las materias primas alimenticias cayeron un 3 % en un contexto de descenso de los precios del cacao. Esta caída siguió a las expectativas de aumento de la oferta después de que tanto Costa de Marfil como Ghana elevaran el precio mínimo que pagan a los agricultores de cacao.

En Estados Unidos, la actividad económica repuntó en el segundo trimestre, pero se espera una desaceleración en los próximos meses. Tras la contracción registrada en el primer trimestre, la actividad económica real estadounidense se recuperó en el segundo trimestre (aumentó un 0,9 % en tasa intertrimestral), lo que apunta a una capacidad de resistencia de los componentes básicos del PIB mayor de lo estimado inicialmente. Esta resistencia se sustentó en las inversiones relacionadas con la IA, en la mayor solidez de los balances de los hogares y en el descenso de la tasa de ahorro. De cara al futuro, el crecimiento se reduciría en un entorno de escaso crecimiento del empleo y de deterioro de la confianza de los consumidores. El mercado laboral estadounidense continúa desacelerándose, y el número de empleados del sector no agrícola aumentó en 22.000 en agosto, por debajo de las expectativas del mercado. La publicación del informe de empleo de septiembre se ha retrasado como consecuencia del cierre de la Administración federal, pero fuentes alternativas de datos sugieren que el mercado de trabajo continuó enfriándose.

La inflación general medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) en Estados Unidos aumentó en agosto, dado que los aranceles siguieron transmitiéndose al proceso de formación de precios. La inflación general medida por el PCE se incrementó hasta el 2,7 % en agosto, mientras que la inflación subyacente medida por el PCE se mantuvo en el 2,9 %. Si bien la transmisión de los aranceles a los precios de determinadas categorías de bienes (por ejemplo, mobiliario del hogar) parece haber alcanzado un máximo en los últimos meses, continúa en otras categorías (como artículos de vestir y vehículos). Los datos del IPC de septiembre, publicados con retraso, apuntan a un leve incremento de la inflación general medida por el PCE a corto plazo, así como a una inflación subyacente medida por el PCE prácticamente sin variación. El Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal redujo el rango objetivo para el tipo de interés de los fondos federales en sus reuniones de septiembre y de octubre (25 puntos básicos en cada ocasión) y el rango se situó en el 3,75 %-4 %.

En China se prevé una ralentización de la expansión de la actividad, mientras que la dinámica de los precios se mantiene contenida. El crecimiento intertrimestral del PIB se elevó desde el 1 % en el segundo trimestre hasta el 1,2 % en el tercer trimestre, principalmente debido a la fuerte contribución de las exportaciones. Se espera que el dinamismo pierda impulso en lo que queda de año, dado que la demanda interna continuaría siendo débil y es probable que aumenten los factores adversos externos. El ajuste a la baja del mercado inmobiliario prosigue, actuando como un lastre importante para la actividad y ejerciendo una presión a la baja persistente sobre los precios de la vivienda. En conjunto, los efectos macroeconómicos de los distintos paquetes de medidas anunciados en años anteriores aún no son perceptibles. La inflación general medida por los precios de consumo aumentó ligeramente hasta situarse en el -0,3 % en septiembre y la tasa

de variación de los precios de producción descendió hasta el -2,3 %. El impacto de la campaña de las autoridades chinas «contra la involución» (que incluye normas de competencia más estrictas, reuniones específicas de sectores para coordinar los precios y un mayor impulso a la aplicación de medidas dirigidas a frenar los precios abusivos y el exceso de capacidad) seguirá siendo probablemente limitado, debido a que las medidas están fragmentadas y son específicas para distintos sectores, y es probable que persista el exceso de capacidad.

En el Reino Unido, el crecimiento económico sigue siendo modesto en un entorno de inflación persistente en previsión de la adopción de decisiones clave de política fiscal. El PIB mensual y los datos de alta frecuencia confirman, en general, la imagen de una economía falta de dinamismo que se espera que se mantenga en la segunda mitad de 2025. Asimismo, se prevé que los presupuestos de otoño que se presentarán el 26 de noviembre comporten un endurecimiento de la política fiscal. La inflación general interanual permaneció inalterada en el 3,8 % en septiembre. Según el Banco de Inglaterra, el nuevo incremento de la inflación durante el año obedece, en su mayor parte, a las subidas de los precios administrados y a la inflación de los alimentos, así como a la desaparición de los efectos de base de anteriores descensos de los precios de la energía. Asimismo, la tasa de variación de los precios de los servicios permanece en niveles elevados (4,7 % en septiembre). En su reunión de septiembre, el Banco de Inglaterra mantuvo el tipo de interés oficial en el 4 % y decidió reducir el ritmo del endurecimiento cuantitativo.

2

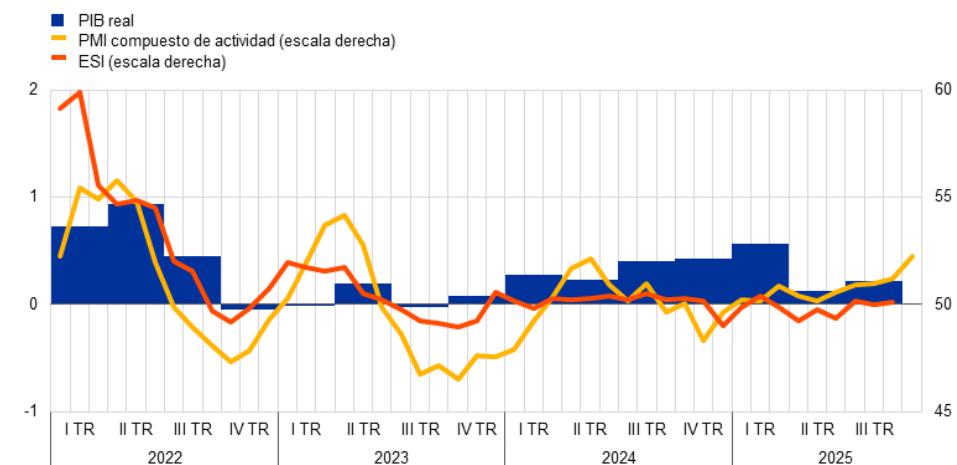
Actividad económica

La economía de la zona del euro creció un 0,2 % en el tercer trimestre de 2025, frente al 0,1 % observado en el segundo trimestre. Los indicadores económicos disponibles apuntan a un crecimiento robusto de los servicios, impulsado por la solidez del turismo y, sobre todo, por un repunte de los servicios digitales. Segundo las encuestas, ese repunte se debe a que muchas empresas han acelerado sus esfuerzos por modernizar sus infraestructuras tecnológicas e integrar la inteligencia artificial en sus operaciones. Al mismo tiempo, las manufacturas se vieron frenadas por las subidas arancelarias, por la incertidumbre todavía elevada y por el fortalecimiento del euro. La divergencia entre la demanda interna y la externa probablemente persistirá a corto plazo. La economía debería beneficiarse de un mayor gasto en consumo ante el aumento de los salarios reales. Los mercados laborales han mantenido su capacidad de resistencia, pese a los signos de moderación de la demanda de trabajo. Los hogares continúan ahorrando una proporción inusualmente elevada de sus ingresos, lo que debería darles mayor margen para gastar más en el futuro. Además, es probable que la demanda interna se beneficie de unas condiciones de financiación más favorables conforme los recortes de los tipos de interés del BCE se transmitan a la economía, mientras que el incremento del gasto público en infraestructuras y defensa también debería respaldar la inversión. En cambio, cabe esperar que el entorno internacional siga siendo un lastre. El pleno impacto de las subidas arancelarias en las exportaciones de la zona del euro y en la inversión en manufacturas solo será visible con el tiempo.

La economía de la zona del euro creció un 0,2 % en el tercer trimestre de 2025, frente al 0,1 % del segundo trimestre, según la estimación preliminar de avance de Eurostat. Aunque no se dispone aún de la desagregación del gasto, los indicadores coyunturales y los datos disponibles por países apuntan a una contribución positiva de la demanda interna, mientras que la demanda exterior neta fue más moderada. La dinámica de crecimiento en el tercer trimestre siguió caracterizándose por unas diferencias considerables entre las mayores economías de la zona del euro: el PIB real aumentó un 0,6 % en España, un 0,5 % en Francia y un 0,4 % en Países Bajos, mientras que se mantuvo estable en Alemania e Italia. Entre los países de menor tamaño, el PIB descendió solo ligeramente en Irlanda. El dato observado para la zona del euro correspondiente al tercer trimestre estuvo en línea con el de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025, después de ajustar por la menor contribución estimada para Irlanda en comparación con la cifra registrada.

Gráfico 3**PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI**

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el Índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 para el PIB real, a octubre de 2025 para el PMI compuesto de actividad y a septiembre de 2025 para el ESI.

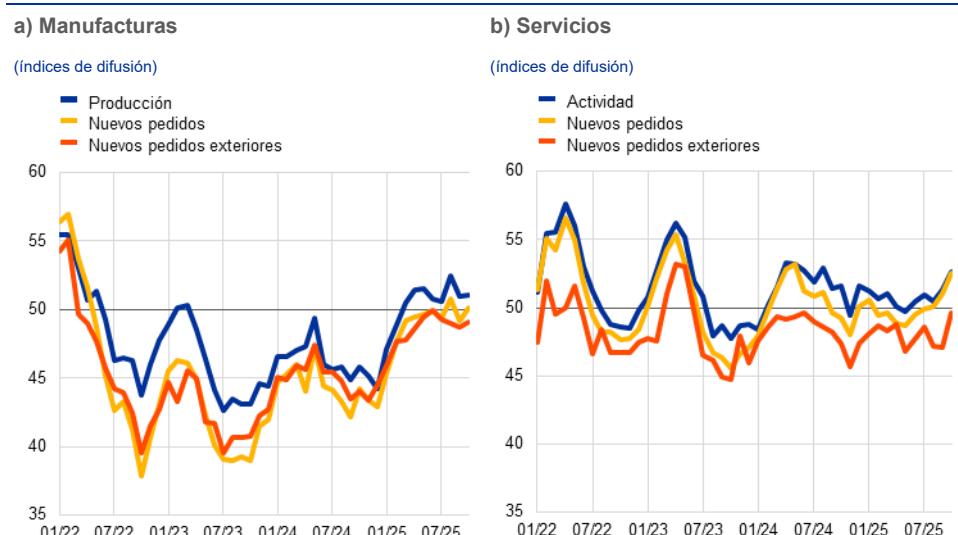
Los datos disponibles apuntan a la persistencia de la debilidad en las manufacturas en el tercer trimestre, mientras que es probable que los servicios siguieran registrando un crecimiento positivo. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad continuó mostrando una ligera tendencia al alza en septiembre, lo que situó el indicador promedio para el tercer trimestre en un valor de 51. Esta evolución es coherente con una expansión positiva, aunque modesta, de la actividad económica de la zona del euro, ya que las subidas arancelarias, la incertidumbre todavía elevada y el fortalecimiento del euro han tenido un impacto adverso en el sector manufacturero. Durante julio y agosto, la producción industrial sin construcción disminuyó un 0,3 %, de media, con respecto al segundo trimestre de 2025. El PMI de producción de las manufacturas descendió en septiembre y compensó el incremento transitorio observado en agosto, habiéndose mantenido la actividad prácticamente estancada, en promedio, en el tercer trimestre (panel a del gráfico 4). El indicador de sentimiento económico (ESI) de la Comisión Europea para la industria no registró variaciones en septiembre y permanece en niveles reducidos desde hace muchos meses. Este panorama de crecimiento lento se ve confirmado por los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras, que indicaron que el sector manufacturero se está viendo lastrado por los aranceles y la incertidumbre en un contexto de atonía de la demanda, costes de explotación elevados e intensificación de la competencia mundial (véase [recuadro 5](#)). Los servicios habrían seguido registrando un avance positivo en el tercer trimestre. El dinamismo observado recientemente en la producción de los servicios se redujo algo hasta julio, pero los datos procedentes de las encuestas muestran una tendencia al alza a lo largo del tercer trimestre, alcanzando el PMI de actividad de este sector un valor de 51,3 en septiembre (panel b del gráfico 4). Según los contactos recientes del BCE con empresas del sector, la actividad de los servicios se ha visto impulsada por el gasto en consumo de servicios relacionados con el turismo, la hostelería, el ocio y las

telecomunicaciones. También ha contribuido el dinamismo del sector digital, debido a que muchas empresas han acelerado sus esfuerzos por modernizar sus infraestructuras tecnológicas e integrar la inteligencia artificial en sus operaciones.

Se espera también que el PIB real de la zona del euro crezca de forma moderada en el cuarto trimestre de 2025, en un contexto de persistencia de las divergencias sectoriales. El alza del PMI *flash* compuesto de actividad de octubre está en consonancia con un ritmo de crecimiento moderadamente positivo de las manufacturas a principios del cuarto trimestre, mientras que el PMI de actividad de los servicios volvió a aumentar, lo que confirma el papel de este sector como principal motor de la economía. Al mismo tiempo, los últimos indicadores adelantados muestran un panorama desigual: en octubre, el incremento del PMI compuesto de nuevos pedidos estuvo impulsado por ambos sectores, mientras que el descenso del PMI de expectativas empresariales a doce meses vista fue más acusado en las ramas de servicios y solo moderado en las manufacturas. En conjunto, se espera que la incertidumbre todavía elevada, las subidas de los aranceles efectivos, el fortalecimiento del euro y el aumento de la competencia a escala mundial contengan el crecimiento en el cuarto trimestre de 2025.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

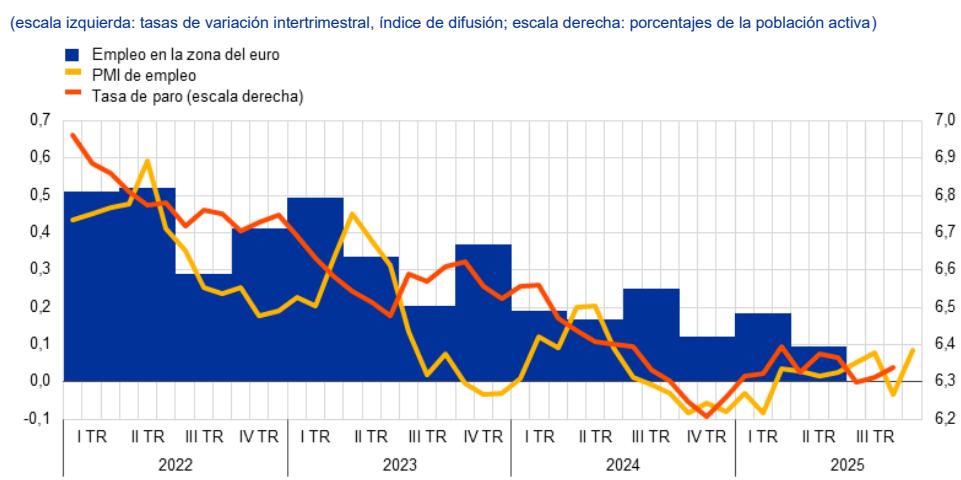
Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025.

El mercado laboral mantuvo su capacidad de resistencia en el segundo trimestre de 2025, aunque la demanda de trabajo siguió moderándose paulatinamente. El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,1 % en dicho trimestre (gráfico 5). La desaceleración sostenida refleja, en parte, la menor demanda de trabajo, con un descenso de la tasa de vacantes hasta el 2,3 % en el citado período, un punto porcentual por debajo del máximo registrado en el segundo trimestre de 2022. Entretanto, la población activa continuó creciendo, respaldada por una migración sostenida y una mayor participación de los trabajadores de más edad. Su crecimiento fue del 0,3 %, en tasa intertrimestral, lo que representa un

incremento del 1,1 % en comparación con el mismo período del año anterior. Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,3 % en septiembre, habiendo permanecido prácticamente en ese nivel desde el principio del año.

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 y 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 octubre de 2025 para el PMI de empleo y a septiembre de 2025 para la tasa de paro.

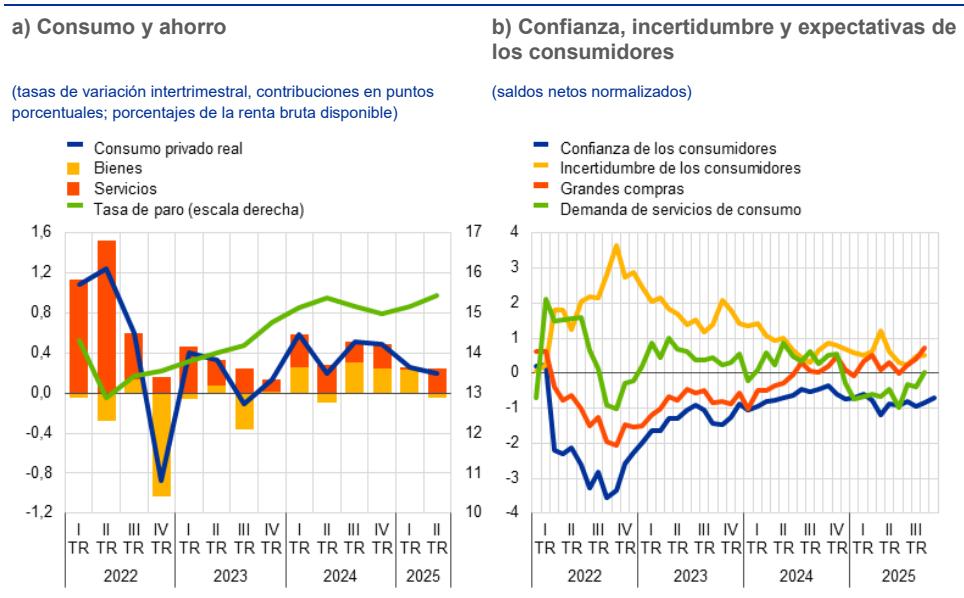
Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un avance del empleo prácticamente nulo en el tercer trimestre. El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 50,3, en promedio, en el segundo trimestre, lo que sugiere un crecimiento prácticamente nulo del empleo. Los datos de la estimación de avance para octubre muestran cierta mejora en las percepciones sobre el empleo. El indicador compuesto aumentó desde 49,7 en septiembre hasta 50,8 en octubre, impulsado por el sector servicios, cuyo indicador se elevó de 50,1 a 51,8. En cambio, el PMI mensual de empleo de las manufacturas pasó de un valor de 48,5 en septiembre a un nivel de 48 en octubre.

Tras la moderación registrada en el segundo trimestre de 2025, es probable que la expansión del consumo privado se fortaleciera ligeramente en el tercer trimestre —pese a que la tasa de ahorro de los hogares continuó siendo elevada—, respaldada por la mejora del poder adquisitivo. Aunque el gasto en servicios siguió creciendo, el consumo de bienes prácticamente se estancó en el segundo trimestre, debido a la caída registrada en el de bienes no duraderos (panel a del gráfico 6). Entretanto, el consumo de bienes duraderos aumentó. La tasa de ahorro de los hogares se elevó hasta el 15,5 % en el mismo período, ya que la renta siguió incrementándose mientras que el avance de la inflación y del consumo se moderó. Aunque los datos mensuales correspondientes al tercer trimestre aún son provisionales y están incompletos, apuntan a un debilitamiento del comercio minorista en julio y agosto en comparación con el segundo trimestre. En cambio, los resultados de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores sugieren un mayor consumo de bienes en el tercer trimestre, al tiempo que los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras señalan

un crecimiento robusto del consumo de servicios, lo que respalda la narrativa de cierta mejora del dinamismo del gasto (véase [recuadro 5](#)). Otros datos procedentes de encuestas también corroboran esta valoración. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea siguió recuperándose en septiembre y octubre, debido en gran medida a las mejores expectativas sobre la situación financiera de los hogares y el gasto en grandes compras en los doce meses siguientes (panel b del gráfico 6). Además, los indicadores de la Comisión Europea de las expectativas empresariales sobre la demanda en el comercio minorista y de servicios de consumo en los tres meses siguientes han mejorado desde el segundo trimestre y se han vuelto a situar en sus niveles medios anteriores a la pandemia. De cara al futuro, el consumo debería seguir fortaleciéndose, en el contexto de un mercado de trabajo resiliente, con un crecimiento sostenido de la renta y una percepción más favorable de los hogares sobre los aumentos de renta pasados. Con todo, pese a la disminución observada desde abril de 2025, el nivel todavía elevado de incertidumbre de los consumidores y sobre las políticas económicas debería seguir pesando en las decisiones de consumo de los hogares.

Gráfico 6

Consumo y ahorro de los hogares; confianza e incertidumbre de los consumidores; expectativas de los consumidores y empresariales



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

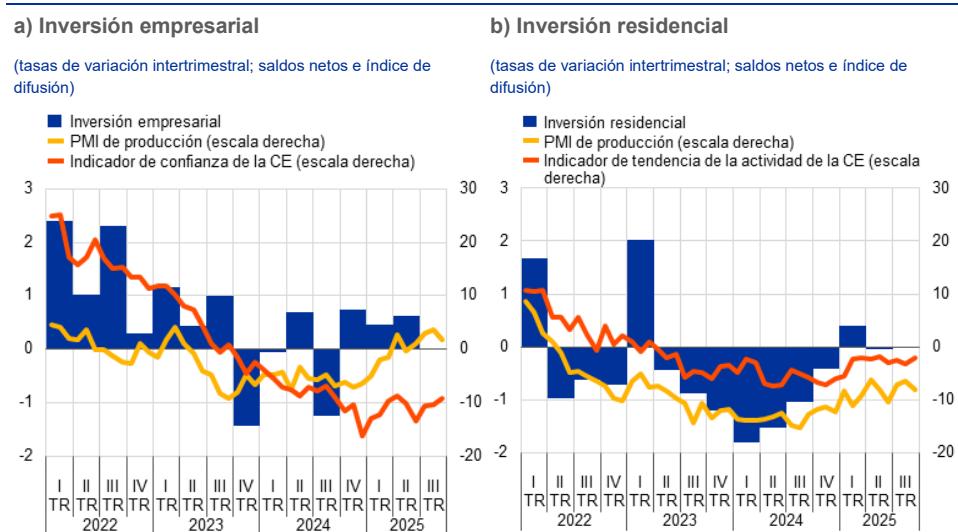
Notas: En el panel a, las contribuciones del consumo interno de bienes y servicios se escalan para que sumados igualen el crecimiento del consumo privado real de las cuentas nacionales principales. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025. En el panel b, las expectativas de los consumidores sobre el gasto en grandes compras se refieren a los doce meses siguientes y las expectativas empresariales sobre la demanda de servicios de 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» se normaliza para el período comprendido entre abril de 2019 y septiembre de 2025 con respecto a su media de 2019 por motivos de disponibilidad de datos, mientras que las demás series se normalizan para 1999-2019. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025 para la confianza de los consumidores y a septiembre de 2025 para el resto de los indicadores.

Los datos más recientes sobre inversión empresarial apuntan a la debilidad de la inversión en activos tangibles en los próximos meses, mientras que el crecimiento de la destinada a activos intangibles debería repuntar. La inversión sin construcción de la zona del euro descendió un 3,3 %, pero siguió creciendo de

forma sostenida —un 0,6 % intertrimestral— en el segundo trimestre de 2025 si se excluyen los activos intangibles en Irlanda (que muestran un comportamiento volátil). Parece que, en el tercer trimestre y siguientes, se mantienen las tendencias anteriores de la inversión empresarial, excluidos los citados activos en Irlanda, con un débil avance de la inversión en tangibles, mientras que la inversión en intangibles crece con vigor. Los indicadores relativos a activos tangibles, como el PMI de producción de bienes de equipo, disminuyeron en septiembre, y el indicador de confianza de la Comisión Europea se mantuvo muy por debajo de su media histórica (panel a del gráfico 7). En cambio, es probable que la inversión en intangibles se acelere en la segunda mitad de 2025, como consecuencia del incremento de la producción en las partidas de servicios asociados hasta julio, así como de la demanda positiva esperada en esas partidas a tres meses vista, según la encuesta de la Comisión. La evidencia procedente de los contactos con empresas confirma este panorama heterogéneo, que muestra unas perspectivas débiles para la inversión en activos tangibles en un contexto de incertidumbre persistente, costes elevados y pérdidas de cuota de mercado en los sectores manufacturero y de automoción, mientras que la inversión en intangibles sigue creciendo ante el auge de la demanda de software y de inteligencia artificial (véase [recuadro 5](#)). De cara al futuro, los determinantes fundamentales de la inversión mejoran de forma paulatina. La normalización de los beneficios, con un crecimiento positivo del excedente bruto de explotación de las sociedades no financieras, y las expectativas de fortalecimiento de la demanda agregada en los próximos meses, deberían seguir respaldando 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 en Irlanda. Los indicadores coyunturales se refieren al sector de bienes de equipo. El indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo se normaliza para la media del período 1999-2019 y la desviación típica de la serie. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y de construcción especializada de dicha tendencia en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025 para la inversión y a septiembre de 2025 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

La inversión en vivienda no varió en el segundo trimestre de 2025, pero es probable que creciera a un ritmo moderado en el tercero. Después de registrar un avance intertrimestral del 0,4 % en el primer trimestre del año, la inversión residencial se mantuvo estable, en general, en el segundo trimestre (panel b del gráfico 7) y, según los indicadores de alta frecuencia, experimentó un ligero avance en el tercero. En julio y agosto, la actividad de la construcción de edificios y especializada se situó, en promedio, un 0,4 % por encima de los niveles observados en el segundo trimestre. Además, indicadores de opinión como el indicador de tendencia reciente de la actividad de construcción de edificios y especializada de la Comisión Europea y el PMI de producción de viviendas mejoraron entre junio y septiembre, pero siguieron situándose en niveles reducidos, lo que también señala unas perspectivas de crecimiento moderadas en el tercer trimestre. De cara al futuro, se prevé que la inversión en vivienda permanezca en una senda de recuperación gradual. Esta perspectiva se ve confirmada por el aumento continuado, aunque modesto, de los visados de obra nueva residencial en el segundo trimestre, así como por el leve ascenso del indicador de confianza de la Comisión Europea correspondiente a las empresas de construcción de edificios y construcción especializada en el tercer trimestre. La recuperación gradual también se refleja en el equilibrio entre la mejora de las condiciones de demanda —como indica el creciente atractivo de la vivienda como inversión, según la encuesta CES, y el aumento de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, atendiendo a la encuesta sobre préstamos bancarios— y la elevada incertidumbre por el lado de la oferta, según indican los encuestados del sector de la construcción residencial en la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea y los contactos recientes del BCE con empresas de ese sector (véase [recuadro 5](#)).

Las exportaciones de la zona del euro se han visto lastradas por las subidas de los aranceles estadounidenses, por la fortaleza del euro y por la debilidad de la demanda mundial, que se contrajo un 3,1 % en los tres meses transcurridos hasta agosto de 2025. El sector químico, en particular las exportaciones de productos farmacéuticos irlandeses a Estados Unidos, registró una volatilidad acusada debido a los cambios arancelarios anticipados, mientras que las exportaciones a China disminuyeron en el contexto de una demanda más débil y de pérdidas de cuota de mercado. Los indicadores adelantados señalan la atonía continuada de los pedidos exteriores del sector manufacturero. Las importaciones se expandieron un 1,2 % en los tres meses transcurridos hasta agosto, y las crecientes importaciones de China intensificaron la competencia para los productores domésticos (véase [recuadro 1](#)). La apreciación del euro ha reducido el coste de las importaciones, en particular de las procedentes de Asia, donde persisten unos precios muy competitivos y un exceso de capacidad en la industria manufacturera. El peso de China en las importaciones de la zona del euro continúa aumentando, sobre todo en el caso de los bienes intermedios. Asimismo, las restricciones a las exportaciones chinas ponen de manifiesto las vulnerabilidades de las cadenas de suministro, ya que este país sigue siendo un proveedor clave de materiales de tierras raras críticos para las industrias de la zona del euro.

Más allá del corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere, dado que el efecto de los factores adversos relacionados con el

comercio sobre el crecimiento debería disminuir. Aunque la incertidumbre relacionada con las políticas comerciales y el panorama geopolítico todavía es elevada y podría frenar el crecimiento, la capacidad de resistencia acumulada en los últimos años —en particular la solidez de los balances del sector privado y la resiliencia del mercado de trabajo— debería respaldar el gasto en consumo con el tiempo. Además, la demanda interna debería beneficiarse de unas condiciones de financiación más favorables a medida que la reducción de los tipos de interés se transmite a la economía, así como del aumento del gasto público en infraestructuras y defensa.

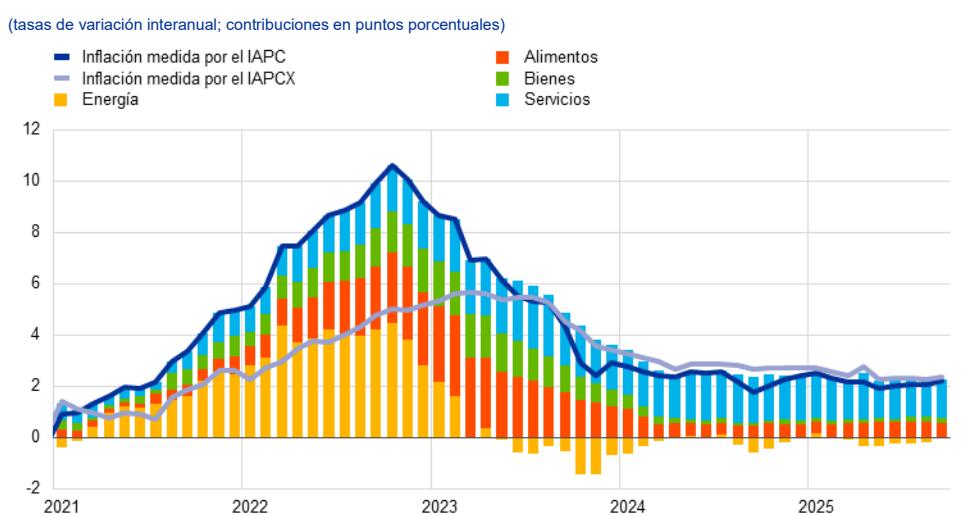
3

Precios y costes

La inflación general interanual de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 2,2 % en septiembre de 2025, desde el 2 % registrado en agosto². Este aumento se debió principalmente a que los precios de la energía bajaron menos que en meses anteriores. Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 3,9 % en el segundo trimestre de 2025, sin variación con respecto al trimestre anterior. Si bien los beneficios de las empresas se están recuperando, se espera que el ritmo de avance de los salarios disminuya durante el resto del año y que, junto con el incremento de la productividad, contribuya a una moderación adicional de los costes laborales. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan todavía alrededor del 2 %, lo que respalda la estabilización de la inflación en torno al objetivo.

La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó hasta situarse en el 2,2 % en septiembre, desde el 2 % registrado en agosto (gráfico 8). Este aumento refleja la subida de la tasa de variación de los precios de la energía y el repunte de la de los servicios. En el tercer trimestre de 2025, la tasa de inflación de la zona del euro se situó en el 2,1 %, básicamente en consonancia con las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025.

Gráfico 8
Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. «IAPCX» es el IAPC sin energía ni alimentos. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

² La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 29 de octubre de 2025. Según la estimación de avance de Eurostat, publicada el 31 de octubre, la inflación medida por el IAPC descendió hasta el 2,1 % en octubre de 2025, desde el 2,2 % de septiembre del mismo año.

La inflación de la energía permaneció en terreno negativo en septiembre, pero se elevó hasta situarse en el -0,4 %, desde el -2 % de agosto. Este incremento refleja principalmente un efecto de base positivo asociado a que la reducida tasa de crecimiento intermensual de los precios de los combustibles para transporte de septiembre de 2024 ya no se incluye en el cálculo de la tasa interanual. La tasa de inflación interanual del componente energético de septiembre de 2025, todavía negativa, se debió a las tasas levemente negativas de todos sus subcomponentes principales (combustibles para transporte, electricidad y gas). Al mismo tiempo, la inflación medida por el IAPC, excluida la energía, se mantuvo inalterada y se situó en el 2,5 % por quinto mes consecutivo.

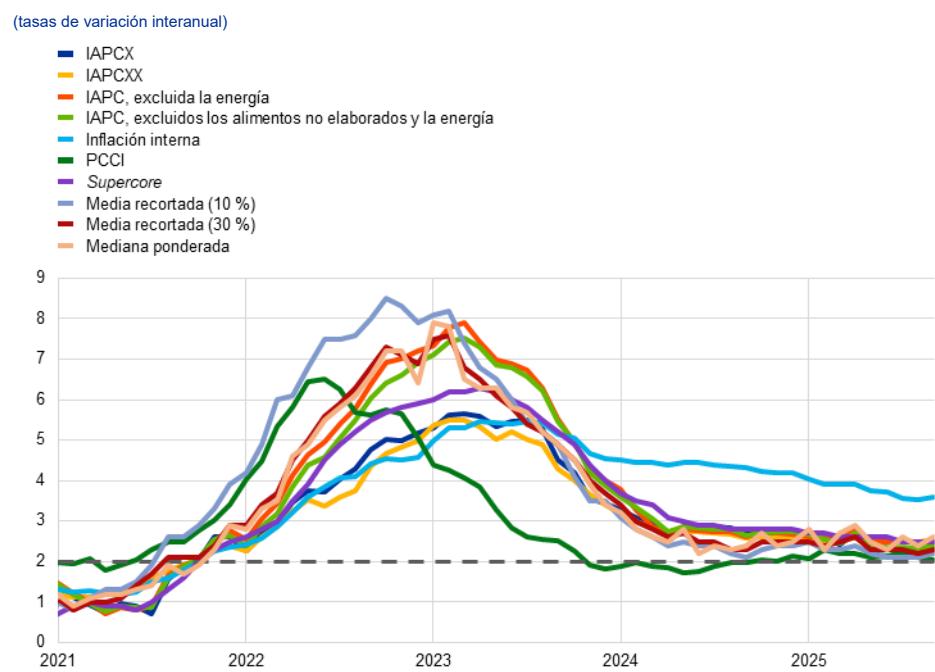
La inflación de los alimentos disminuyó hasta el 3 % en septiembre, desde el 3,2 % registrado en agosto. Esta disminución obedece a la caída de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, desde el 5,5 % en agosto hasta el 4,7 % en septiembre, sobre todo como consecuencia del descenso de las tasas de crecimiento interanual de los precios de las hortalizas y las frutas. Durante el mismo período, la inflación de los alimentos elaborados se mantuvo en el 2,6 %, y el componente de tabaco continuó contribuyendo sustancialmente a su tasa de avance interanual. Si se excluye este componente, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados se situó en el 2,2 %, también sin variación con respecto a agosto.

La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se incrementó ligeramente hasta el 2,4 % en septiembre, desde el 2,3 % observado en agosto. La evolución de la inflación medida por el IAPCX refleja el repunte de la tasa de variación de los precios de los servicios, desde el 3,1 % en agosto hasta el 3,2 % en septiembre, así como el hecho de que la inflación de los bienes industriales no energéticos (BINE) continuó registrando ligeras fluctuaciones y se situó en un nivel moderado del 0,8 %. El incremento de la inflación de los servicios estuvo determinado por la subida de las tasas de crecimiento interanual de los subcomponentes de comunicaciones y actividades recreativas, en particular los servicios de alojamiento, que compensó con creces el descenso de la tasa de variación de los precios de los servicios de transporte. La estabilidad de la tasa de inflación de los BINE oculta un aumento de las tasas de avance interanual de los precios de los bienes semiduraderos y no duraderos, que se compensó con una disminución de la tasa correspondiente a los bienes duraderos.

Los indicadores de la inflación subyacente siguen siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo (gráfico 9). Los valores de los indicadores oscilaron entre el 2 % y el 2,6 % en septiembre, y la mayoría de los indicadores basados en la exclusión de componentes registraron un alza, con la excepción del IAPC sin energía y el IAPCX (IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado), que se mantuvieron sin variación en el 2,5 %. El IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y las medias recortadas se incrementaron 0,1 puntos porcentuales. Por lo que respecta a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) continuó cayendo hasta situarse en el 2 % en septiembre, desde el 2,1 % de agosto, y el indicador Supercore

(inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, permaneció estable en el 2,5 % por tercer mes consecutivo. La inflación interna, que abarca componentes con un contenido importador bajo, se elevó ligeramente hasta el 3,6 % en septiembre, desde el 3,5 % de agosto, como consecuencia del repunte de la inflación de los servicios.

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente



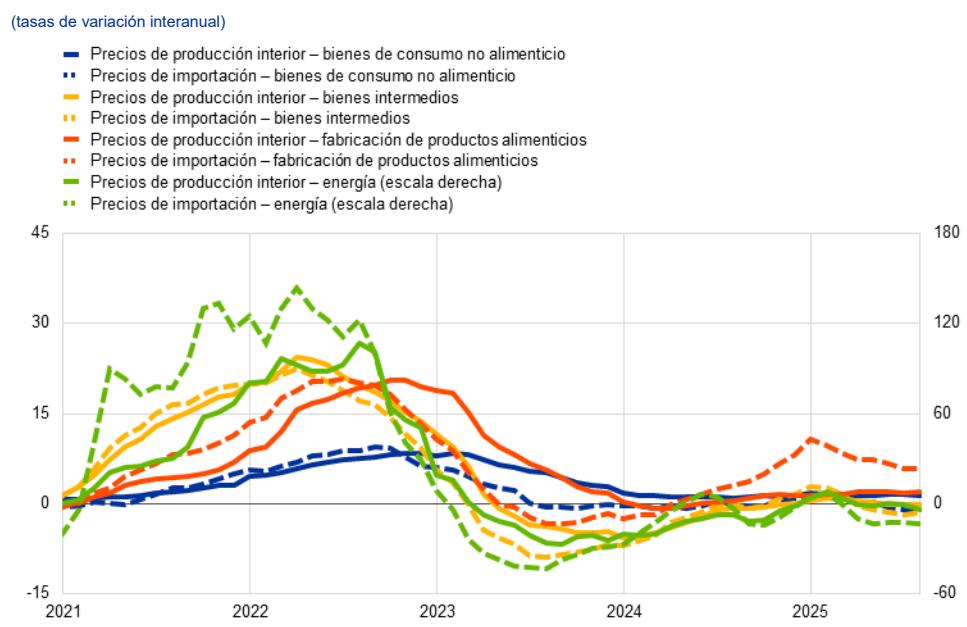
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado; el PCCI es el componente común y persistente de la inflación. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

En agosto de 2025, la mayoría de los indicadores de las presiones latentes sobre los precios de los bienes continuaron moderándose, lo que implica una reducción adicional de las presiones inflacionistas (gráfico 10). En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de variación de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores se mantuvo sin variación en el -0,3 % en agosto. En las fases posteriores, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio descendió hasta situarse en el 1,4 % en agosto, desde el 1,6 % de julio. Durante el mismo período, la tasa de avance interanual de los precios de importación de los bienes de consumo no alimenticio se adentró más en terreno negativo, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios aumentó, pero siguió siendo negativa. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados se elevó hasta situarse en el 2 % en agosto desde el 1,8 % en julio, lo que sugiere que las presiones sobre los costes son más persistentes en el segmento de los alimentos que en el de los bienes industriales. La tasa de variación de los precios de importación de los alimentos elaborados descendió marginalmente hasta situarse en el 5,8 %, desde el 5,9 %,

muy por debajo del máximo del 10,6 % alcanzado en enero de 2025, lo que refleja la moderación de los precios internacionales de las materias primas alimenticias. En conjunto, los datos apuntan a una dinámica inflacionista más persistente en el segmento de los alimentos, mientras que las presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo se han relajado en general.

Gráfico 10
Indicadores de presiones latentes



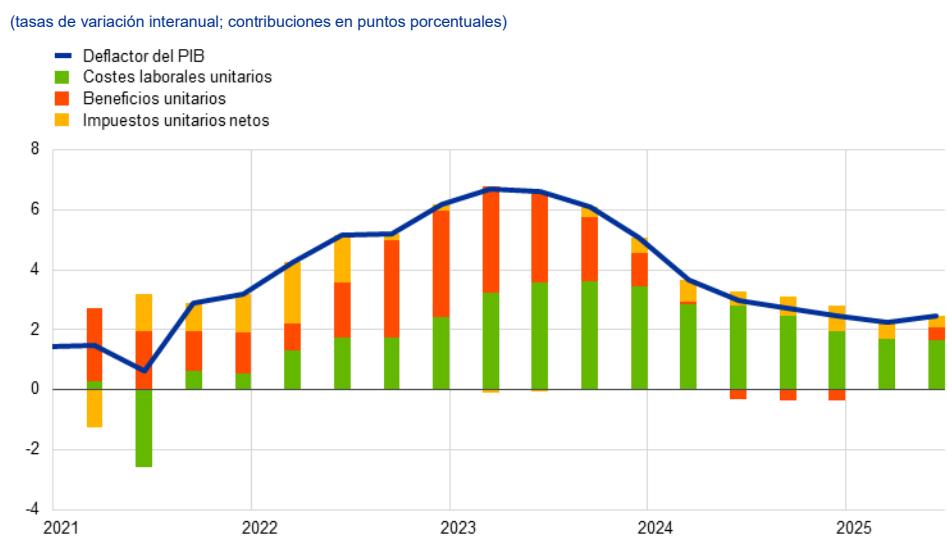
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, aumentaron ligeramente en el segundo trimestre de 2025, después de disminuir de forma ininterrumpida durante dos años (gráfico 11).

La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se incrementó hasta el 2,5 % en el segundo trimestre de 2025, desde el 2,3 % del trimestre anterior. Este incremento se debió a la mayor contribución de los beneficios unitarios, que se vio contrarrestada solo en parte por la menor contribución de los impuestos unitarios netos. El avance de los costes laborales unitarios se mantuvo sin variación en el 3 % en el segundo trimestre de 2025, lo que reflejó la estabilidad de las tasas de avance tanto de la remuneración por asalariado como de la productividad del trabajo, que se situaron en el 3,9 % y el 0,9 %, respectivamente. La conciliación de la tasa de crecimiento inalterada de la remuneración por asalariado con el mayor ritmo de avance de los salarios negociados, que pasó del 2,5 % en el primer trimestre al 4 % en el segundo trimestre, implica un descenso del componente de deriva salarial —del 1,1 % al -0,4 %— durante el mismo período. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que incluyen datos sobre convenios colectivos negociados hasta principios de octubre de 2025— sugieren que las presiones sobre el avance de los salarios se relajarán en la segunda mitad

de 2025 y se estabilizarán en los tres primeros trimestres de 2026³. Esta moderación adicional se ha visto confirmada por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento de los salarios, como los resultados de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE, que implican que se espera que el crecimiento salarial se sitúe en el 3,3 % en 2025 (igual que en la encuesta anterior) y que vuelva a ralentizarse hasta situarse en el 2,6 % en 2026 (0,2 puntos porcentuales por debajo de lo indicado en la encuesta anterior)⁴.

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.

Las expectativas de inflación a largo plazo de los expertos en previsión económica y de los analistas en política monetaria se mantuvieron estables en torno al 2 %, mientras que las percepciones y expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores apenas variaron en septiembre. La mediana de las expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) correspondiente a octubre de 2025 y la media de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2025 no variaron y permanecieron en el 2 % (panel a del gráfico 12). Por lo que respecta a las percepciones y expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores, según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de septiembre de 2025, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores fue del 3,1 %, sin variación desde febrero de 2025. Asimismo, la tasa mediana de la inflación esperada en los doce meses siguientes disminuyó hasta el 2,7 %, tras incrementarse hasta el 2,8 % en agosto desde el 2,6 % observado en julio, mientras

³ Para información más detallada, véase «Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios sugieren que las presiones salariales disminuirán y serán más estables en los tres primeros trimestres de 2026», nota de prensa, BCE, 5 de noviembre de 2025.

⁴ Para más información, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

que la correspondiente a la inflación esperada a tres años vista no registró cambios y se situó en el 2,5 % (panel b del gráfico 12).

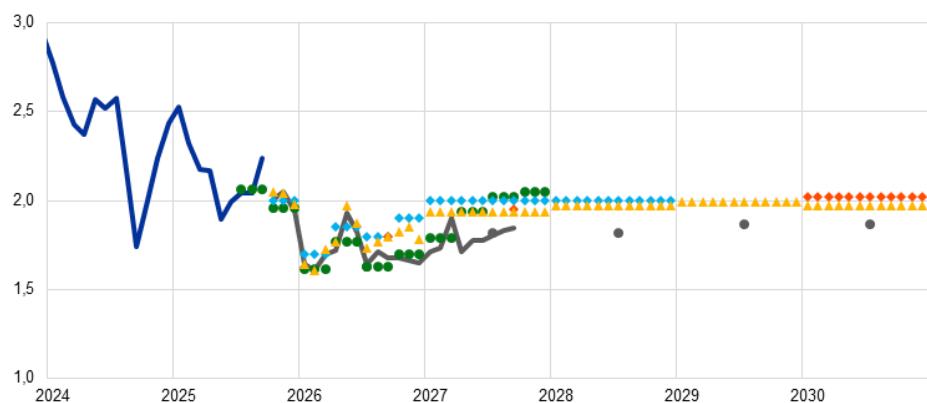
Gráfico 12

Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

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

(tasas de variación interanual)

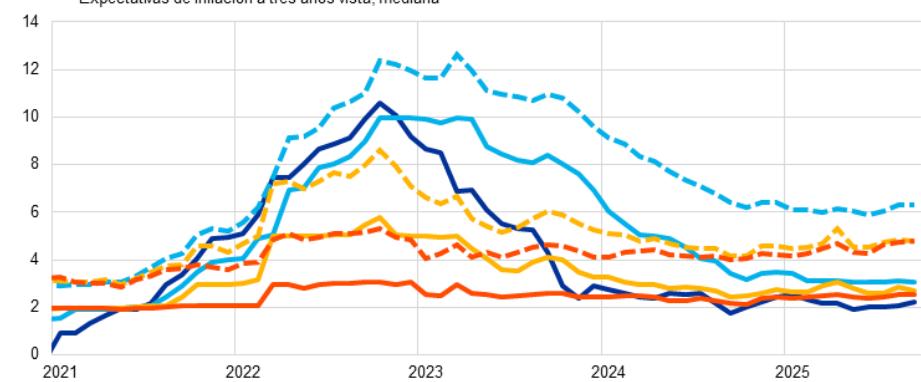
- IAPC
- Fixings (29 de octubre de 2025)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (29 de octubre de 2025)
- Proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro (septiembre de 2025)
- ◆ SMA (octubre de 2025)
- ◆ EPE (IV TR 2025)
- ◆ Consensus Economics (octubre de 2025)



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

(tasas de variación interanual)

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



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

Notas: En el panel a, las series de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basan en el tipo *forward* a un año dentro de un año, el tipo *forward* a un año dentro de dos años, el tipo *forward* a un año dentro de tres años y el tipo *forward* a un año dentro de cuatro años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 29 de octubre de 2025. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2025 se realizó entre el 1 y el 7 de octubre de 2025. La encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) correspondiente a octubre de 2025 se llevó a cabo entre el 13 y el 15 de octubre. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue el 13 de octubre de 2025. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro 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. En el panel b, las líneas discontinuas y continuas referentes a la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) representan las tasas medias y medianas, respectivamente. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

Durante el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 29 de octubre de 2025, los indicadores de mercado de la compensación por inflación apenas variaron (panel a del gráfico 12). Los indicadores de mercado a corto y a medio plazo de la compensación por inflación (basados en el IAPC, excluido el tabaco), en forma de *inflation fixings* y de *swaps* de inflación, se mantuvieron mayormente sin cambios en todos los plazos y no reaccionaron de forma significativa a los nuevos datos publicados. Al final de octubre de 2025, los participantes en los mercados esperaban que la inflación se mantuviese alrededor del 2 % en los meses siguientes y que posteriormente disminuyera en torno al cambio de año y repuntara hasta estabilizarse en un nivel algo inferior al 2 % hasta 2030. Los indicadores de mercado a largo plazo de la compensación por inflación prácticamente tampoco variaron, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años sigue situándose en torno al 2,1 %. Las estimaciones basadas en modelos de las expectativas genuinas de inflación, excluidas las primas de riesgo de inflación, indican que los participantes en los mercados siguen esperando que la inflación se sitúe en torno al 2 % en el largo plazo.

Evolución de los mercados financieros

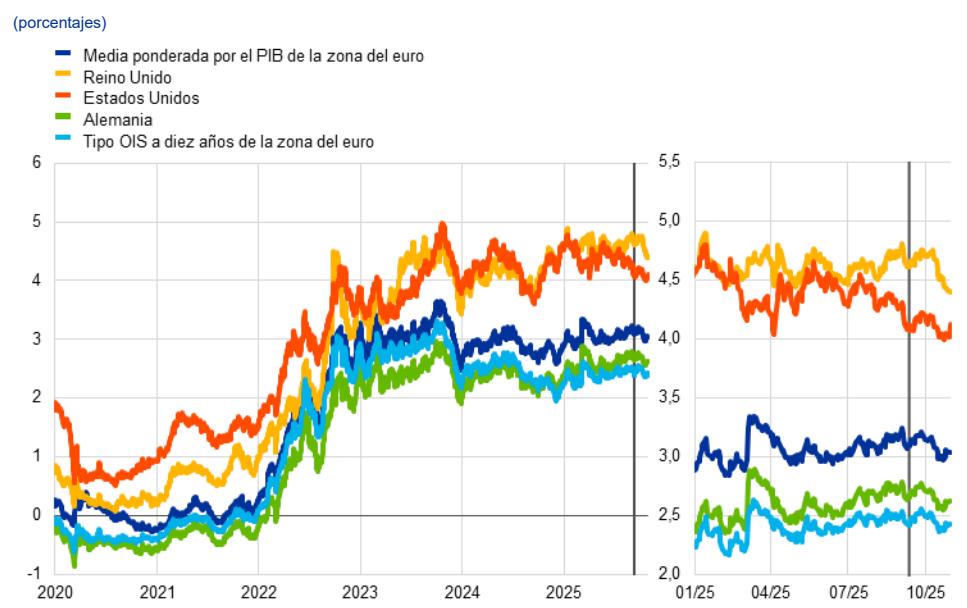
Durante el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 29 de octubre de 2025, la evolución de los mercados financieros de la zona del euro estuvo determinada principalmente por factores de carácter global derivados del reavivamiento de las tensiones comerciales, la incertidumbre geopolítica y la senda esperada de los tipos de interés en Estados Unidos. El tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) fluctuó dentro de una banda estrecha tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno, en su reunión del 11 de septiembre de 2025, de mantener los tres tipos de interés oficiales del BCE sin variación. El tramo corto de la curva forward permaneció prácticamente estable. En el tramo más largo de la curva de tipos de interés libres de riesgo, los tipos OIS (overnight index swap) tampoco cambiaron apenas. Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo experimentaron una reducción adicional durante el período de referencia y los correspondientes a los bonos corporativos también disminuyeron algo. Los mercados de renta variable registraron ganancias generalizadas en la mayoría de los sectores, impulsadas por el aumento de los beneficios esperados en la zona del euro. En los mercados de divisas, el euro siguió cotizando cerca de los elevados niveles alcanzados anteriormente en el año, pese a una ligera depreciación frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales.

Los tipos de interés libres de riesgo de la zona del euro se mantuvieron estables durante el período de referencia. El €STR se situó en el 1,93 % al final del período analizado, tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en su reunión de septiembre de 2025 de mantener los tres tipos de interés oficiales del BCE sin variación. El exceso de liquidez se redujo unos 117 mm de euros, hasta la cifra de 2.534 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la disminución de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema dejó de reinvertir el principal de los valores que fueron venciendo en el marco de sus programas de compras de activos. La curva *forward* del tipo libre de riesgo a corto plazo se desplazó marginalmente al alza el día de la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, pero terminó el período analizado sin apenas cambios en comparación con el nivel anterior a la reunión. Los tipos de interés libres de riesgo aumentaron inicialmente cuando los mercados tomaron nota de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025 y de la valoración del Consejo de Gobierno de que los riesgos para el crecimiento económico estaban más equilibrados. Posteriormente, la curva *forward* de tipos libres de riesgo descendió tras el resurgimiento de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, pero los movimientos fueron relativamente débiles a lo largo de todo el período de referencia. Al final de este, los mercados no descontaban recortes de tipos adicionales durante el resto de 2025. La curva del OIS terminó el período sin apenas cambios en conjunto, y el tipo a diez años se mantuvo en el 2,4 %. El aumento marginal de los tipos de interés reales libres de riesgo a largo plazo fue compensado por una leve disminución de la compensación por inflación en el período analizado. El precio de la inflación en los mercados a más largo plazo se mantiene próximo al objetivo del BCE del 2 %.

Los diferenciales de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro con respecto a los tipos libres de riesgo se redujeron ligeramente durante el período de referencia (gráfico 13). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB disminuyó 6 puntos básicos hasta situarse en el 3 % durante el período analizado, y el diferencial con respecto al tipo OIS a diez años se estrechó 7 puntos básicos. La leve reducción de los diferenciales soberanos fue generalizada en la zona del euro, a pesar de algunas diferencias entre países (entre 5 y 10 puntos básicos). La dispersión de los rendimientos en la zona del euro permanece en niveles históricamente bajos. La disminución marginal de los diferenciales obedeció a que los rendimientos de la deuda de la zona del euro se mostraron más sensibles a factores de carácter global que a factores idiosincrásicos de los países europeos. Al mismo tiempo, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos creció 5 puntos básicos hasta situarse en el 4,1 %, y el correspondiente a la deuda soberana al mismo plazo del Reino Unido cayó 22 puntos básicos hasta el 4,4 % durante el período de referencia.

Gráfico 13

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de septiembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 29 de octubre de 2025.

Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia ante la mejora de las expectativas de beneficios. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro se revalorizaron un 4,9 % en el período analizado, con ganancias del 0,1 % en el sector financiero y del 5,9 % por parte de las sociedades no financieras. Tanto los sectores cíclicos como los defensivos registraron un buen comportamiento debido a una demanda generalizada de acciones, impulsada en parte por el incremento de los beneficios esperados en la zona del euro. El sector tecnológico destacó y su evolución superó a la del índice más amplio. En términos agregados, el comportamiento de las empresas de la zona

del euro con una exposición significativa al comercio internacional fue similar al de las empresas menos expuestas durante el período de referencia, aunque todavía tienen que recuperar el terreno perdido desde el comienzo del año. Los mercados bursátiles estadounidenses registraron ganancias del 4 % en conjunto, con subidas del 5,3 % en el sector no financiero, que se vieron contrarrestadas en parte por las pérdidas del 3,9 % en el sector financiero. Es probable que el aumento de las expectativas de recortes de los tipos de interés en Estados Unidos haya tenido un efecto negativo sobre el sector financiero durante el período analizado. Además, las acciones estadounidenses mostraron una volatilidad relativamente mayor que la de sus equivalentes en la zona del euro en el período de referencia, dado que las tensiones comerciales, el cierre de la Administración de Estados Unidos y la preocupación en torno a determinados bancos regionales del país desencadenaron episodios de incertidumbre a corto plazo.

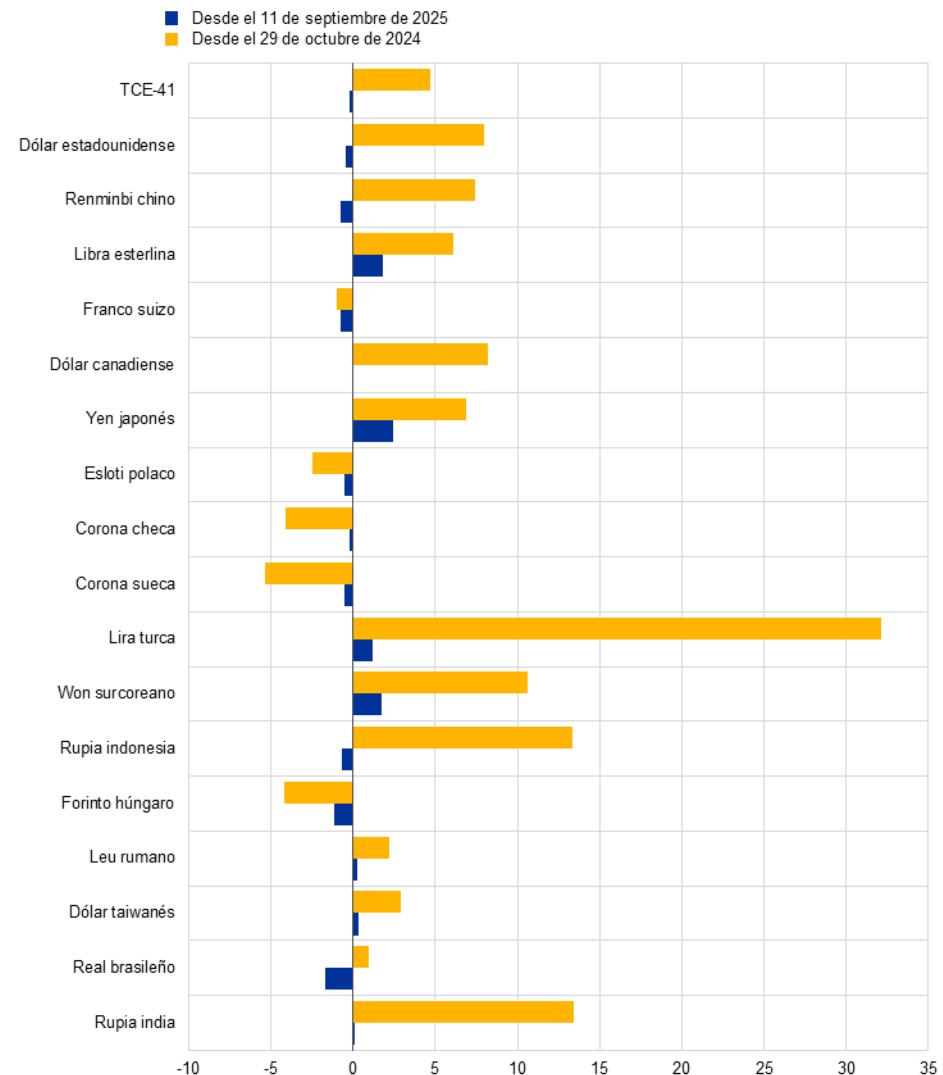
Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro en los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento se redujeron ligeramente durante el período analizado. Los diferenciales de los bonos corporativos de grado de inversión y de alto rendimiento disminuyeron de forma marginal durante el período de referencia, continuando el significativo estrechamiento observado en ambos segmentos en los últimos meses. Los diferenciales de los bonos de grado de inversión del sector financiero y de las sociedades no financieras se contrajeron 3 puntos básicos y 6 puntos básicos, respectivamente. En el segmento de alto rendimiento se redujeron 7 puntos básicos en total en términos ponderados. Los diferenciales de los bonos corporativos de alto rendimiento de las sociedades no financieras disminuyeron 10 puntos básicos en el período analizado. Sin embargo, los emisores del sector financiero tuvieron un peor comportamiento y los diferenciales de este sector en el segmento de alto rendimiento aumentaron 21 puntos básicos.

En los mercados de divisas, el euro continuó cotizando cerca de los elevados niveles alcanzados anteriormente en el año, pese a una ligera depreciación frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 14). Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— cayó un 0,2 %. El euro se depreció un 0,4 % con respecto al dólar estadounidense, debido a los cambios en las expectativas relativas a la política monetaria de Estados Unidos y a la persistencia de la incertidumbre comercial. Sin embargo, la moneda única cotizó en una banda estrecha de entre 1,155 y 1,184 frente al dólar estadounidense, cerca de su media histórica de 1,18. El moderado descenso del tipo de cambio efectivo nominal del euro estuvo determinado por variaciones relativamente pequeñas que se compensaron entre sí en las monedas de las principales economías y de las economías emergentes.

Gráfico 14

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

(tasas de variación)



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 29 de octubre de 2025.

5

Condiciones de financiación y evolución del crédito

Las anteriores bajadas de los tipos de interés oficiales del BCE siguieron transmitiéndose a los costes de financiación de las entidades de crédito y de las empresas hasta agosto. Los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas disminuyeron ligeramente hasta el 3,5 %, mientras que los aplicados a las nuevas hipotecas apenas variaron y se situaron en el 3,3 %. En septiembre, el crecimiento de los préstamos a hogares continuó recuperándose de forma gradual, al tiempo que el avance de los préstamos a empresas y las emisiones de bonos corporativos permanecieron estables en general. En el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 29 de octubre de 2025, el coste de la financiación mediante valores de renta fija experimentó un leve descenso, mientras que el de la financiación mediante acciones se mantuvo básicamente sin cambios. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2025, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas registraron un endurecimiento moderado en el tercer trimestre de 2025, debido a la mayor preocupación de las entidades por los riesgos que afrontaban sus clientes, si bien la demanda de nuevos préstamos a este sector mostró un ligero repunte. Los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda no variaron y los del crédito para consumo se endurecieron algo, al tiempo que la demanda de los primeros siguió aumentando con fuerza. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al tercer trimestre de 2025, que se llevó a cabo entre el 27 de agosto y el 3 de octubre de 2025, un porcentaje neto reducido de empresas señalaron un incremento de los tipos de interés bancarios, así como un endurecimiento continuado de otras condiciones del crédito. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta situarse en el 2,8 % en septiembre.

Los costes de financiación de las entidades de crédito continuaron disminuyendo lentamente hasta agosto de 2025, como reflejo de las anteriores bajadas de los tipos de interés oficiales del BCE. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro —que mide sus costes marginales de financiación— se redujo ligeramente en agosto (panel a del gráfico 15), como consecuencia de que los anteriores recortes de los tipos de interés oficiales continuaron trasladándose a los tipos aplicados a los depósitos y a los tipos de interés interbancarios. La rentabilidad de los bonos bancarios siguió fluctuando en niveles algo inferiores al 3 % (panel b del gráfico 15), en línea con el descenso de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo. La ligera disminución de los costes de financiación bancaria fue consecuencia, principalmente, de la reducción del tipo de interés sintético de los depósitos, que cayó por debajo del 0,9 % en agosto (57 puntos básicos por debajo del máximo registrado en mayo de 2024). Los tipos de interés de los depósitos a la vista y a plazo de las empresas y los hogares, así como los tipos de interés interbancarios, se mantuvieron estables en general, mientras que los tipos aplicados a los depósitos de ahorro registraron una caída sustancial. El diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a plazo y de los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares prácticamente no varió en agosto, tras experimentar un descenso gradual desde el máximo alcanzado en octubre de 2023.

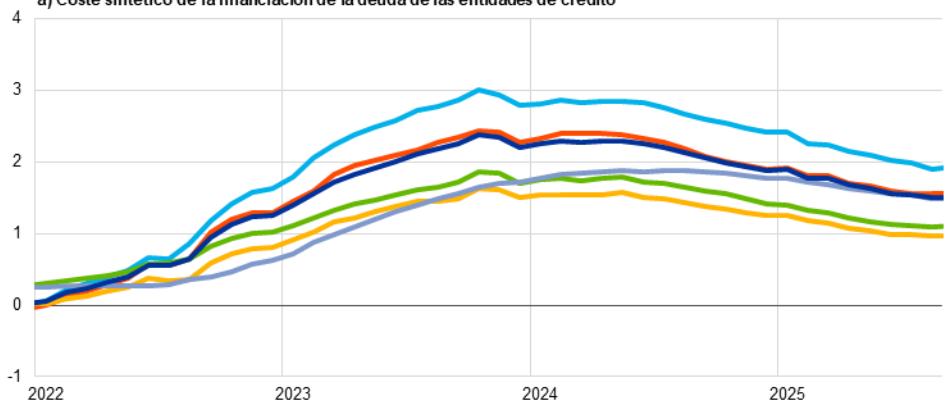
Gráfico 15

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

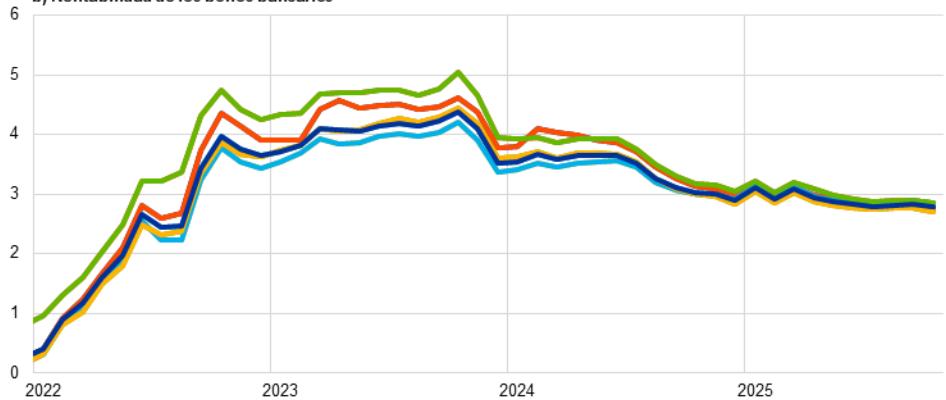
(porcentajes anuales)

- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España
- Costes medios de financiación de las entidades de 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.

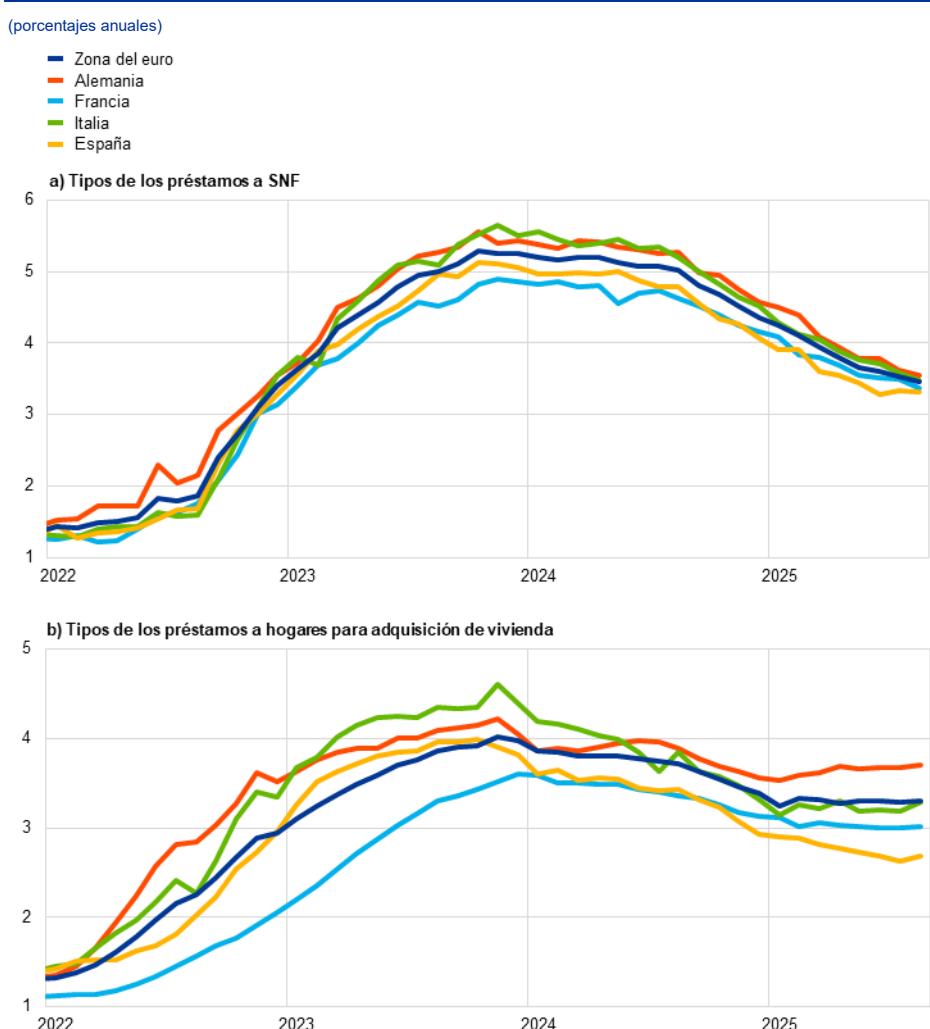
Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Los costes medios 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 agosto de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 29 de octubre de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas continuaron disminuyendo, mientras que los aplicados a los préstamos hipotecarios otorgados a los hogares aumentaron marginalmente. El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras (SNF) se redujo ligeramente hasta situarse justo por debajo del 3,5 % en agosto (en torno a 1,8 puntos porcentuales por debajo del nivel máximo alcanzado en octubre de 2023), con variaciones menores entre los países más grandes de la zona del euro (panel a del gráfico 16). Este descenso estuvo determinado por los tipos de interés a corto plazo, mientras que los aplicados a los préstamos a medio plazo (entre uno y cinco años) se elevaron. El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los

créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas se amplió algo en agosto en un entorno de volatilidad a corto plazo. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda apenas cambió y se situó en el 3,3 % en agosto —unos 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023—, con algunas variaciones entre los países de mayor tamaño de la zona del euro (panel b del gráfico 16). Los tipos hipotecarios se vieron impulsados, en particular, por los tipos de interés a más largo plazo. El diferencial entre los tipos del crédito a hogares y los de los préstamos concedidos a las empresas, que había alcanzado un pico de 140 puntos básicos en marzo de 2024, siguió reduciéndose. El tamaño de este diferencial refleja sobre todo el hecho de que los préstamos a hogares suelen tener períodos de fijación de tipos más largos en muchas jurisdicciones, lo que hace que sean menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés de mercado a corto plazo.

Gráfico 16

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

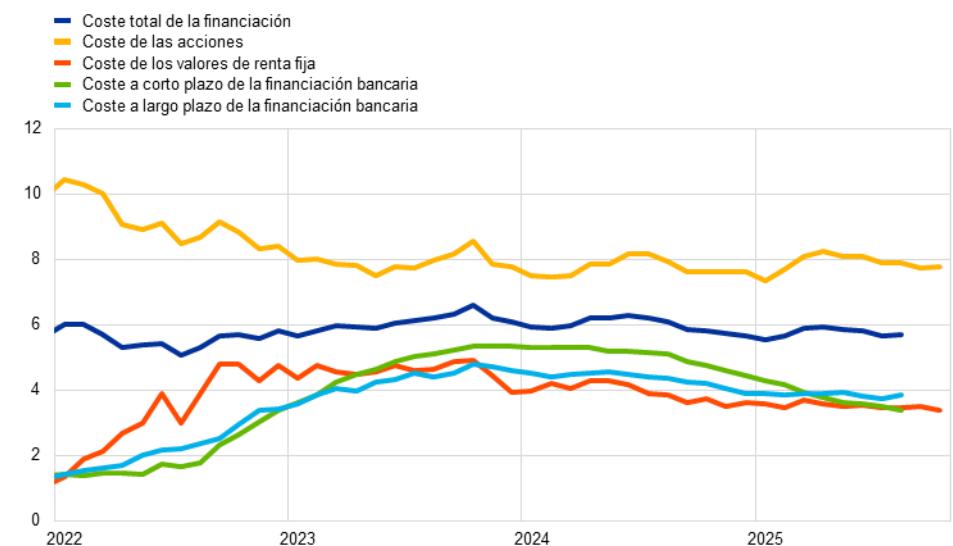
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025. En el panel a, «SNF» corresponde a «sociedades no financieras».

En el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 29 de octubre de 2025, el coste de la financiación mediante valores de renta fija descendió levemente, mientras que el de la financiación mediante acciones se mantuvo básicamente sin cambios. 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— permaneció estable en agosto, en comparación con el mes anterior, y se situó en el 5,7 % (gráfico 17)⁵. Esta estabilidad fue consecuencia de los mayores costes de la financiación bancaria a largo plazo, que compensaron la disminución del coste de los fondos obtenidos a más corto plazo. Los datos diarios del período de referencia —entre el 11 de septiembre y el 29 de octubre de 2025— muestran que el coste de los valores de renta fija registró un leve descenso, mientras que el de las acciones se mantuvo básicamente sin cambios. La ligera disminución 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 en el de alto rendimiento. En el mismo período, el coste de las acciones permaneció estable en general, como consecuencia de un pequeño retroceso de la prima de riesgo bursátil, que vino acompañado de un aumento marginal del tipo de interés libre de riesgo a largo plazo (aproximado por el tipo OIS a diez años).

Gráfico 17

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

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., 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 a corto y a largo plazo de la financiación bancaria (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 29 de octubre de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a agosto de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

La dinámica de los préstamos a empresas y de las emisiones de deuda corporativa se debilitó ligeramente en septiembre, mientras que el crecimiento de los préstamos a hogares continuó experimentando una recuperación

⁵ 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 agosto de 2025.

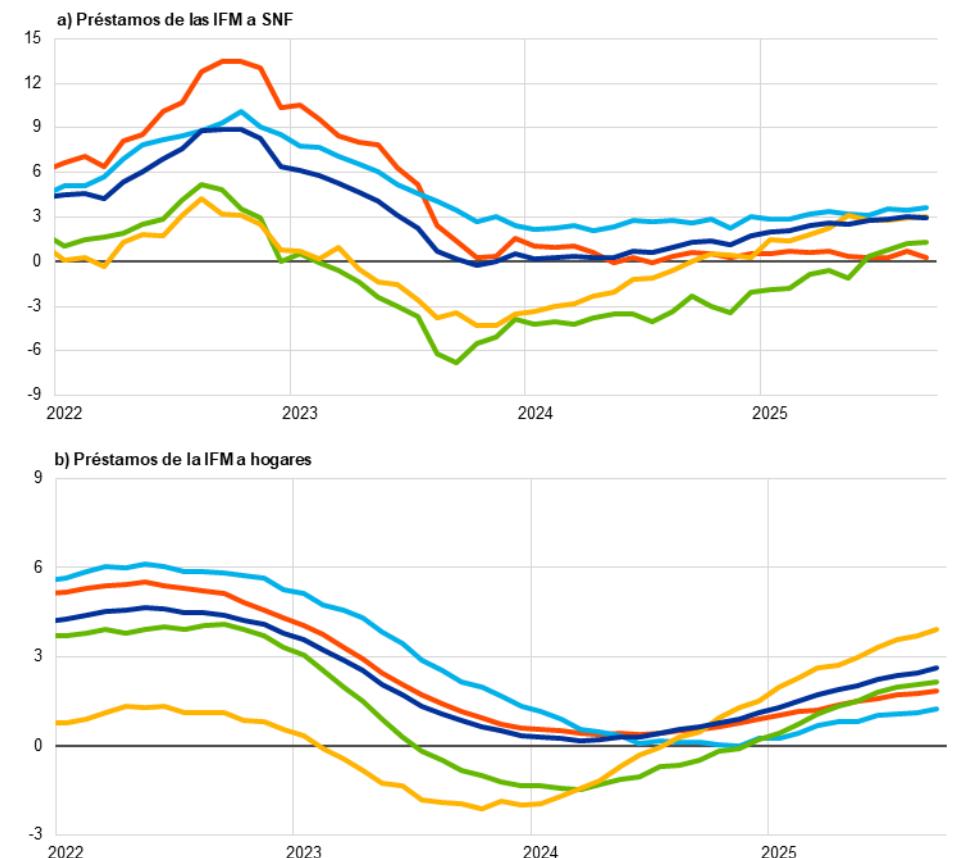
gradual. La tasa de avance interanual de los préstamos bancarios a empresas se redujo hasta el 2,9 % en septiembre de 2025, desde el 3 % registrado en agosto. Esta tasa ha aumentado paulatinamente desde principios del año, pero aún se mantiene por debajo de su media histórica del 4,3 % (panel a del gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual de la financiación con deuda corporativa disminuyó hasta el 3 % en septiembre, desde el 3,2 % observado en agosto. La tasa de avance interanual de los préstamos a hogares siguió recuperándose de forma gradual y se situó en el 2,6 % en septiembre, frente al 2,5 % de agosto, aunque este nivel continúa siendo significativamente inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 18). Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda fueron de nuevo el principal determinante de esta tendencia al alza, al tiempo que el crédito para consumo también siguió creciendo. El crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, retornó a terreno positivo, si bien continuó siendo débil. Según la última [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) (CES, por sus siglas en inglés), los hogares percibían que el acceso al crédito apenas había variado en septiembre, aunque esperaban que se endureciera en los doce meses siguientes. Con el tiempo, la encuesta ha mostrado que los hogares percibieron un endurecimiento del acceso al crédito cuando los tipos de interés se redujeron durante el reciente ciclo de endurecimiento, pero una mejora en dicho acceso cuando los tipos cayeron, y los hogares de mayor renta son los que señalaron la relajación más apreciable (véase [recuadro 7](#)).

Gráfico 18

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

(tasas de variación interanual)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

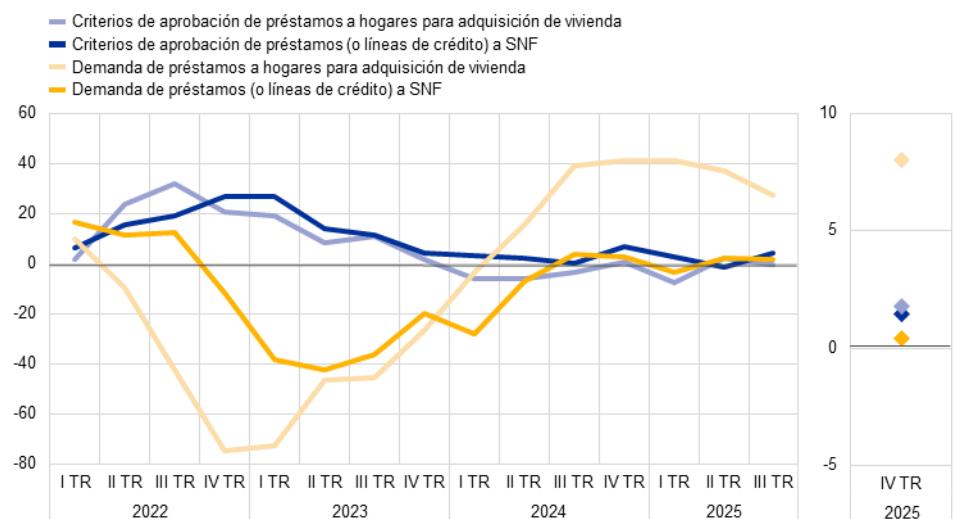
En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2025, las entidades de crédito señalaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas habían registrado un ligero e inesperado endurecimiento neto en el tercer trimestre del año y que los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se habían mantenido sin variación (gráfico 19). Los criterios de concesión de préstamos o líneas de crédito a empresas de la zona del euro se endurecieron levemente en el tercer trimestre de 2025, aunque, en la encuesta anterior, las entidades habían anticipado que permanecerían estables. La percepción de riesgos relacionados con las perspectivas económicas contribuyó de nuevo al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. Las entidades señalaron que los elevados niveles actuales de incertidumbre geopolítica y los riesgos comerciales justificaban la discriminación entre sectores o empresas a la hora de conceder nuevos préstamos. Los criterios de aprobación de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

no se modificaron, y las entidades indicaron un endurecimiento neto moderado de los aplicados al crédito para consumo. Mientras que la competencia contribuyó a la relajación de los criterios de concesión de los primeros, los cambios en la percepción de riesgos de las entidades fueron el principal factor determinante del endurecimiento neto del crédito para consumo. Las entidades señalaron un aumento neto de la proporción de solicitudes denegadas en todas las modalidades de préstamo, que fue más pronunciado en la de crédito para consumo. De cara al cuarto trimestre de 2025, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas prácticamente no varíen, se endurezcan ligeramente en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y continúen endureciéndose en el del crédito para consumo.

Gráfico 19

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

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



Fuente: BCE (encuesta sobre préstamos bancarios).

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

En la encuesta, las entidades de crédito señalaron un ligero aumento neto de la demanda de préstamos o líneas de crédito por parte de las empresas y un nuevo incremento sustancial de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda en el tercer trimestre de 2025. La demanda de crédito de las empresas se mantuvo débil en general en el citado trimestre, pese a la caída de los tipos de interés y las mayores necesidades de financiación para refinanciar o reestructurar la deuda. Varias entidades mencionaron que la incertidumbre global y las tensiones comerciales relacionadas habían tenido un impacto moderador sobre la demanda crediticia. En cambio, la demanda de préstamos para adquisición de vivienda siguió elevándose sustancialmente, sobre todo como consecuencia del descenso de los

tipos de interés y de las mejores perspectivas del mercado inmobiliario residencial. La reducción de los tipos de interés, unida a otros factores, también respaldó la demanda de crédito para consumo. Sin embargo, esta evolución favorable se vio contrarrestada por la diminución de la confianza de los consumidores. El aumento neto de la demanda de esta modalidad de préstamo fue menor que en el trimestre anterior, pero estuvo en línea con las expectativas de las entidades. Para el cuarto trimestre de 2025, las entidades esperan que la demanda de préstamos por parte de las empresas no varíe y que la de préstamos para adquisición de vivienda registre un incremento moderado.

Según las respuestas de las entidades de crédito a las preguntas *ad hoc*, el acceso a los mercados de financiación minorista se mantuvo prácticamente sin cambios y a los de financiación mayorista mejoró, pero la percepción de riesgos en torno a la calidad crediticia siguió teniendo un impacto negativo sobre los criterios de aprobación del crédito. En el tercer trimestre de 2025, el acceso de las entidades de crédito a la financiación minorista permaneció básicamente sin variación, mientras que el acceso se relajó algo en los mercados monetarios y de titulización, y en mayor medida en los mercados de valores de renta fija. Las entidades esperan que, en los tres meses siguientes, el acceso a la financiación minorista mejore ligeramente, a los mercados monetarios se endurezca levemente, y a los valores de renta fija y las titulizaciones apenas varíe. La reducción de la cartera de activos del BCE relacionados con la política monetaria había tenido un impacto básicamente neutral en las condiciones de financiación en los mercados de las entidades de la zona del euro en los últimos seis meses, ya que estas habían continuado aumentando sus tenencias de deuda soberana de la zona del euro. El impacto en las condiciones crediticias siguió siendo débil, lo que refleja el ajuste mesurado y predecible de la cartera de activos de política monetaria del BCE. Las entidades esperan que esta evolución continúe en los seis meses siguientes. Asimismo, manifestaron que las decisiones del BCE relativas a los tipos de interés oficiales habían tenido un impacto negativo adicional sobre su margen de intereses en los últimos seis meses, mientras que el efecto en los volúmenes había pasado a ser positivo. Las entidades de crédito prevén un impacto similar, aunque de menor dimensión, en los próximos seis meses. También indicaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al ligero endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas, si bien los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda y al crédito para consumo no se vieron afectados en el tercer trimestre de 2025. Las entidades de la zona del euro esperan que la calidad crediticia contribuya a un endurecimiento más apreciable de las condiciones de los préstamos a empresas y para consumo en el cuarto trimestre.

En la última encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE), un reducido porcentaje neto de empresas señaló un aumento de los tipos de interés bancarios y una mayor proporción indicó un endurecimiento continuado de otras condiciones del crédito. En el tercer trimestre de 2025, un porcentaje neto del 2 % de las empresas declaró una subida de los tipos de interés bancarios, frente a un porcentaje neto del 14 % que señaló un descenso en el trimestre anterior. Cabe mencionar que las grandes empresas siguieron indicando

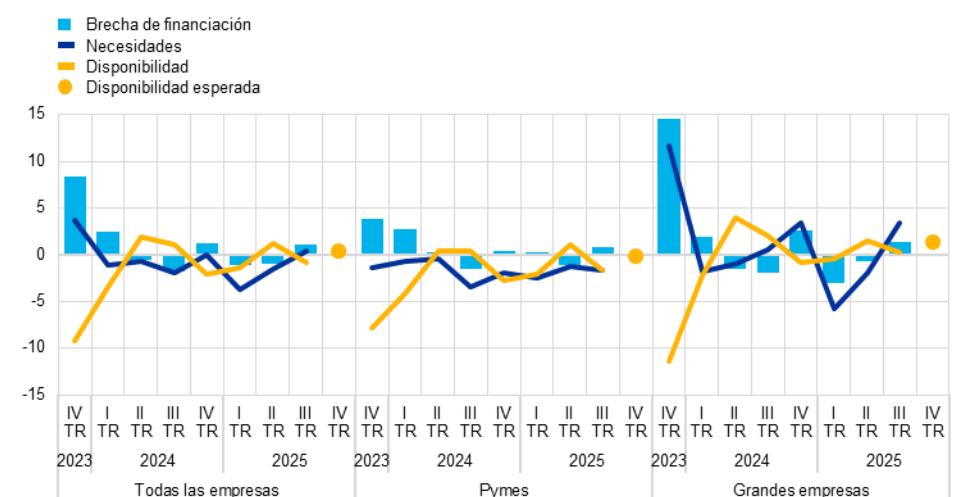
una disminución de los tipos de interés en términos netos (-3% , frente al -31% de la encuesta anterior), mientras que las pequeñas y medianas empresas (pymes) señalaron un incremento (5% neto). En términos netos, el 23% de las empresas (frente al 16% en el segundo trimestre de 2025) indicó un aumento de otros costes de financiación —como gastos y comisiones—, y el 16% (frente al 11% en el trimestre precedente) declaró un endurecimiento de las garantías requeridas.

Las empresas manifestaron que la necesidad de préstamos bancarios y su disponibilidad se habían mantenido prácticamente sin variación, y preveían que la disponibilidad apenas registraría cambios en los tres meses siguientes (gráfico 20). El porcentaje neto de empresas que señaló una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 1% , frente al 1% que indicó un incremento en el trimestre anterior. Las pymes observaron un leve descenso de la disponibilidad de préstamos bancarios (un -2% neto, frente al 1% neto que percibía un aumento en el trimestre anterior), mientras que las grandes empresas consideraron que la disponibilidad no había variado (0% neto). Estos desarrollos tienen su reflejo en el ligero endurecimiento neto de los criterios de aprobación de los préstamos o líneas de crédito a empresas en el tercer trimestre de 2025, tal como se puso de relieve en la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios basado en los datos de la encuesta SAFE —un índice que capta la diferencia entre la necesidad y la disponibilidad de estos préstamos— permaneció prácticamente estable (un 1% neto de las empresas vieron incrementada la brecha de financiación, en comparación con un -1% neto en el trimestre precedente). De cara al futuro, las empresas esperaban que la disponibilidad de financiación externa apenas registrara cambios en los tres meses siguientes, y señalaron unas perspectivas menos optimistas que en la encuesta anterior.

Gráfico 20

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

(porcentajes netos de encuestados)



Fuentes: BCE (SAFE) y cálculos del BCE.

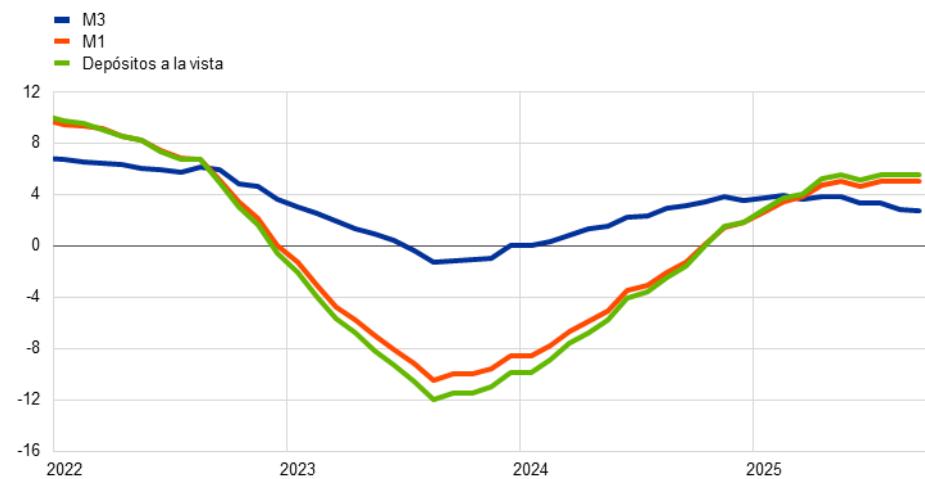
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (o necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Las cifras se refieren a la segunda encuesta piloto y a las ediciones 30 a 36 de la encuesta SAFE (entre octubre-diciembre de 2023 y julio-septiembre de 2025).

El crecimiento del agregado monetario amplio (M3) siguió debilitándose en septiembre (gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de M3 registró un descenso adicional en septiembre hasta situarse en el 2,8 %, frente al 2,9 % de agosto. Esta tasa, que continuó la senda de disminución progresiva observada desde febrero de 2025, se mantuvo muy por debajo de su media de largo plazo del 6,1 %. La tasa de avance interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los componentes más líquidos de M3, se elevó hasta el 5,1 % en septiembre desde el 5 % registrado en agosto. El crecimiento de M1 siguió estando impulsado por los depósitos a la vista, lo que refleja la marcada preferencia de las empresas y los hogares por los activos líquidos. Desde una perspectiva sectorial, la variación de los datos de septiembre estuvo muy influenciada por las entidades financieras no bancarias, cuyas tenencias de dinero tienden a ser volátiles. En cuanto a las contrapartidas, las entradas monetarias netas del exterior repuntaron con fuerza en septiembre, en comparación con las salidas moderadas observadas en los dos meses anteriores. Al mismo tiempo, la contracción continuada del balance del Eurosistema siguió lastrando el crecimiento de M3.

Gráfico 21

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.