

# Boletín Económico

Número 7/2025

# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	12
3 Precios y costes	20
4 Evolución de los mercados financieros	27
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	31
<b>Recuadros</b>	<b>42</b>
1 El creciente superávit comercial de China: por qué las exportaciones aumentan mientras las importaciones se estancan	42
2 Cambios en el comportamiento de la OPEP+ y riesgos a la baja para los precios del petróleo	49
3 La demanda de automóviles en la zona del euro según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores	55
4 Y, sin embargo, hay movilidad: evidencia sobre las transiciones entre empleos en la zona del euro	62
5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	69
6 La desinflación desigual de los precios: diferenciación de la dinámica de los componentes con precios rígidos y flexibles	75
7 La transmisión heterogénea de la política monetaria al crédito a los hogares	81
8 El apoyo al euro alcanza máximos históricos: análisis de los motivos	88
<b>Artículo</b>	<b>93</b>
1 El episodio de elevada inflación de 2021-2023 y la desigualdad: información procedente de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores	93

# 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 establece en su objetivo del 2 % a medio plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

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 prensa<sup>1</sup>.

## 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 %.

---

<sup>1</sup> 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.

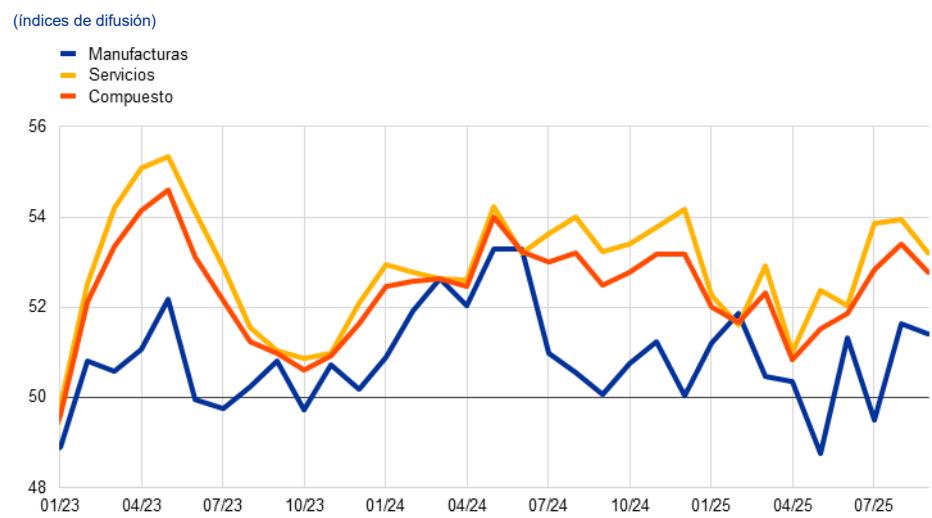
# 1

## Entorno exterior

*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.

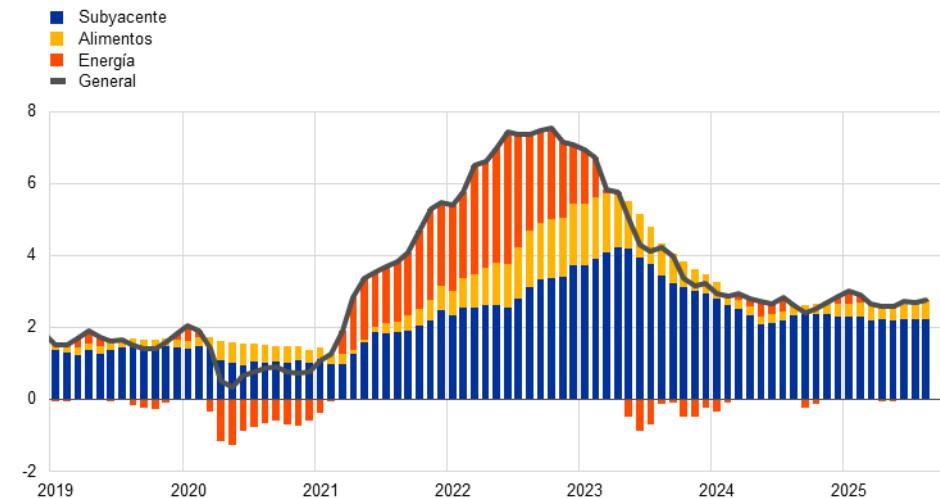
**El crecimiento del comercio internacional fue más intenso de lo esperado en el segundo trimestre, pero la expansión subyacente del comercio se está desacelerando.** El ritmo de avance intertrimestral de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro) disminuyó desde el 1,7 % en el primer trimestre 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

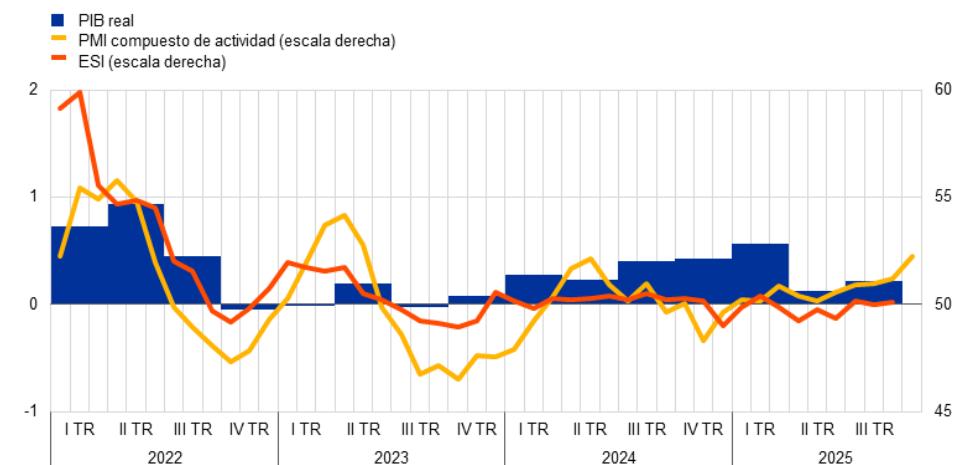
*La economía de la zona del euro creció un 0,2 % en el tercer trimestre de 2025, frente al 0,1 % observado en el segundo trimestre. Los indicadores económicos disponibles apuntan a un crecimiento robusto de los servicios, impulsado por la solidez del turismo y, sobre todo, por un repunte de los servicios 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&amp;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.

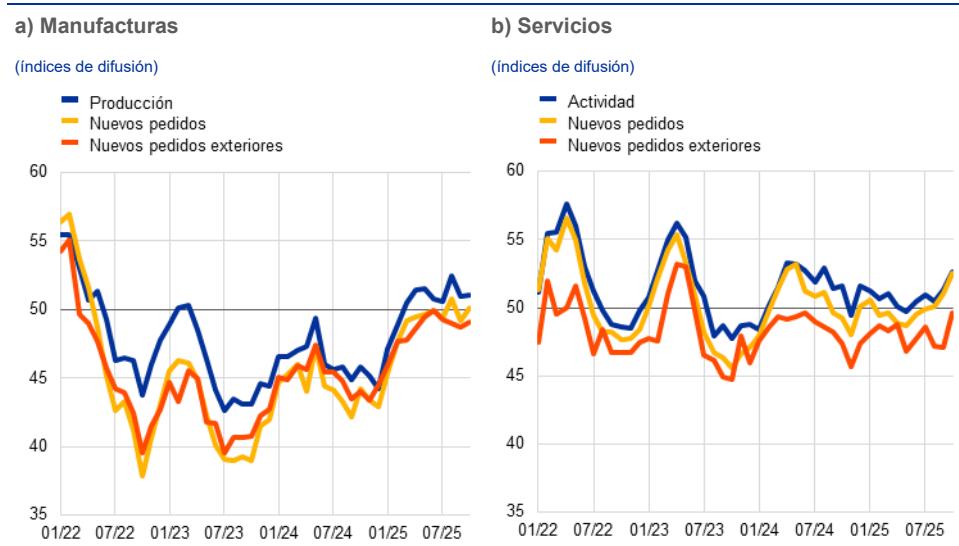
**Los datos disponibles apuntan a la persistencia de la debilidad en las manufacturas en el tercer trimestre, mientras que es probable que los servicios siguieran registrando un crecimiento positivo.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad continuó mostrando una ligera tendencia 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.

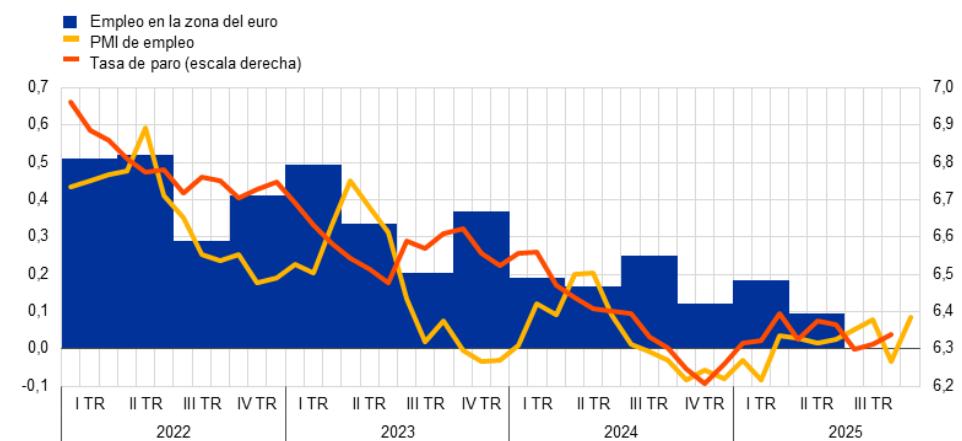
**El mercado laboral mantuvo su capacidad de resistencia en el segundo trimestre de 2025, aunque la demanda de trabajo siguió moderándose paulatinamente.** El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,1 % en dicho trimestre (gráfico 5). La desaceleración sostenida refleja, en parte, la menor 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

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral, índice de difusión; escala derecha: porcentajes de la población activa)



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual 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.

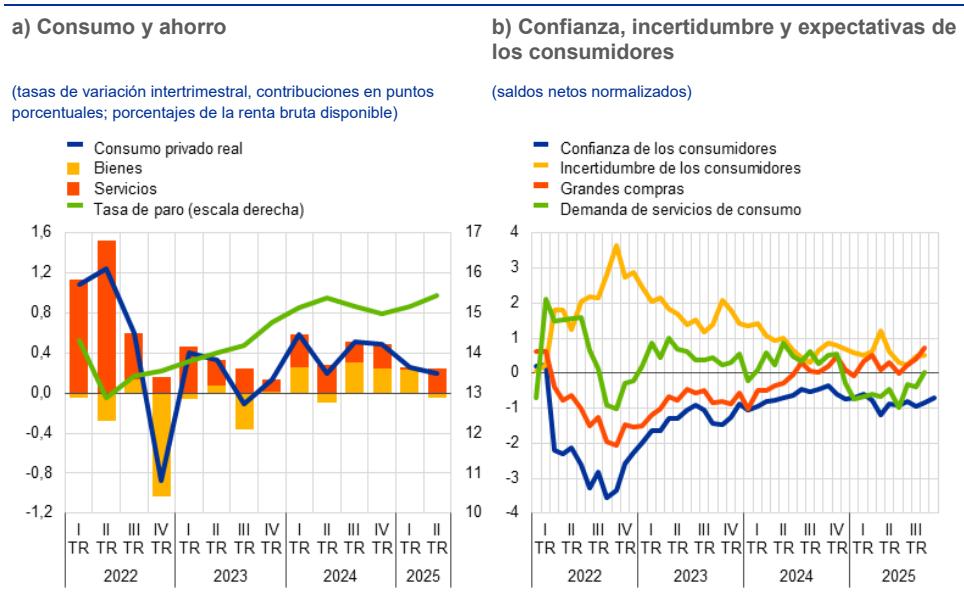
**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un avance del empleo prácticamente nulo en el tercer trimestre.** El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 50,3, en promedio, en el segundo trimestre, lo que sugiere un crecimiento prácticamente nulo del empleo. Los datos de la estimación 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.

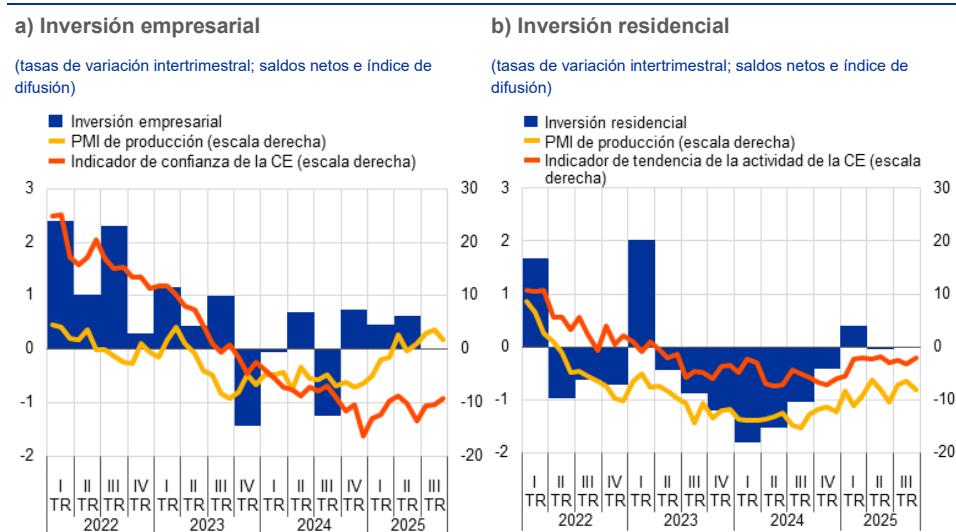
Notas: En el panel a, las contribuciones del consumo interno de bienes y servicios se escalan para que sumados igualen el crecimiento del consumo privado real de las cuentas nacionales principales. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025. En el panel b, las expectativas de 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 continua 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.

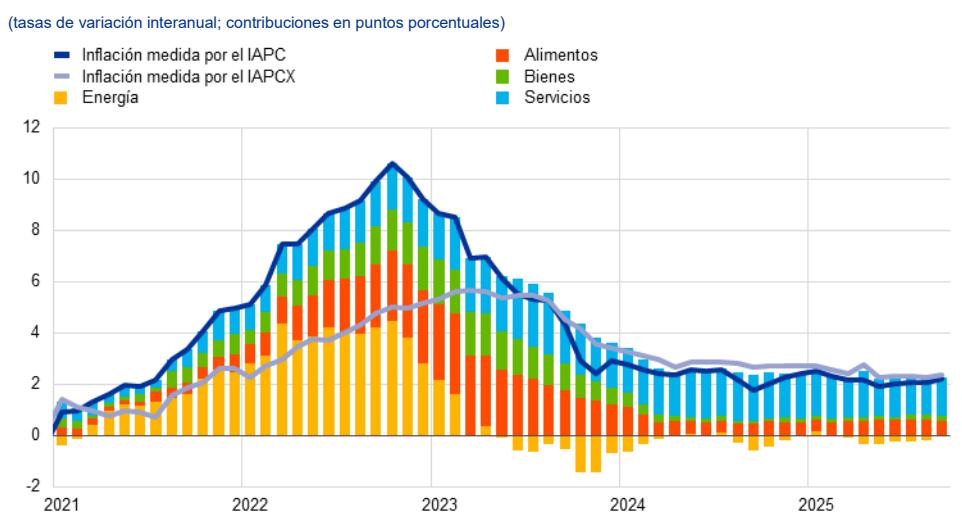
### 3

## 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 agosto<sup>2</sup>. 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.

<sup>2</sup> 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.

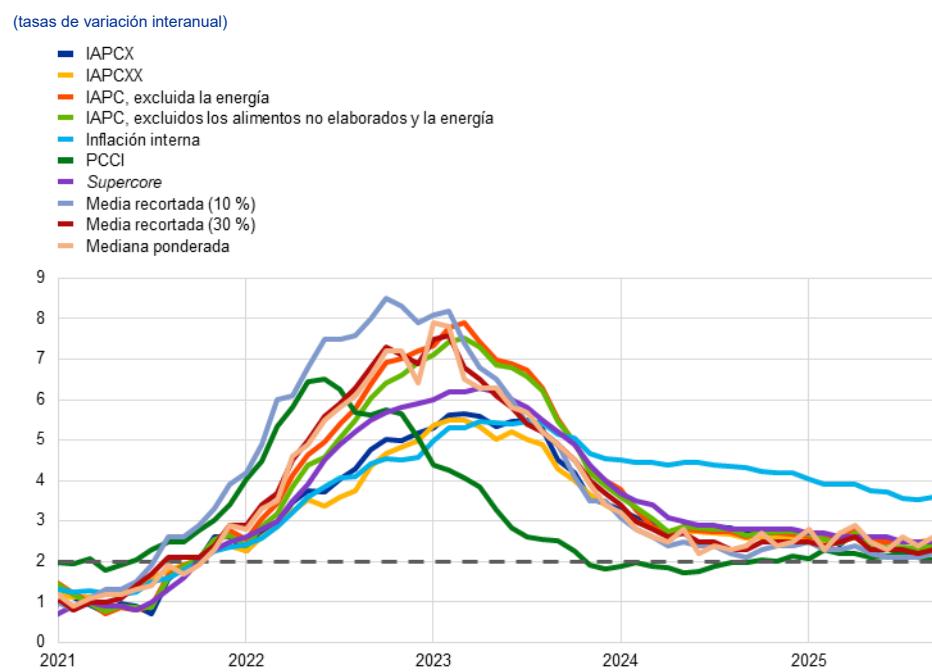
**La inflación de los alimentos disminuyó hasta el 3 % en septiembre, desde el 3,2 % registrado en agosto.** Esta disminución obedece a la caída de la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, desde el 5,5 % en agosto hasta el 4,7 % en septiembre, sobre todo como consecuencia del 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



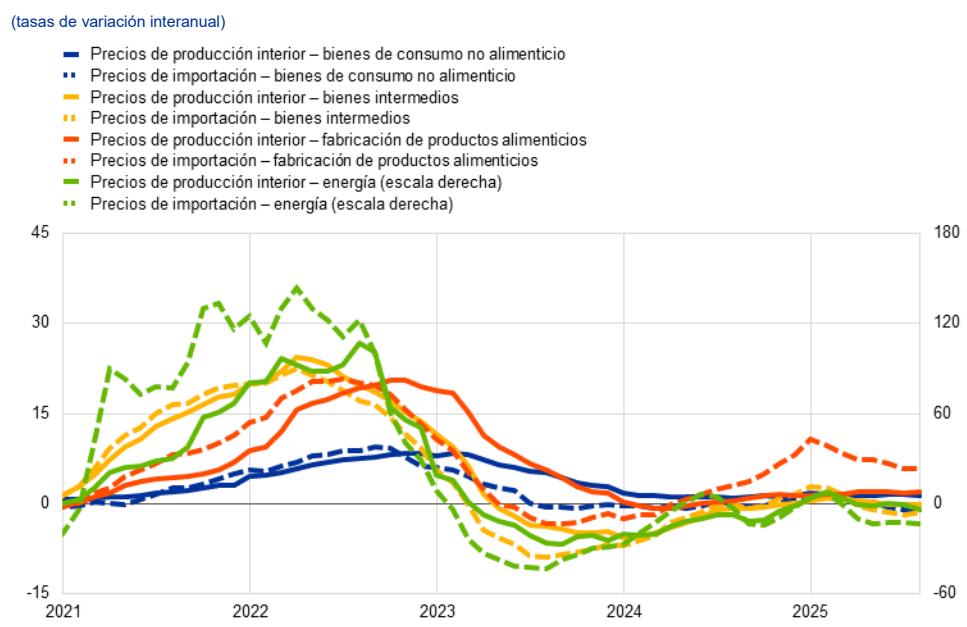
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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



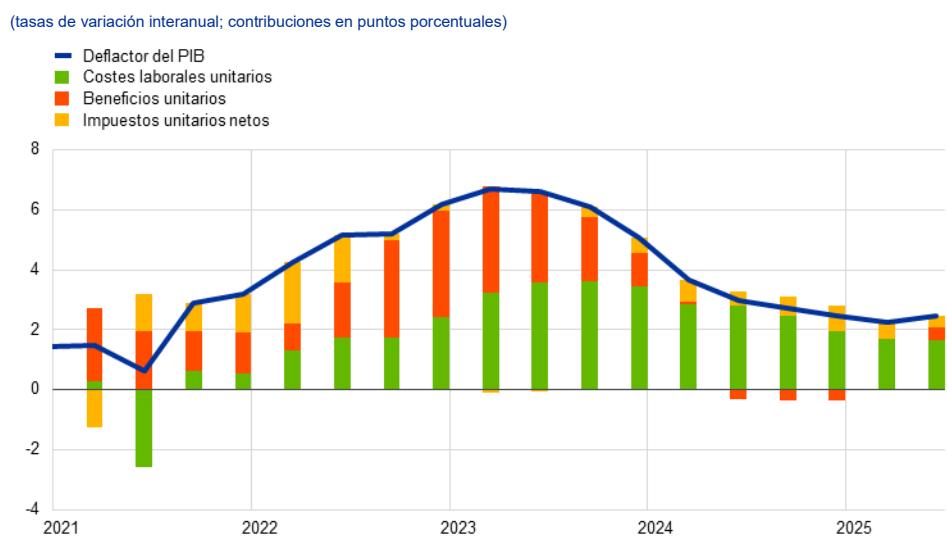
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

**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 2026<sup>3</sup>. 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)<sup>4</sup>.

**Gráfico 11**  
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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).

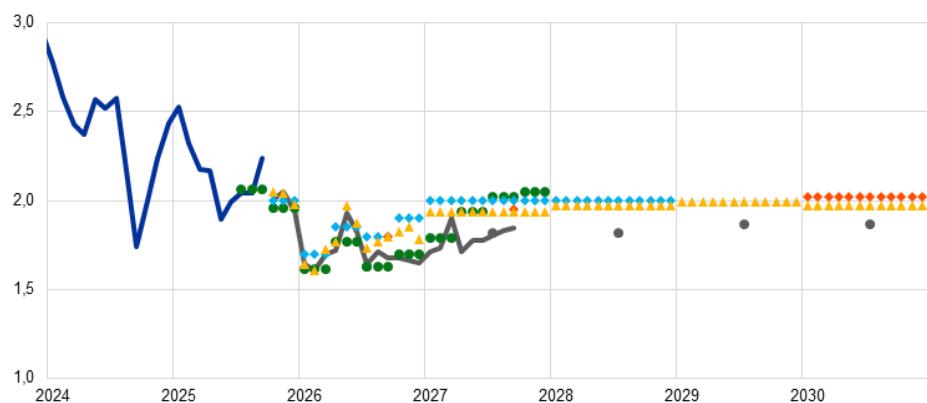
### Gráfico 12

#### 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)

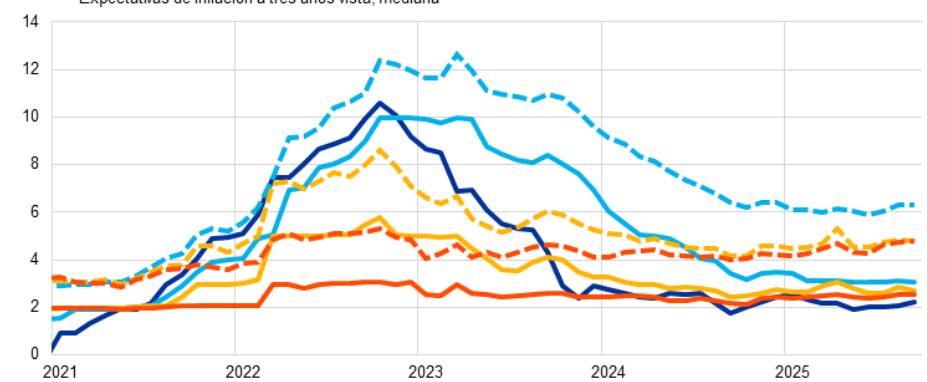
- IAPC
- Fixings (29 de octubre de 2025)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (29 de octubre de 2025)
- Proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro (septiembre de 2025)
- ◆ SMA (octubre de 2025)
- ◆ EPE (IV TR 2025)
- ▲ Consensus Economics (octubre de 2025)



##### 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.

## 4

## Evolución de los mercados financieros

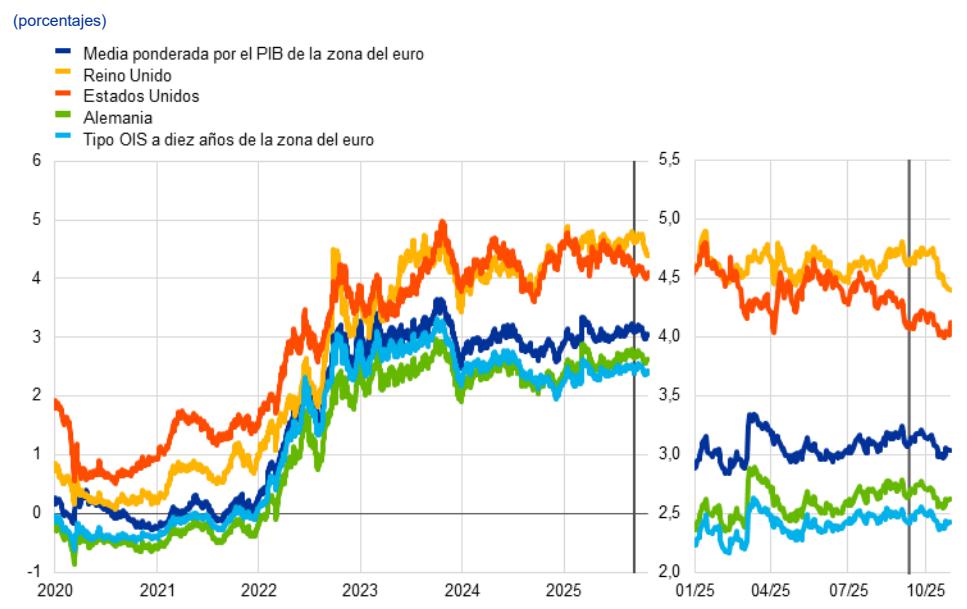
*Durante el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 29 de octubre de 2025, la evolución de los mercados financieros de la zona del euro estuvo determinada principalmente por factores de carácter global derivados del reavivamiento de las tensiones comerciales, la incertidumbre 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.

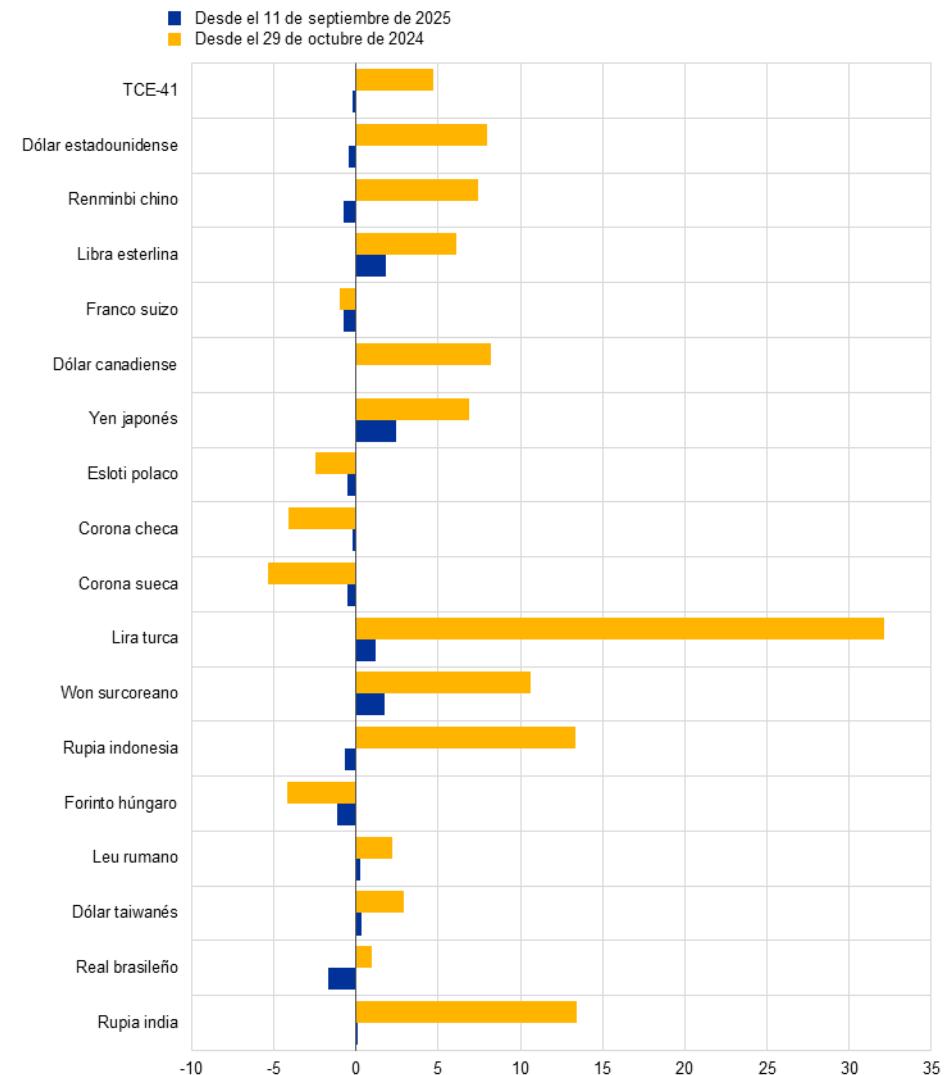
**Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro en los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento se redujeron ligeramente durante el período analizado.** Los diferenciales de los bonos corporativos de grado de inversión y de alto rendimiento disminuyeron de forma marginal 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 levemente 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.

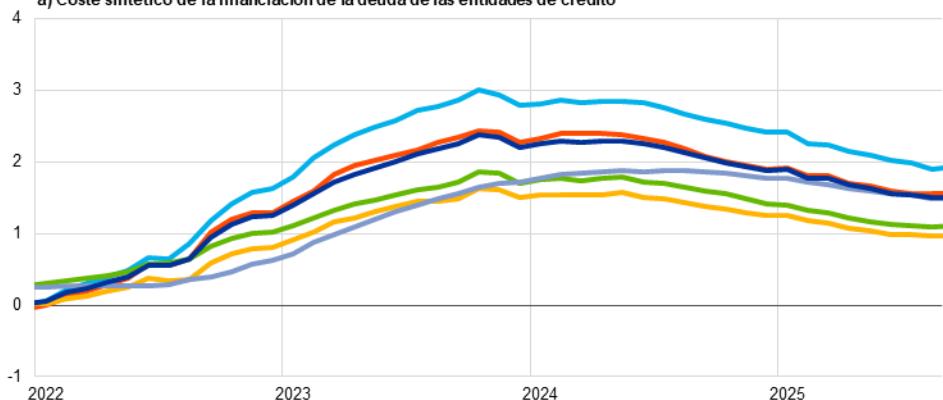
## Gráfico 15

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

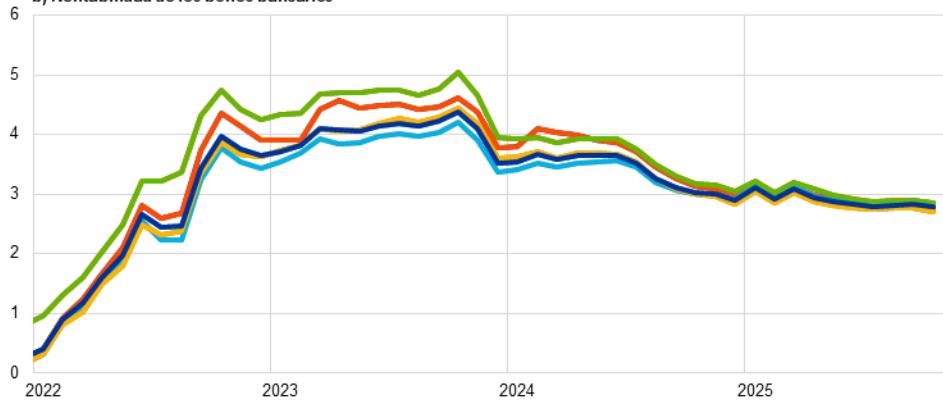
(porcentajes anuales)

- 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

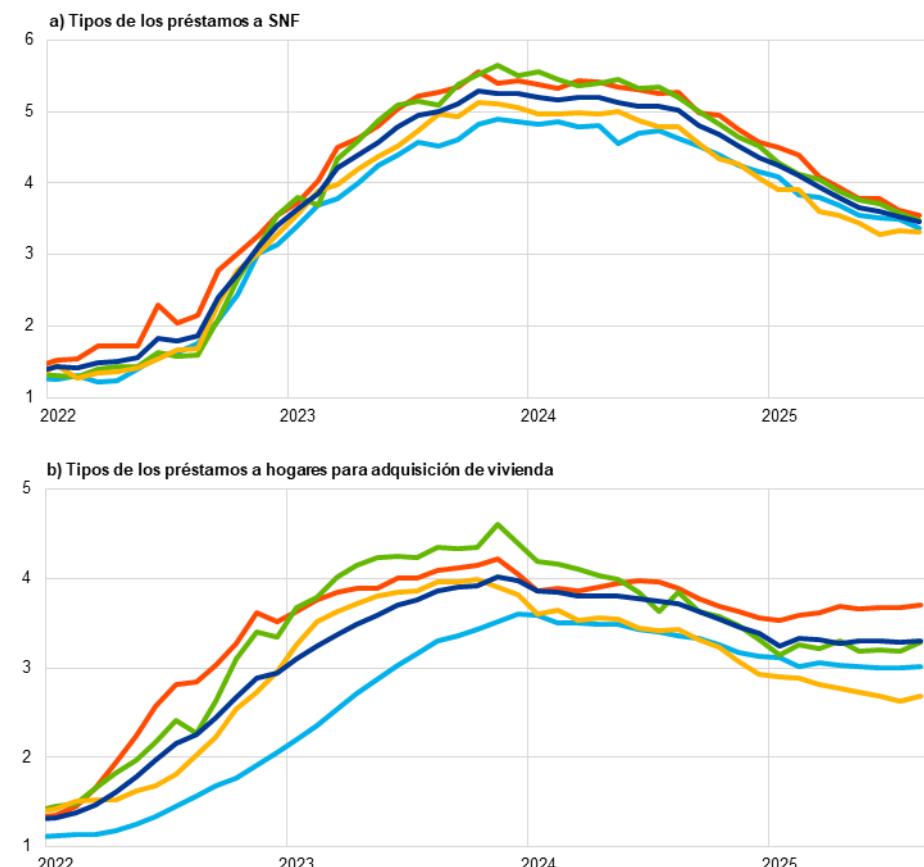
créditos de más de un millón de euros concedidos a las empresas se amplió algo en agosto en un entorno de volatilidad a corto plazo. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda apenas cambió y se situó en el 3,3 % en agosto —unos 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre 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

(porcentajes anuales)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

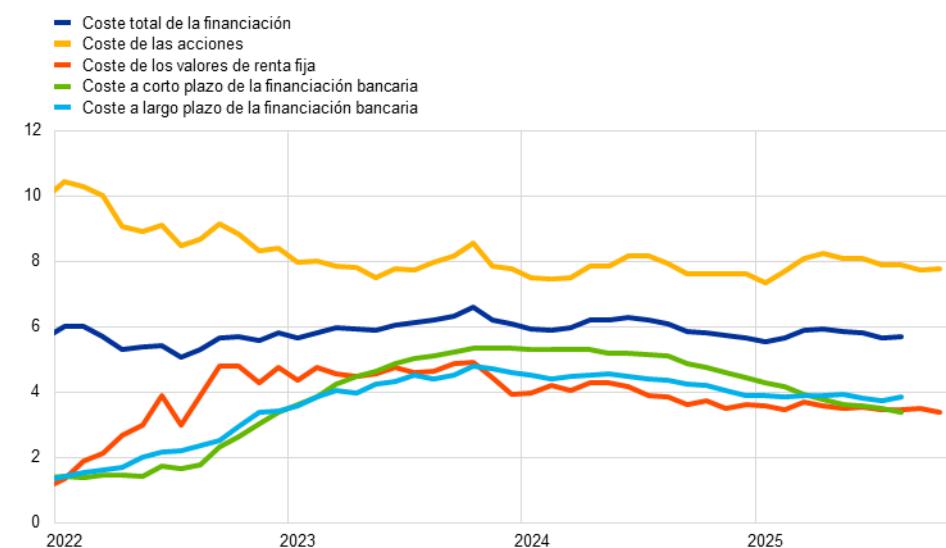
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025. En el panel a, «SNF» corresponde a «sociedades no 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)<sup>5</sup>. 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**

<sup>5</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta agosto de 2025.

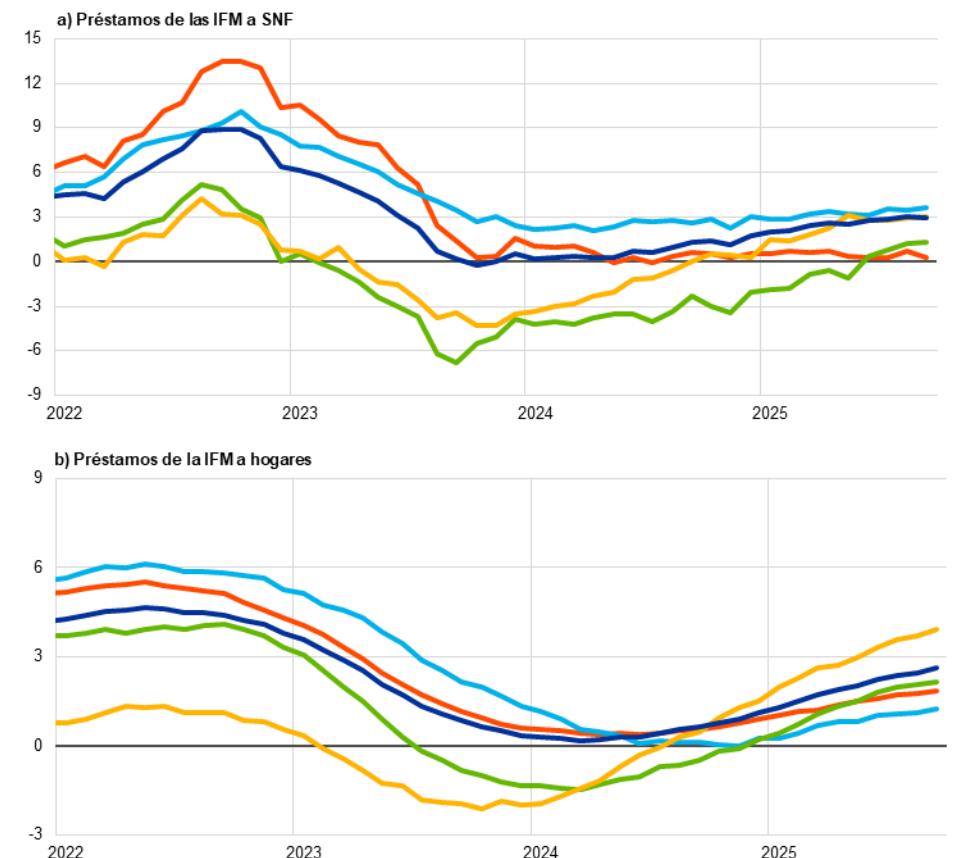
**gradual.** La tasa de avance interanual de los préstamos bancarios a empresas se redujo hasta el 2,9 % en septiembre de 2025, desde el 3 % registrado en agosto. Esta tasa ha aumentado paulatinamente desde principios del año, pero aún se mantiene por debajo de su media histórica del 4,3 % (panel a del 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.

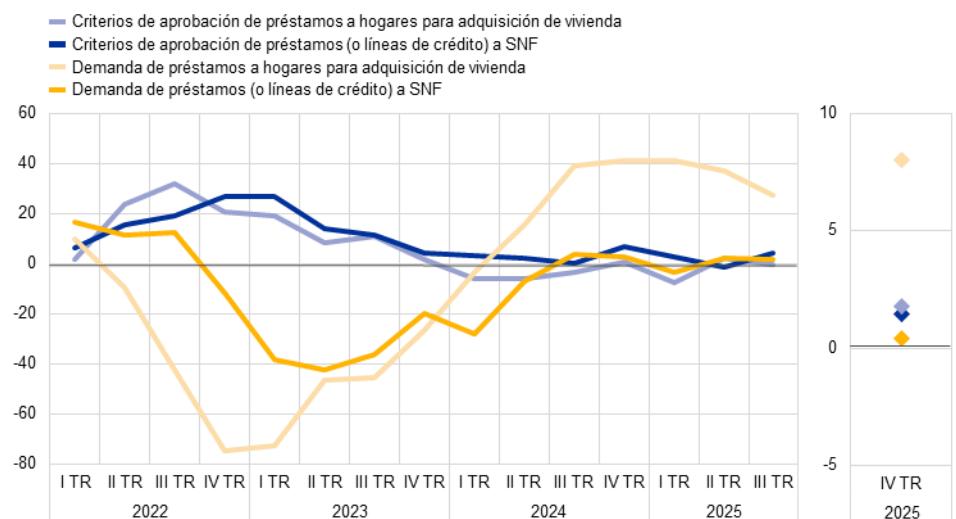
**En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2025, las entidades de crédito señalaron que los criterios de aprobación aplicados a los préstamos o líneas de crédito a empresas habían registrado un ligero e inesperado endurecimiento neto en el tercer trimestre del año y 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

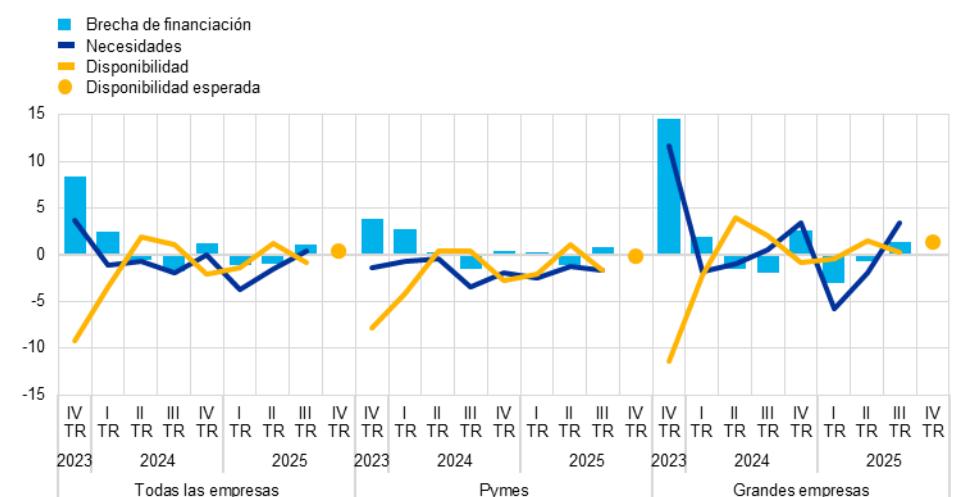
una disminución de los tipos de interés en términos netos ( $-3\%$ , frente al  $-31\%$  de la encuesta anterior), mientras que las pequeñas y medianas empresas (pymes) señalaron un incremento ( $5\%$  neto). En términos netos, el  $23\%$  de las empresas (frente al  $16\%$  en el segundo trimestre de 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.

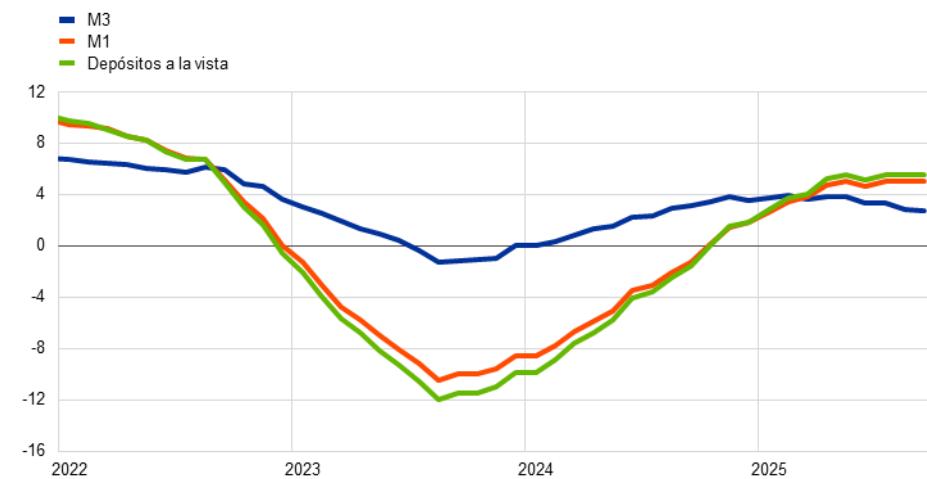
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (o necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución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

## Recuadros

1

### El creciente superávit comercial de China: por qué las exportaciones aumentan mientras las importaciones se estancan

Alexander Al-Haschimi, Natálie Dvořáková, Julien Le Roux y Tajda Spital

**En un contexto de tensiones comerciales entre Estados Unidos y China y de cambios en el panorama geopolítico, el aumento del superávit de la balanza comercial —especialmente la de bienes— del país asiático ha llamado la atención considerablemente.** Con anterioridad a la pandemia de COVID-19, las exportaciones y las importaciones chinas solían moverse en paralelo. Sin embargo, desde entonces, se ha producido una clara disociación: las exportaciones de bienes han crecido muy por encima de su tendencia prepandemia, mientras que las importaciones de bienes se han estancado por debajo de su nivel de 2021 (gráfico A). Esta divergencia entre la evolución de las exportaciones y la de las importaciones ha dado lugar a un gran superávit comercial. Para los socios comerciales de China, las implicaciones son diversas: mayores presiones competitivas de las exportaciones chinas en sus mercados interiores, menor demanda de sus productos por parte de China y una mayor competencia en los mercados de terceros países. Esta dinámica comercial es reflejo de múltiples factores. Las políticas estructurales que promueven la autosuficiencia —en particular la estrategia «Made in China 2025»— han reducido la dependencia de los insumos importados, han dado impulso a los productores nacionales y han frenado las importaciones<sup>1</sup>. Al mismo tiempo, la caída de los precios de exportación y la competitividad no precio han respaldado las exportaciones<sup>2</sup>. En este recuadro se muestra que la debilidad de la demanda interna en China, generalmente asociada a la falta de dinamismo de las importaciones, puede ser un factor adicional que explica el vigor de las exportaciones —un aspecto que suele pasarse por alto—.

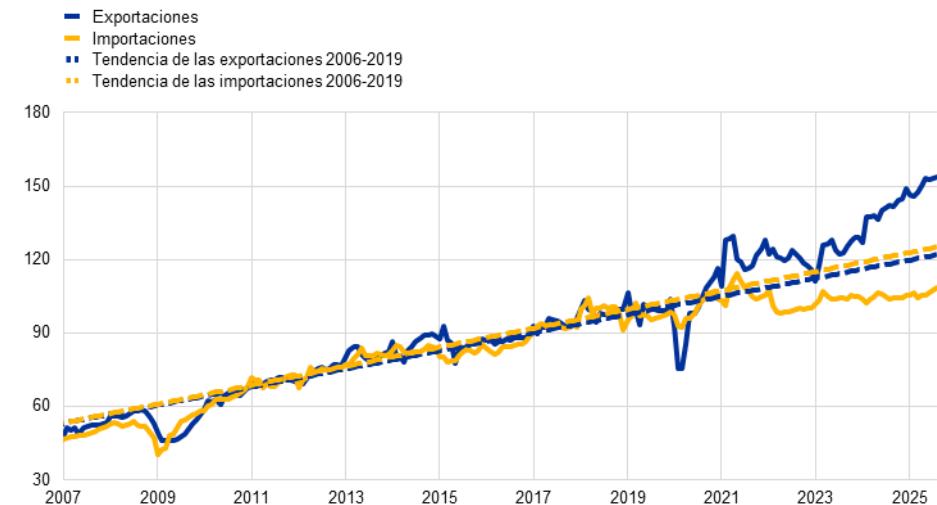
<sup>1</sup> «Made in China 2025» es la estrategia que lanzó China en 2015, consistente en potenciar su sector manufacturero a través de las industrias de alta tecnología, en detrimento de las intensivas en mano de obra. El objetivo del plan es lograr un mayor grado de autosuficiencia impulsando el contenido local y promoviendo la innovación y los sectores de mayor valor añadido, como los de vehículos eléctricos, semiconductores, aeroespacial, robótica y biotecnología.

<sup>2</sup> Para un análisis de los bajos precios de exportación y la competitividad no precio de China, véase Al-Haschimi et al. (2024b).

## Gráfico A

### Importaciones y exportaciones de bienes de China

(volumen; índices, 2019 = 100)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Notas: Los datos son mensuales. Las tendencias se calculan mediante una regresión lineal logarítmica de las importaciones y las exportaciones a lo largo del tiempo. La última observación corresponde a agosto de 2025.

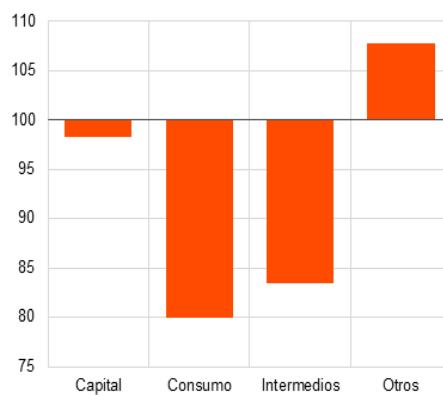
**La debilidad de las importaciones de China puede deberse a una combinación de factores cíclicos y estructurales.** Desde 2021, la caída del mercado de la vivienda ha contraído las importaciones, ha lastrado la inversión inmobiliaria —un sector intensivo en importaciones— y ha erosionado los balances de los hogares, reduciendo la demanda de los consumidores. Esta desaceleración cíclica tiene su reflejo en unas importaciones particularmente débiles de bienes intermedios y de consumo (panel a del gráfico B). También han contribuido factores de carácter estructural, asociados a la estrategia «Made in China 2025». La reconfiguración de los socios comerciales ha facilitado que se produzcan estos cambios. Las importaciones procedentes de economías avanzadas, sobre todo de la UE y de Estados Unidos, han disminuido, mientras que las provenientes de mercados emergentes se han incrementado modestamente o se han mantenido estables (panel b del gráfico B). Estos patrones pueden estar influenciados por diversos factores que están fuera del alcance de este recuadro, pero las políticas comerciales también podrían haber jugado un papel. Se estima que las barreras no arancelarias del país asiático justifican aproximadamente la mitad de la caída de las importaciones chinas procedentes de Estados Unidos durante la guerra comercial de 2018-2019 (Chen *et al.*, 2023). Además, Estados Unidos impuso controles a las exportaciones de semiconductores avanzados en 2022 y no los relajó hasta hace poco, lo que limitó aún más los flujos de entrada. Por el contrario, los tipos arancelarios efectivos de China han seguido bajando, lo que sugiere que los aranceles por sí solos no explicarían la desaceleración.

## Gráfico B

### Importaciones chinas por categoría de bienes y origen

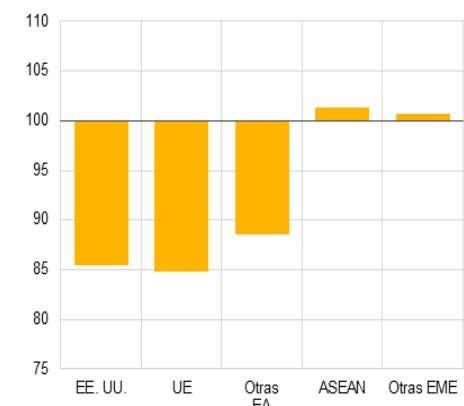
#### a) Por categoría de bienes

(desviación de las importaciones reales entre diciembre de 2021 y agosto de 2025; índices 2021 = 100)



#### b) Por origen

(desviación de las importaciones reales entre diciembre de 2021 y agosto de 2025; índices 2021 = 100)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Información basada en datos mensuales del comercio nominal expresados en términos de valor y en dólares estadounidenses. «Otros» incluye bienes energéticos y productos no incluidos en la Clasificación por Grandes Categorías Económicas (BEC, por sus siglas en inglés), como vehículos o equipos militares. «Otras EA» se refiere a otras economías avanzadas, «Otras EME» a otras economías emergentes (por sus siglas en inglés) y «ASEAN» a la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático. La última observación corresponde a agosto de 2025.

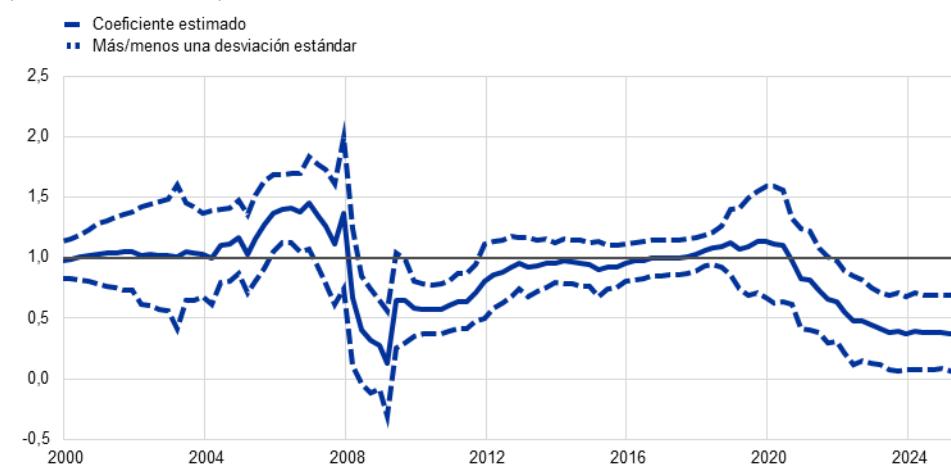
### La evidencia empírica también respalda la idea de que la intensidad importadora de la actividad económica china está disminuyendo gradualmente.

Una estimación de ventanas móviles muestra que la elasticidad de largo plazo de las importaciones chinas a la demanda interna ha descendido muy por debajo de la unidad desde la pandemia. Y este descenso se produce a pesar de que la elasticidad ha oscilado en torno a la unidad durante la mayor parte de las dos últimas décadas, al margen de una caída transitoria durante la crisis financiera global (gráfico C). La menor sensibilidad de las importaciones a la demanda puede reflejar los cambios de carácter más estructural mencionados con anterioridad, probablemente reforzados por la transición hacia una economía más verde con menores importaciones de combustibles fósiles. En conjunto, estas fuerzas apuntan a un cambio duradero en el comportamiento importador de China.

### Gráfico C

Elasticidad de largo plazo de las importaciones al PIB: estimación de una ventana móvil de 40 trimestres

(estimaciones de coeficientes)



Fuentes: Haver Analytics y cálculos del BCE.

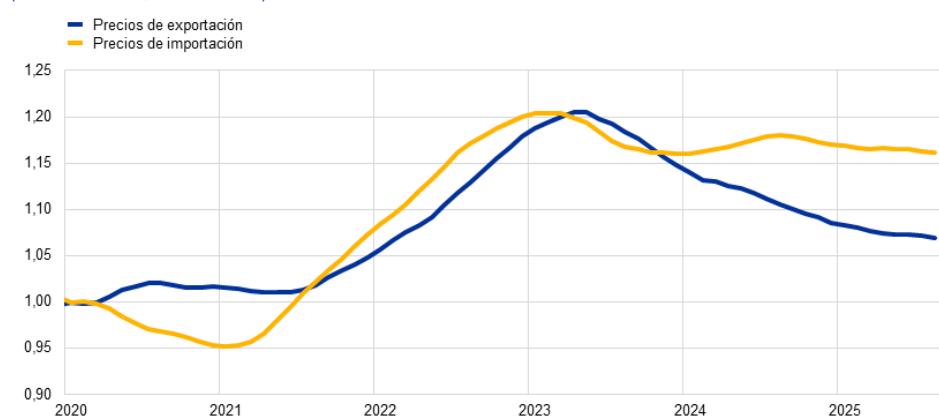
Notas: Estimaciones, basadas en una ventana móvil de 40 trimestres, del coeficiente de largo plazo de un modelo de corrección del error que contiene un índice de demanda interna. La estimación puntual presentada en la fecha  $t$  corresponde a una estimación a lo largo del período comprendido entre  $t-40$  y  $t$ , refiriéndose la última observación al segundo trimestre de 2025.

**Por lo que respecta al dinamismo de las exportaciones chinas, varios factores han contribuido a su reciente fortaleza.** Tras la pandemia, las exportaciones se beneficiaron de la demanda embalsada a nivel mundial. Más recientemente, la competitividad precio ha desempeñado un papel importante, con una disminución persistente de los precios de exportación desde mediados de 2023 (gráfico D). Al mismo tiempo, las mejoras industriales en curso, los avances tecnológicos y la mayor calidad de los productos han aumentado la competitividad no precio. Las relaciones comerciales consolidadas y la integración de China en las cadenas globales de valor han reforzado más su posición de mercado y le han permitido ampliar sus cuotas de mercado en el exterior (Al-Haschimi *et al.*, 2024b).

### Gráfico D

Precios de las exportaciones e importaciones de bienes de China

(media anual móvil; enero 2020 = 1)



Fuentes: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis y cálculos del BCE.

Notas: Datos mensuales. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

**La atonía de la demanda interna, unida a la debilidad de los precios de exportación, ha desempeñado recientemente un papel fundamental en la dinámica de las exportaciones de China.** La crisis inmobiliaria interna de 2021 redujo drásticamente la demanda de los hogares. Al mismo tiempo, la inversión industrial impulsada por el Gobierno, destinada a estabilizar el crecimiento en el marco de un impulso fiscal orientado a la oferta, ofreció un escaso apoyo directo al consumo. El exceso de capacidad ha provocado guerras de precios entre las empresas. Esta situación ha erosionado los márgenes y desincentivado el gasto en un entorno deflacionista con una holgura significativa en el mercado de trabajo, lo que ha llevado a las empresas a redirigir sus ventas hacia los mercados exteriores<sup>3</sup>. Este cambio refleja la teoría del comercio internacional «vent-for-surplus» («movilización del excedente»), que plantea que un descenso de las ventas domésticas provocado por la debilidad de la demanda genera un exceso de capacidad que puede redirigirse al extranjero<sup>4</sup>. El mecanismo asume inversión en capital fijo a corto plazo, lo que es especialmente relevante en China, donde la inversión con frecuencia está regida por la planificación central. Para expandirse a otros países, las empresas deben ganar competitividad en los mercados exteriores. Para ello, suelen reducir los costes marginales y los precios a corto plazo, o aceptar márgenes menores, e incluso pérdidas en algunos casos.

**La teoría del «vent-for-surplus» ayuda a explicar los recientes patrones de comercio.** Los indicadores que aproximan (*proxies*) las ventas reales a nivel doméstico muestran que, desde la pandemia, las exportaciones reales han sido superiores a las ventas domésticas, lo que ha dado lugar a un aumento de la brecha entre las dos variables (panel a del gráfico E). El análisis concluye que el crecimiento de las exportaciones es más intenso en sectores en los que el avance de las ventas domésticas muestra un peor comportamiento. Desde 2022, las exportaciones reales en sectores como los de vehículos de motor y el acero han aumentado en torno a un 75 % (panel b del gráfico E), lo que sugiere que las empresas han redirigido cada vez más sus ventas hacia los mercados exteriores. La absorción interna del exceso de capacidad a través de unos precios más reducidos se ha visto limitada por la debilidad de la demanda, ya que la desaceleración del mercado de la vivienda sigue lastrando la confianza de los consumidores. En cambio, en los sectores en los que el crecimiento de las ventas a nivel doméstico ha registrado un mejor comportamiento (principalmente las relacionadas con productos tecnológicos), las exportaciones reales se han movido mayormente en línea con las ventas domésticas, y se han incrementado en torno al 30 % desde 2022 (panel c del gráfico E). Los precios de exportación han descendido en todos los sectores, siendo las caídas más pronunciadas en los sectores con un mayor crecimiento de las exportaciones.

<sup>3</sup> Para la dinámica de las exportaciones después de la pandemia, véase Al-Haschimi y Spital (2024a).

<sup>4</sup> Véase Almunia *et al.* (2021).

## Gráfico E

### Ventas domésticas y exportaciones de China, en términos reales



Fuentes: China National Bureau of Statistics, Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Las ventas domésticas reales se aproximan como el resultado de la explotación nominal menos las exportaciones, deflactado por los índices de precios industriales de cada sector. Dado que el resultado de la explotación refleja los ingresos netos de costes, el indicador también recoge la dinámica de los costes y de la rentabilidad, sirviendo de aproximación práctica dadas las limitaciones de los datos sectoriales en China. Los datos abarcan los diez sectores manufactureros de mayor tamaño —que representan en conjunto alrededor del 80 % de las exportaciones industriales nominales— y están desestacionalizados. Las ventas domésticas con peor comportamiento son aquellas cuya media se sitúa por debajo del crecimiento nominal anual de la demanda interna posterior a 2021, del 6,6 %, y corresponden a sectores como los de textil, muebles, caucho y plásticos, acero, maquinaria y automóviles. Las ventas domésticas con mejor comportamiento se refieren a productos químicos y a productos tecnológicos, incluida la maquinaria eléctrica y los equipos de comunicaciones. Las exportaciones procedentes de sectores con ventas domésticas con peor comportamiento y de sectores con ventas domésticas con mejor comportamiento representaron el 42 % y el 35 %, respectivamente, del total de las exportaciones en términos nominales en 2024. La última observación corresponde a junio de 2025.

**La debilidad de la demanda interna parece ser el eslabón perdido que explica el vigor de las exportaciones de China con destino a Europa, más que la desviación del comercio a causa de los aranceles.** La escalada de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China podría dar lugar a una desviación adicional de las exportaciones chinas a Europa. Sin embargo, el aumento de las exportaciones de China a la UE es anterior a las tensiones más recientes y coincide más bien con el inicio de la debilidad de la demanda interna en el país asiático. En el cuarto trimestre de 2024, el valor mensual medio de las ventas domésticas fue aproximadamente cuatro veces superior al total de las exportaciones y más de 28 veces superior a las exportaciones con destino a Estados Unidos. Estos datos indican que el conjunto de bienes que podrían redirigirse a la UE es mucho más amplio de lo que sugerirían los datos comerciales por sí solos. El redireccionamiento de tan solo una pequeña parte de las ventas domésticas a otros países podría impulsar las exportaciones totales —también a la UE— más que una desviación notable de las exportaciones en detrimento de Estados Unidos<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Para un análisis del redireccionamiento de las exportaciones chinas a la zona del euro, véase Boeckelmann *et al.* (2025).

## Bibliografía

- A. Al-Haschimi y T. Spital (2024a), «[The evolution of China's growth model: challenges and long-term growth prospects](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- A. Al-Haschimi, L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler y T. Spital (2024b), «[Why competition with China is getting tougher than ever](#)», *The ECB Blog*, BCE, 3 de septiembre.
- M. Almunia, P. Antràs, D. López-Rodríguez y E. Morales (2021), «[Venting Out: Exports during a Domestic Slump](#)», *American Economic Review*, vol. 111, n.º 11, pp. 3611-3662.
- L. Boeckelmann, L. Emter, V. Gunnella, K. Klieber y T. Spital (2025), «[China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#)», *The ECB Blog*, BCE, 30 de julio.
- T. Chen, C.-T. Hsieh y Z. M. Song (2022), «[Non-Tariff Barriers in the U.S.-China Trade War](#)», *NBER Working Paper Series*, n.º 30318, National Bureau of Economic Research, Inc.

## 2

# Cambios en el comportamiento de la OPEP+ y riesgos a la baja para los precios del petróleo

Massimo Ferrari Minesso y Arthur Stalla-Bourdillon

**Un factor determinante del descenso reciente de los precios del petróleo ha sido el cambio de postura de la OPEP+<sup>1</sup>.** Estos precios han seguido una tendencia a la baja en los últimos meses, debido a la influencia de dos factores: el debilitamiento de las expectativas de demanda mundial tras los anuncios sobre la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos y la decisión inesperada de la OPEP de incrementar la oferta de crudo (gráfico A)<sup>2</sup>. Tradicionalmente, la OPEP ha desempeñado un papel estabilizador en el mercado del petróleo, con Arabia Saudí como «productor bisagra» (*swing producer*)<sup>3</sup>. Sin embargo, desde abril de 2025, esta organización ha seguido aumentando la oferta de crudo, pese a que los precios ya eran relativamente reducidos. En el pasado, las decisiones de la OPEP de incrementar la oferta parecían tener como objetivo asegurar el cumplimiento de las cuotas de producción por parte de sus miembros permitiendo que los precios bajaran o recuperar cuota de mercado a expensas de los países productores no pertenecientes a esta organización. Esos mismos factores pueden explicar también el actual comportamiento de este grupo.

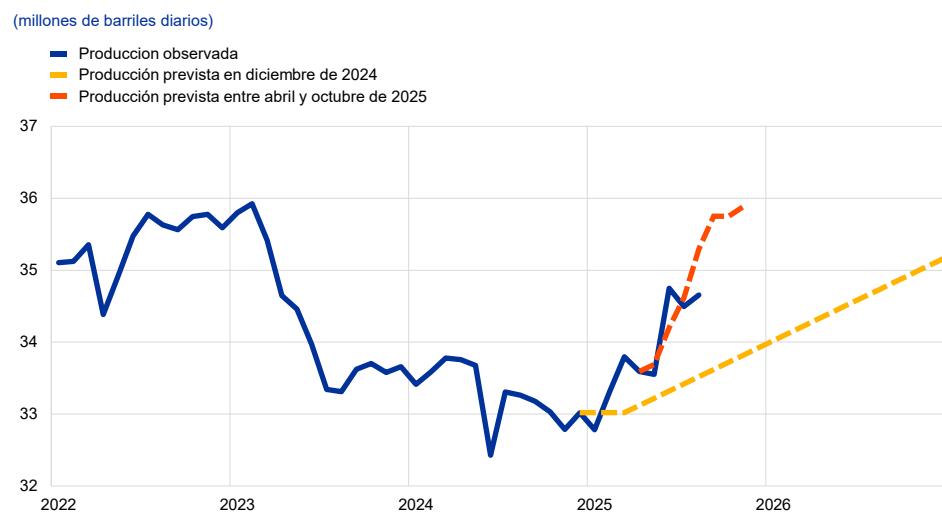
<sup>1</sup> Las siglas «OPEP» corresponden a la Organización de Países Exportadores de Petróleo. La «OPEP+», creada en 2016, es una coalición integrada por los miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo. Para simplificar, «OPEP» hace referencia a ambos grupos a lo largo de este recuadro.

<sup>2</sup> La OPEP sorprendió primero a los mercados a principios de abril aumentando la producción el triple de lo previsto inicialmente. Este cártel siguió incrementando la producción en los meses siguientes, lo que revirtió por completo el recorte de la oferta de crudo de 2,2 millones de barriles diarios introducido en noviembre de 2023. Incluso después de estos aumentos, incluida la decisión más reciente adoptada a principios de septiembre de 2025, el cártel continúa disponiendo de abundante capacidad excedentaria derivada de los recortes efectuados anteriormente (en abril de 2023 y octubre de 2022).

<sup>3</sup> Los analistas de mercado se refieren con frecuencia a Arabia Saudí como «productor bisagra» ya que este país ajusta al alza y a la baja su producción de petróleo para contribuir a que los precios se mantengan estables.

## Gráfico A

### Producción de petróleo observada y prevista



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía (AIE), OPEP y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico representa la producción de petróleo observada y prevista de los ocho miembros principales de la OPEP: Arabia Saudí, Emiratos Árabes Unidos, Irak, Kuwait, Argelia, Rusia, Kazajistán y Omán. Las líneas discontinuas muestran la reversión prevista de los recortes de producción de petróleo con respecto a los niveles de producción actuales de la OPEP. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

**La situación actual presenta similitudes con 2014, cuando el cambio en el comportamiento de la OPEP provocó una caída acusada y persistente del precio del petróleo en un momento en que la inflación era reducida.** A finales de 2014, en los primeros años del auge del petróleo no convencional (*shale oil*) de Estados Unidos, este cártel abandonó su papel tradicional de estabilizador de los precios y elevó repetidamente la producción para recuperar la cuota de mercado perdida frente a los productores estadounidenses. Este cambio, unido al intenso crecimiento de la producción de petróleo no convencional del país norteamericano y al debilitamiento de la demanda —debido, en particular, a la desaceleración registrada en China— dio lugar a un descenso de los precios del crudo de alrededor del 34 % entre octubre y diciembre de 2014 (gráfico B). Esta fuerte disminución también hizo que aumentara la percepción de riesgos de deflación, dado que la inflación ya era reducida en Estados Unidos y la zona del euro. Las expectativas de inflación descendieron en paralelo, y los tipos *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años en ambas áreas bajaron 29 y 13 puntos básicos, respectivamente.

## Gráfico B

### Evolución de los precios del petróleo



Fuente: LSEG.

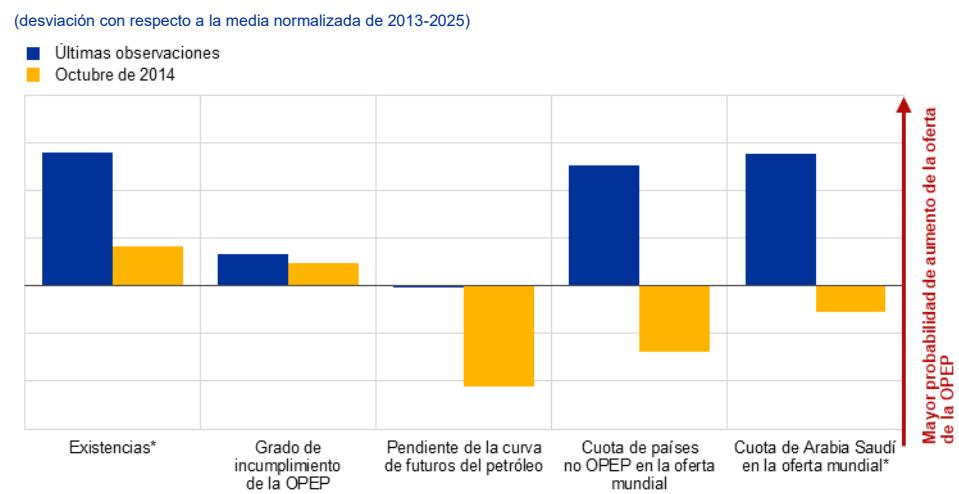
Nota: Las últimas observaciones corresponden al 17 de septiembre de 2025.

**Como en 2014, incrementos adicionales de oferta de la OPEP presionarían a la baja el precio del petróleo.** Nazer y Pescatori (2022) identifican una serie de indicadores clave asociados históricamente a las decisiones de oferta adoptadas por este cártel de países. La comparación de los niveles actuales de estos indicadores con los observados en octubre de 2014 —justo antes de los aumentos de oferta de la OPEP en ese período— puede ofrecer información útil sobre la posición del grupo en el mercado del petróleo en la actualidad (gráfico C). Considerados en conjunto, estos indicadores sugieren que la OPEP tiene fuertes incentivos para seguir elevando su producción, siendo probable que Arabia Saudí continúe apartándose de su papel tradicional de estabilizador del mercado. Además, aunque el país saudita está recuperando paulatinamente su posición en el mercado, su cuota en la oferta mundial sigue siendo incluso menor que en 2014, mientras que otros productores no pertenecientes a la OPEP han continuado ampliando su presencia. Asimismo, el grado de cumplimiento de las cuotas de producción entre los miembros de la OPEP, en particular por parte de Irak y Kazajistán, ahora es ligeramente inferior al observado en 2014, cuando ya se situaba por debajo de la media de largo plazo. En este contexto, Arabia Saudí puede optar por seguir aumentando su producción para restablecer la disciplina dentro del grupo<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> La pendiente de la curva de futuros del petróleo —que ahora presenta un perfil más descendente que en octubre de 2014— también respalda esta hipótesis. Ello sugiere que los inversores valoran más las entregas a corto plazo, lo que (junto con la reducción de las existencias) apunta a que actualmente las condiciones del mercado están más tensionadas que en 2014.

### Gráfico C

#### Indicadores asociados a las decisiones de oferta de la OPEP



Fuentes: AIE, OPEP, LSEG, Morningstar, U.S. Energy Information Administration y cálculos del BCE.

Notas: Los indicadores están expresados en términos de desviación con respecto a la media normalizada calculada a partir de los valores mensuales comprendidos entre enero de 2013 y septiembre de 2025. El grado de incumplimiento de la OPEP se calcula utilizando la diferencia (si es positiva) entre las cuotas a nivel de grupo y la producción observada de la OPEP en el período 2014-2016, y la suma de las desviaciones positivas de los países miembros de la OPEP con respecto a sus cuotas por país para 2017-2025, ambas divididas por el número de miembros de la OPEP o de la OPEP+ en cada momento. Las existencias se refieren a las existencias de petróleo de la OCDE en porcentaje de la demanda total de esta materia prima a escala global. La pendiente de la curva de futuros del petróleo es un indicador del tensionamiento del mercado, calculado como la diferencia entre los precios al contado y los precios de los futuros a doce meses. Una pendiente positiva indica un mercado del petróleo relativamente tensionado. Las variables marcadas con «\*» se han multiplicado por -1, ya que un valor más bajo en estas variables corresponde a una mayor probabilidad de aumento de oferta de la OPEP. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2025 para las existencias y el grado de incumplimiento, al 24 de septiembre de 2025 para los futuros del petróleo y a agosto de 2025 para las cuotas en la oferta mundial.

**El comportamiento de la OPEP puede modelizarse como el de un productor de petróleo dominante que compite con proveedores precio-aceptantes (*price takers*).** Para evaluar el impacto de aumentos adicionales de la oferta, se estima un modelo de equilibrio general dinámico del mercado del petróleo, que incorpora los marcos desarrollados por Nakov y Pescatori (2010), Nakov y Nuño (2013) y Filardo *et al.* (2020). Este modelo comprende tres bloques de países: una región importadora de petróleo, que importa esta materia prima y produce bienes agregados; una región productora competitiva, como la que conformarían los países productores de petróleo no convencional, que actúa como precio-aceptante en el mercado del crudo; y una región productora dominante en representación del cártel de países de la OPEP, que ajusta la producción de petróleo para maximizar sus propios beneficios e internaliza las reacciones de los otros dos grupos. Es importante señalar que el poder de este cártel es proporcional a su cuota de mercado: cuanto mayor sea la cuota de la OPEP, mayor será su capacidad para fijar márgenes de precios (*markups*)<sup>5</sup>.

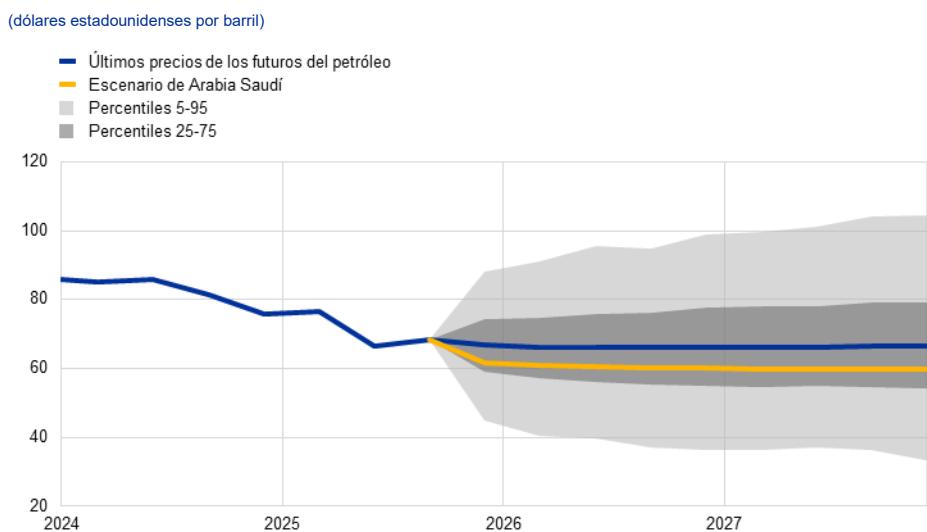
**Las estimaciones basadas en el modelo indican que si Arabia Saudí siguiera incrementando la oferta de crudo, los precios del petróleo podrían registrar un descenso adicional del 10 %.** Mediante este modelo se simula cómo variarían dichos precios si el país suministrara petróleo a plena capacidad para maximizar su

<sup>5</sup> Otra característica importante del modelo es que la producción de petróleo requiere inversiones de capital, lo que significa que aumentar la oferta de petróleo lleva tiempo. Los principales parámetros del modelo se han estimado con métodos bayesianos para ajustarse a la evolución observada de la producción mundial, de los tipos de interés y de los precios del petróleo.

cuota de mercado, sin tener en cuenta las reacciones de otros productores o los niveles de precios vigentes. Este cambio daría lugar a un aumento de la oferta mundial de petróleo y a una disminución del poder de mercado de la OPEP, lo que reduciría la capacidad del cártel para fijar márgenes de precios. La combinación de estos factores presionaría a la baja los precios de esta materia prima. En este escenario, el precio del petróleo caería en torno a un 10 %. Sobre la base de datos de mercado actuales y suponiendo que no se producen perturbaciones o intervenciones adicionales, los precios se situarían en unos 60 dólares por barril en 2027, por debajo de los niveles que actualmente señalan los últimos precios de los futuros del petróleo (gráfico D).

#### Gráfico D

Efectos de un aumento del 10 % de la oferta de crudo de Arabia Saudí sobre los precios del petróleo



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

Notas: «Escenario de Arabia Saudí» hace referencia a una simulación basada en el modelo en la que este país incrementa paulatinamente su producción de petróleo apartándose de su papel tradicional de «productor bisagra». «Últimos precios de los futuros del petróleo» corresponde a la media móvil de diez días de los últimos precios disponibles de los futuros. «Percentiles 5-95» y «percentiles 25-75» se refieren a los percentiles de las densidades neutrales al riesgo implícitas en las opciones sobre los precios del petróleo. Estas densidades se han centrado en torno a los últimos precios disponibles de los futuros. Las observaciones más recientes corresponden al 19 de septiembre de 2025.

**Sin embargo, varios factores sugieren que es improbable que los precios del petróleo registren un descenso acusado similar al observado en 2014.** La caída de los precios en 2014 obedeció a la combinación del aumento de la producción de los países de la OPEP y el fuerte crecimiento de la oferta de los países no pertenecientes a esta organización, que se elevó un 4,4 % ese año, en gran parte debido al petróleo no convencional estadounidense. En cambio, según las proyecciones actuales de la Agencia Internacional de la Energía, se espera que la producción del segundo grupo crezca solo de forma moderada en 2025 y 2026 (el 2,1 % y el 1,7 %, respectivamente). Esta previsión implica que, incluso si la OPEP continuara revirtiendo sus recortes de producción, la oferta mundial de petróleo no se beneficiaría actualmente del mismo crecimiento de la producción de los países no pertenecientes a la OPEP que en 2014. En consecuencia, es probable que las presiones a la baja sobre los precios de esta materia prima sean menos intensas, sobre todo porque persisten los riesgos al alza para los precios derivados de la

guerra en Ucrania y de las sanciones impuestas por los países occidentales a los flujos de petróleo ruso.

## Bibliografía

- A. Filardo, M. J. Lombardi, C. Montoro y M. Ferrari Minesso (2020), «[Monetary Policy, Commodity Prices, and Misdiagnosis Risk](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 16, n.º 2, marzo, pp. 45-79.
- A. Nakov y G. Nuño (2013), «[Saudi Arabia and the Oil Market](#)», *The Economic Journal*, vol. 123, n.º 573, 1 de diciembre, pp. 1333-1362.
- A. Nakov y A. Pescatori (2010), «[Oil and the Great Moderation](#)», *The Economic Journal*, vol. 120, n.º 543, marzo, pp. 131-156.
- Y. F. Nazer y A. Pescatori (2022), «[OPEC and the Oil Market](#)», *IMF Working Paper*, vol. 2022, n.º 183, 5 de octubre.

### 3

## La demanda de automóviles en la zona del euro según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

Roberto A. De Santis, Johannes Gareis y Luis Molestina Vivar

**En este recuadro se utilizan nuevos datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) para examinar la demanda de automóviles de los hogares en la zona del euro.** El sector del automóvil desempeña un papel crucial en la economía de la zona del euro, ya que representa alrededor del 10 % del valor añadido de las manufacturas y casi el 2 % del PIB real. Sin embargo, en los últimos años, el sector se ha enfrentado a dificultades significativas, y las matriculaciones de automóviles y los volúmenes de producción en el segundo trimestre de 2025 todavía se situaban en torno a un 20 % y un 30 %, respectivamente, por debajo de sus niveles de principios de 2018 (gráfico A)<sup>1</sup>. La composición de las matriculaciones apunta a un cambio notable en los tipos de coche que se adquieren y ayuda a explicar el descenso observado en el total de matriculaciones, dado que la reducción de las ventas de automóviles con motor de combustión interna (MCI) solo se ve compensada en parte por el aumento de las ventas de vehículos híbridos y totalmente eléctricos. En este recuadro se utilizan los datos de la CES recopilados en julio de 2025 para arrojar más luz sobre los principales factores que determinan las decisiones de gasto para la compra de un coche por parte de los hogares de la zona del euro, que son un componente importante de la demanda total de automóviles<sup>2</sup>.

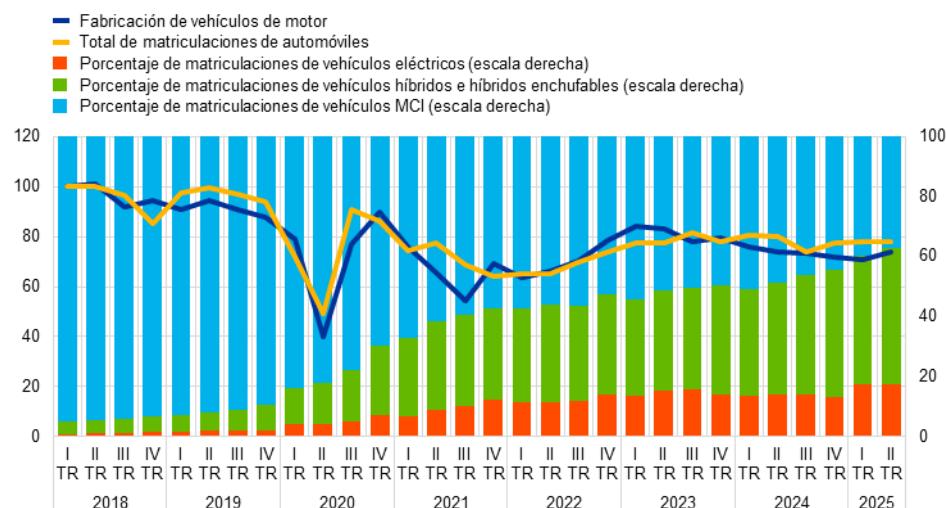
<sup>1</sup> Véanse R. A. De Santis *et al.* (2022), R. A. De Santis (2024) y R. A. De Santis *et al.* (2024).

<sup>2</sup> Aunque los hogares representan una proporción menor del total de matriculaciones de automóviles que las flotas de empresas o de alquiler, siguen siendo un segmento de mercado importante. Según datos de la Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles, las matriculaciones particulares representan alrededor del 40 % de las matriculaciones de automóviles en la Unión Europea.

## Gráfico A

### Volúmenes de producción y matriculaciones de automóviles

(escala izquierda: índice: I TR 2018 = 100; escala derecha: porcentajes del total de matriculaciones)



Fuentes: Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles, Eurostat y cálculos del BCE.

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

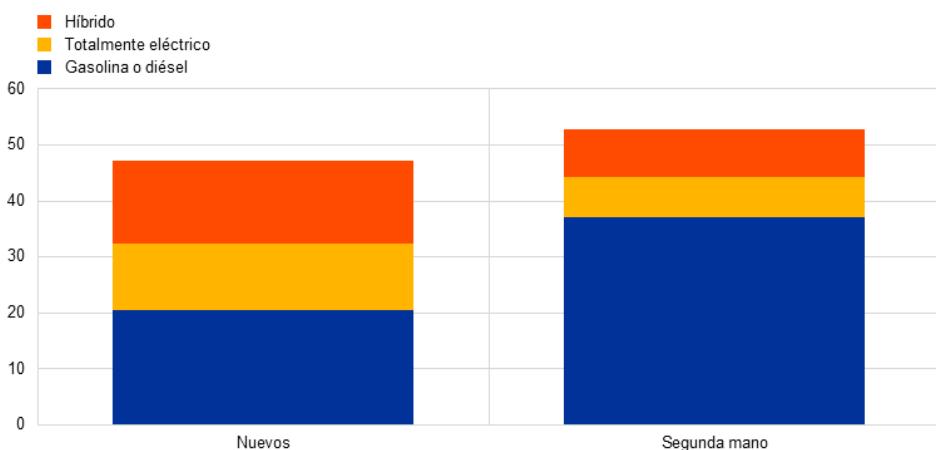
**Los nuevos datos de la CES proporcionan información oportuna a nivel de los hogares sobre la composición de las compras de automóviles, que muestra que estas se concentraron principalmente en los coches MCI de segunda mano.** Durante el período 2021-2024, el porcentaje de encuestados en la CES que indicaron que habían adquirido un automóvil osciló entre el 6% y el 7%, en términos anuales. En julio de 2025, cuando se introdujo en la CES la serie de preguntas *ad hoc* sobre las compras de coches, de los participantes en la encuesta que habían adquirido un coche en los 30 días anteriores, el 47 % declaró que había comprado un vehículo nuevo y el 53 % uno de segunda mano (panel a del gráfico B). Los vehículos MCI representaron alrededor del 43 % de las compras de automóviles nuevos, mientras que los coches híbridos y totalmente eléctricos representaron el 31 % y el 25 %, respectivamente. En cambio, en el mercado de segunda mano, la gran mayoría de las compras fueron de vehículos MCI (70 %), y los coches híbridos y totalmente eléctricos solo supusieron alrededor del 15 % en ambos casos.

## Gráfico B

### Tipo de coche adquirido y motivo

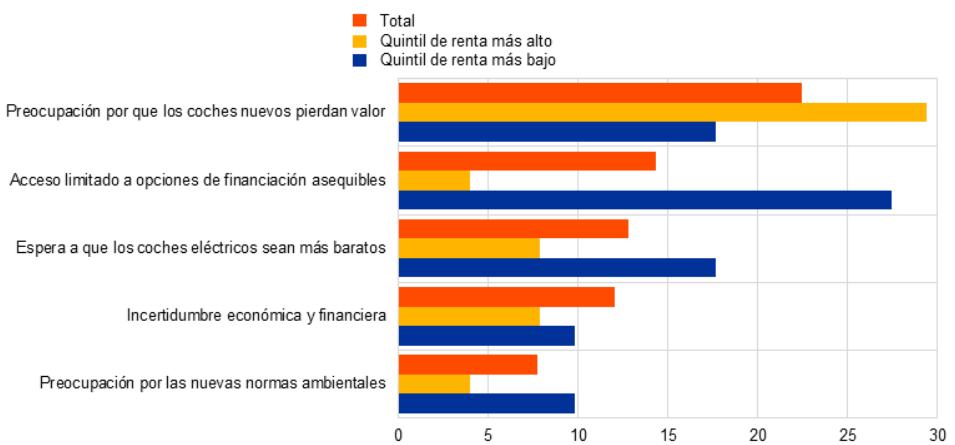
#### a) Distribución de los tipos de coche adquiridos

(porcentajes de encuestados que adquirieron un coche en los 30 días anteriores)



#### b) Motivos para adquirir un coche de segunda mano en lugar de uno nuevo

(porcentajes de encuestados que adquirieron un coche de segunda mano en los 30 días anteriores)



Fuentes: BCE (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Datos basados en la encuesta CES de julio de 2025. El panel a muestra la distribución de los tipos de coche adquiridos (488 participantes). Los porcentajes se refieren a la proporción de cada tipo de coche con respecto a las compras totales, tanto para los automóviles nuevos como para los de segunda mano. La suma total de las barras «nuevos» y «segunda mano» asciende al 100 % y representa todas las compras de automóviles declaradas en la CES de julio de 2025. El panel b muestra las respuestas a la pregunta «¿Cuál es el motivo principal por el que adquirió un coche de segunda mano en lugar de uno nuevo?», desglosadas por renta (quintil de renta más alto y más bajo; 258 participantes). Las respuestas que no figuran en el gráfico se incluyen en «otros motivos».

**Entre todos los participantes en la encuesta, la preocupación por que los coches nuevos pierdan valor con rapidez fue el motivo principal para adquirir un coche de segunda mano en lugar de uno nuevo, mientras que, en el caso de los hogares con rentas bajas, el acceso limitado a opciones de financiación asequibles fue el factor más importante.** En julio de 2025, de los encuestados en la CES que habían comprado un coche de segunda mano en los últimos 30 días, el 22 % respondió que el motivo principal había sido la preocupación por que los coches nuevos pierdan valor. El siguiente motivo más mencionado fue el acceso limitado a opciones de financiación asequibles (14 %), seguido de la espera a que los vehículos eléctricos sean más baratos (13 %), la incertidumbre económica y

financiera (12 %) y la preocupación por las nuevas normas ambientales (8 %) (panel b del gráfico B). Estos factores variaron considerablemente de unos grupos de renta a otros. En el caso de los hogares con rentas bajas, el obstáculo más importante para la adquisición de un vehículo nuevo era el acceso limitado a opciones de financiación asequibles, y el 27 % de los encuestados pertenecientes a este grupo declararon que este era el motivo principal para optar por un coche de segunda mano. Las restricciones financieras fueron mucho menos relevantes para los hogares con rentas altas, y solo el 4 % citó esta razón como factor primordial.

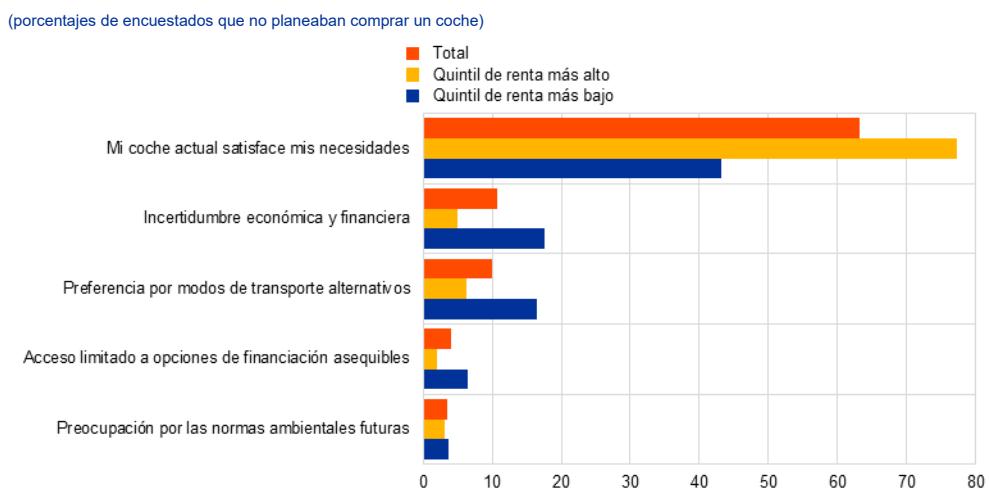
**La mayoría de los participantes en la CES no planeaba comprar un coche el año siguiente, y la incertidumbre económica y financiera y la preferencia por modos de transporte alternativos influyeron en su decisión, especialmente en el caso de los hogares con rentas bajas (gráfico C).** En julio de 2025, el 11 % de los encuestados en la CES declararon que planeaban comprar un coche el año siguiente, mientras que el 89 % no tenía previsto hacerlo<sup>3</sup>. De quienes no tenían planeado comprarlo, el 63 % indicó que su coche actual satisfacía sus necesidades, el 10 % alegó la incertidumbre económica y financiera, y el 10 % indicó una preferencia por modos de transporte alternativos. El acceso limitado a opciones de financiación asequibles y la preocupación por las normas ambientales futuras eran factores menos relevantes, representando cada uno de ellos alrededor del 4 % de las respuestas. La importancia relativa de estos factores también era diferente en los distintos grupos de renta. La incertidumbre económica y financiera y la preferencia por modos de transporte alternativos eran motivos más importantes para los hogares de renta baja (18 % y 16 % de las respuestas, respectivamente) que para los hogares de renta alta (5 % y 6 % de las respuestas, respectivamente). En cambio, estos últimos (78 %) eran mucho más propensos que los primeros (43 %) a afirmar que su coche actual satisfacía sus necesidades<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Las compras de coches planeadas pueden ser superiores a las compras efectivas. Por ejemplo, en enero de 2024, casi el 9 % de los encuestados afirmó que tenía intención de comprar un coche el año siguiente, mientras que solo alrededor del 7 % lo acabó comprando en 2024.

<sup>4</sup> Esta disparidad puede reflejar, en parte, diferencias entre los hogares con rentas altas y aquellos con rentas bajas en lo que se refiere a la antigüedad y el número de automóviles en propiedad. Sin embargo, la CES no proporciona información sobre estos factores.

### Gráfico C

#### Motivos para no planear la compra de un coche



Fuentes: BCE (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Datos basados en la encuesta CES de julio de 2025. En el gráfico se presentan las respuestas a la pregunta «¿Cuál es el motivo principal por el que no planea comprar un coche en los próximos doce meses?», desglosadas por renta (quintil de renta más alto y más bajo). El tamaño de la muestra es de 18.212 participantes. Las respuestas que no figuran en el gráfico se incluyen en «otros motivos».

**Entre los encuestados que planeaban comprar un coche, la demanda de coches MCI e híbridos era mayor que la de vehículos totalmente eléctricos.** En la CES de julio de 2025, entre los encuestados que planeaban comprar un coche el año siguiente, el 42 % tenía la intención de adquirir un vehículo MCI y el 41 % uno híbrido (panel a del gráfico D). Aunque las intenciones no se traducen necesariamente en adquisiciones reales, estos porcentajes difieren de forma significativa de los correspondientes a las compras realizadas en el mismo mes, habiendo optado el 58 % de los compradores por vehículos MCI y solo el 23 % por híbridos (panel a del gráfico B). El 16 % de los encuestados tenía previsto adquirir un vehículo totalmente eléctrico, frente al 19 % que en julio de 2025 manifestó que lo había comprado efectivamente<sup>5</sup>. En cuanto al origen de los coches, el 81 % de los encuestados que planeaban comprar un coche el año siguiente quería que su vehículo procediera de un país de la UE, mientras que el 19 % prefería comprar un automóvil de países no pertenecientes a la UE (panel b del gráfico D).

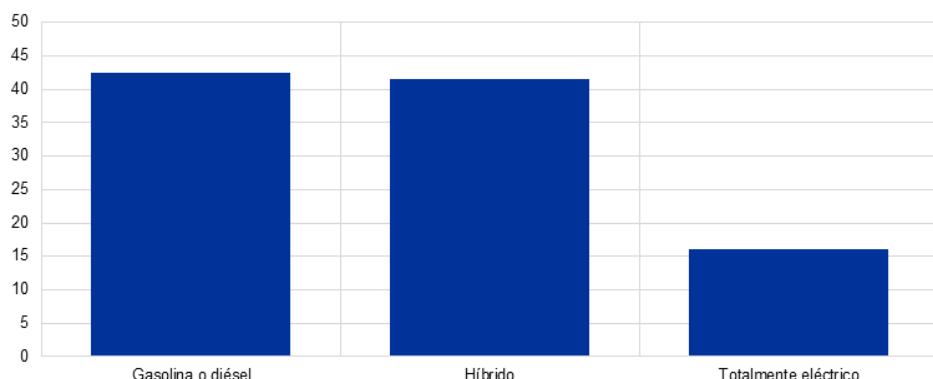
<sup>5</sup> Cabe señalar que estas cifras incluyen tanto los coches nuevos como los de segunda mano, mientras que el gráfico A se refiere únicamente a las matriculaciones de automóviles.

## Gráfico D

### Preferencias sobre el tipo y el origen del coche en las compras planeadas

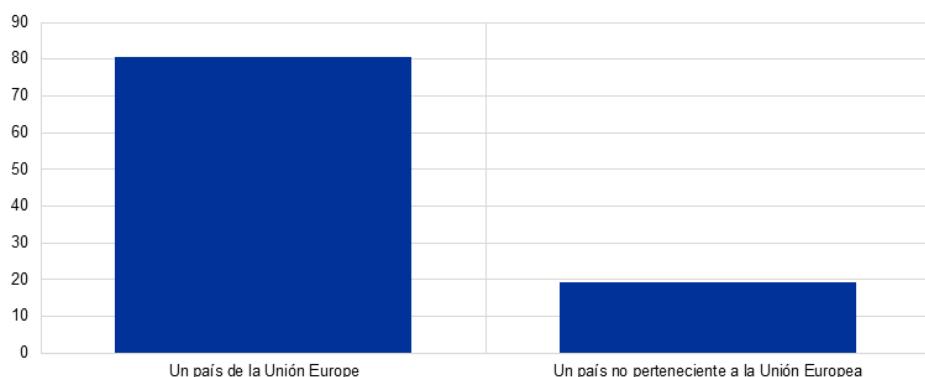
#### a) Tipo de coche preferido

(porcentajes de encuestados que planeaban comprar un coche el año siguiente)



#### b) Origen preferido

(porcentajes de encuestados que planeaban comprar un coche el año siguiente)



Fuentes: BCE (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Datos basados en la encuesta CES de julio de 2025. En el panel a se presentan las respuestas a la pregunta «¿Qué tipo de vehículo está planeando comprar en los próximos doce meses?» y el panel b) ilustra las respuestas a la pregunta «¿De dónde preferiría que fuera su próximo coche?». El tamaño de la muestra para ambos paneles es de 2.293 participantes.

**De cara al futuro, es probable que la recuperación de la demanda de automóviles en la zona del euro siga siendo débil en un entorno de persistencia de los retos.** Los datos de la CES de julio de 2025 sobre la demanda de coches en la zona del euro indican que es probable que la elevada incertidumbre económica y financiera pese sobre las decisiones futuras relativas a la compra de automóviles, especialmente en los hogares con rentas bajas. Esto sugiere que cualquier repunte de la demanda de automóviles puede ser lento. Al mismo tiempo, el interés limitado de los hogares por los vehículos totalmente eléctricos señala que probablemente la transición a la electrificación seguirá siendo gradual.

## Bibliografía

- R. A. De Santis (2024), «[Supply chain disruption and energy supply shocks: Impact on euro area output and prices](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 20, n.º 2, pp. 193-236.
- R. A. De Santis, V. Di Nino, N. Furbach, U. Neumann y P. Neves (2024), «[¿Se recuperará el sector del automóvil de la zona del euro?](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- R. A. De Santis, M. Di Sano, V. Gunnella y P. Neves (2022), «[Factores que explican la caída de la producción y la subida de precios en el sector de vehículos de motor](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE

## 4

# Y, sin embargo, nos movemos: evidencia sobre las transiciones entre empleos en la zona del euro

Daniela Arlia, Clémence Benson y Agostino Consolo

**En este recuadro se presentan nuevos datos sobre las tasas de transición entre empleos en las principales economías de la zona del euro, que complementan las estadísticas convencionales sobre el mercado de trabajo.**

Cuando los trabajadores cambian de empleo, generalmente es para encontrar un puesto que se adecúe mejor a sus cualificaciones (mejorando la productividad), o porque pueden negociar un salario más elevado o conseguir mejores condiciones, por ejemplo en términos de jornada laboral, entorno de trabajo o tiempo de desplazamiento (Moscarini y Postel-Vinay, 2016, 2017; Hahn *et al.*, 2017; Karahan *et al.*, 2017). Un número cada vez mayor de cambios de un puesto de trabajo a otro indica que las empresas tienden a captar más trabajadores de otras empresas antes de recurrir al colectivo de parados o de personas inactivas. Un análisis de las transiciones entre empleos puede complementar el estudio de los diferentes márgenes de ajuste en el mercado laboral y ayudar a interpretar la evolución de los salarios y la productividad (Benson *et al.*, 2024; Lagarde, 2025). En este contexto, el objetivo de este recuadro es calcular las transiciones entre empleos de un subconjunto de países de la zona del euro y obtener un indicador aproximado (*proxy*) para el agregado de la zona con el fin de ofrecer una imagen más completa del tensionamiento del mercado de trabajo, que tiene implicaciones para la inflación salarial y de precios.

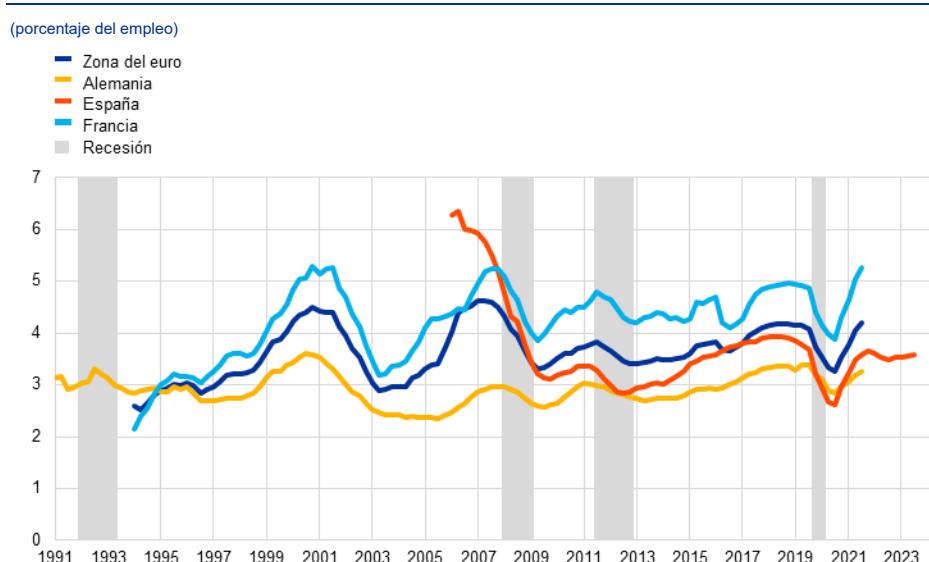
**La medición de los flujos de un empleo a otro requiere grandes conjuntos de datos microeconómicos que vinculan a empresarios y empleados a lo largo del tiempo.** Para estudiar los flujos del mercado laboral es esencial disponer de datos que permitan seguir las trayectorias profesionales. Los datos administrativos basados en información de la seguridad social cumplen este requisito al permitir efectuar un seguimiento de una muestra aleatoria representativa de trabajadores a lo largo de varias décadas, generalmente basada en su fecha de nacimiento. Estos datos se combinan con información sobre las empresas, lo que facilita la identificación de las transiciones de un puesto de trabajo a otro, así como los movimientos de entrada y salida del sector privado. Dado que los datos administrativos se recopilan principalmente con fines administrativos y operativos (por ejemplo, para gestionar las cotizaciones a la seguridad social), las instituciones de seguridad social tardan un tiempo en compilar, validar y tratar los datos brutos, así como en hacer accesibles los datos anonimizados para actividades de investigación. Por este motivo, suelen estar disponibles con un desfase temporal.

**Los flujos de un empleo a otro son cíclicos y proporcionan una medida complementaria del tensionamiento del mercado laboral.** Las tasas de transición entre empleos miden la proporción de asalariados que cambian de trabajo de un trimestre al siguiente sin pasar por el desempleo. El gráfico A pone de manifiesto el comportamiento cíclico de los flujos de un empleo a otro. Durante una recesión, los

asalariados tienen menos oportunidades de encontrar otro trabajo y tienden a quedarse en la misma empresa. En los períodos de expansión, intentan ascender en su carrera profesional y cambiar de puesto con el fin de conseguir un salario más elevado o de mejorar sus condiciones laborales. Esto se observa en los tres países considerados —y, por tanto, en el agregado de la zona del euro—, aunque el porcentaje de trabajadores que cambian de empleo difiere de un país a otro.

#### Gráfico A

Tasas de transición entre empleos en Alemania, España y Francia, e indicador aproximado para la zona del euro



Fuentes: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee y cálculos del BCE.

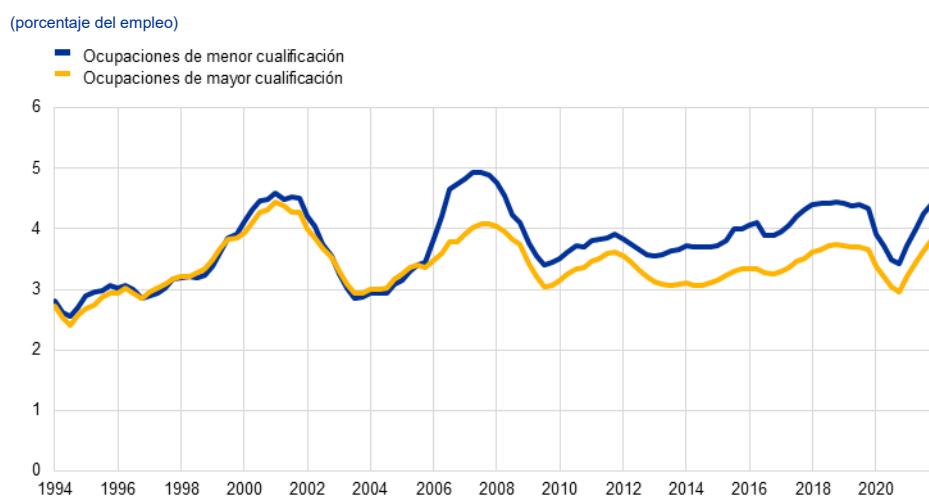
Notas: La muestra abarca los siguientes períodos: 1991-2021 para Alemania, 2006-2023 para España y 1994-2021 para Francia. El agregado de la zona del euro es un indicador aproximado que incluye Alemania y Francia (1994-2021) y España (2006-2021), basado en los datos disponibles. Las recesiones han sido identificadas por la Euro Area Business Cycle Network del Centre for Economic Policy Research. La tasa de transición entre empleos es el porcentaje de ocupados que cambian de empresa entre dos trimestres consecutivos.

**Los movimientos de un empleo a otro dependen tanto de las características de los trabajadores como de las del puesto de trabajo.** Además de las condiciones macroeconómicas, la oportunidad de cambiar de empleo está condicionada por el poder de negociación del trabajador, que varía en función de su ocupación y de sus cualificaciones. También se ve afectada por factores como el tipo de contrato (a tiempo completo o a tiempo parcial; fijo o temporal), la edad, el nivel educativo y las oportunidades laborales dentro de la empresa. El gráfico B muestra los datos por tipo de ocupación (trabajadores de menor o mayor cualificación) para el indicador aproximado del agregado de la zona del euro. En general, las tasas de transición entre empleos son más elevadas en el caso de los trabajadores menos cualificados, sobre todo desde mediados de la década de 2000, cuando los países europeos comenzaron a implementar reformas significativas en los mercados de trabajo<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> En este recuadro, las ocupaciones se clasifican como de menor y mayor cualificación a partir de los títulos de los puestos, y están armonizadas en los distintos países y a lo largo del tiempo. Las ocupaciones de menor cualificación incluyen a trabajadores manuales, personal administrativo y trabajadores del sector minorista (ISCO-08 4, 5, 7, 8, 9), mientras que las ocupaciones de mayor cualificación incluyen a cargos directivos y a profesionales de nivel intermedio (ISCO-08 1, 2, 3).

## Gráfico B

Tasas de transición entre empleos por tipo de ocupación para el agregado de la zona del euro



Fuentes: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la zona del euro es un indicador aproximado que incluye Alemania y Francia (1994-2021) y España (2006-2021), basado en los datos disponibles. La tasa de transición entre empleos es el porcentaje de ocupados que cambian de empresa entre dos trimestres consecutivos.

**La evidencia sugiere que la movilidad de los trabajadores con ocupaciones de menor cualificación es mayor y representan el grueso de las fluctuaciones de asalariados que cambian de empleo.** Por tipo de ocupación, los trabajadores menos cualificados siguen siendo los que más contribuyen al total de transiciones entre empleos en los tres países (gráfico C). La movilidad entre los trabajadores con mayor cualificación es significativamente más baja —pese a observarse algunas diferencias entre países— y supone solo el 15 % de la tasa total de transición en 2021 en España, pero el 34 % en Francia y el 43 % en Alemania. Estas tendencias reflejan en gran medida la composición de la población activa total en los tres países y se mantienen a pesar de que la proporción de empleados con mayor cualificación ha aumentado de forma constante a lo largo del tiempo (5 puntos porcentuales en España y 7 puntos porcentuales en Alemania y Francia desde mediados de la década de 2000, hasta alcanzar el 20 %, el 47 % y el 41 %, respectivamente, en 2021). La composición por nivel de cualificación es importante porque los trabajadores se ven afectados por distintos mecanismos de negociación salarial (incluidas las políticas de salario mínimo), los niveles de productividad y las alternativas laborales, así como por perturbaciones en sectores específicos, factores todos ellos que tienen repercusiones en las negociaciones salariales. A nivel macroeconómico, habida cuenta de que un aumento de las transiciones entre empleos se asocia al tensionamiento del mercado laboral, el impacto global en la inflación salarial agregada depende fundamentalmente del porcentaje de asalariados en ocupaciones de menor cualificación, ya que este porcentaje influye en la pendiente de la curva salarial de Phillips (Abritti y Consolo, 2024); Afrouzi *et al.*, 2024).

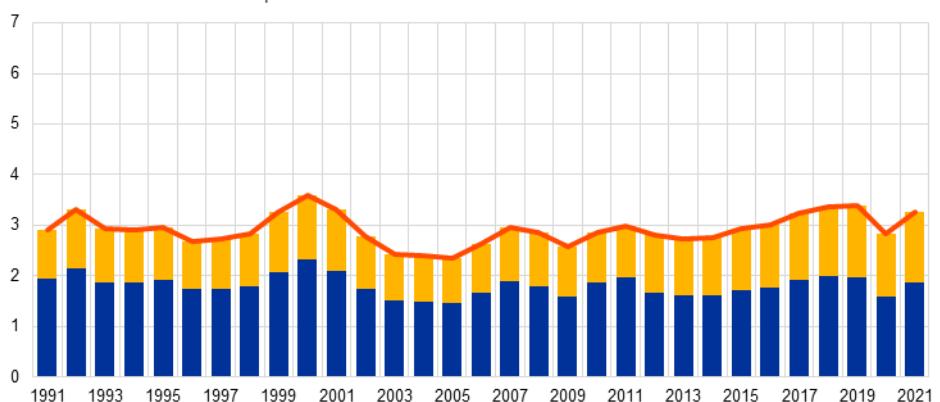
### Gráfico C

Contribución a las tasas de transición entre empleos por tipo de ocupación en Alemania, España y Francia

#### a) Alemania

(porcentaje del empleo)

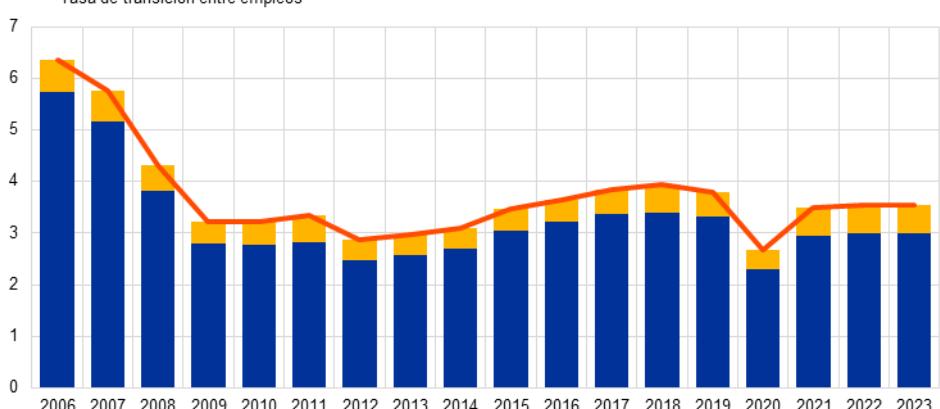
- Ocupaciones de menor cualificación
- Ocupaciones de mayor cualificación
- Tasa de transición entre empleos



#### b) España

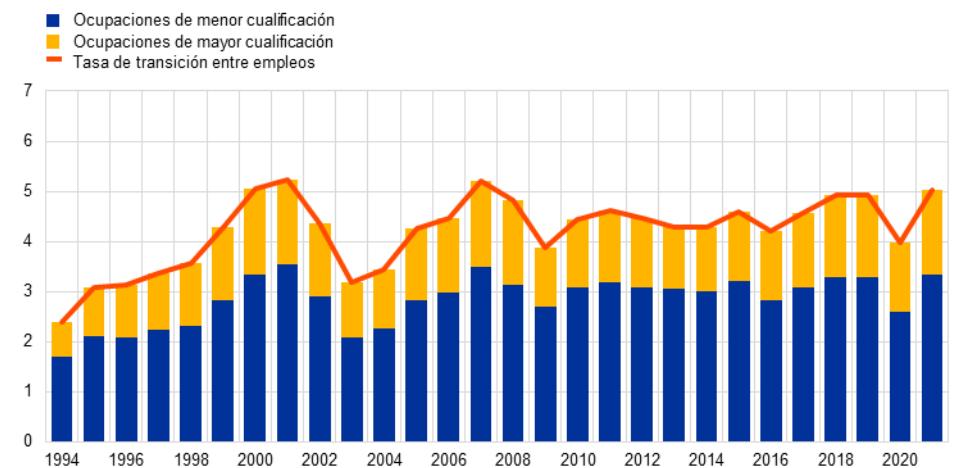
(porcentaje del empleo)

- Ocupaciones de menor cualificación
- Ocupaciones de mayor cualificación
- Tasa de transición entre empleos



### c) Francia

(porcentaje del empleo)



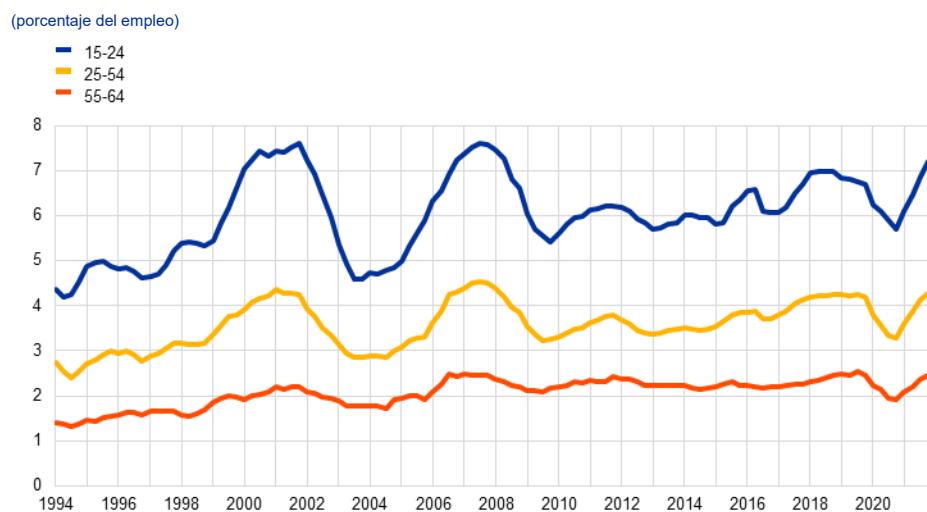
Fuentes: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee y cálculos del BCE.

Notas: La muestra abarca los siguientes períodos: 1991-2021 para Alemania, 2006-2023 para España y 1994-2021 para Francia. Los datos anuales se calculan como una media simple de los trimestres.

**Se espera que el envejecimiento de la población activa de la zona del euro tenga un impacto negativo en la tasa de transición entre empleos.** Dicha población se está haciendo mayor (Berson y Botelho, 2023) como consecuencia de las menores tasas de fecundidad, del aumento de la longevidad y de las reformas de las pensiones que elevan la edad de jubilación. Al inicio de sus carreras profesionales, los trabajadores suelen ascender en la escala laboral y adquirir experiencia principalmente cambiando de empleo. Como resultado, las cohortes más jóvenes tienden a registrar tasas de transición más altas que las de más edad (gráfico D). Esto también refleja la naturaleza dual del mercado de trabajo: los asalariados jóvenes tienen más probabilidades de tener contratos temporales o discontinuos, por lo que cambian de empleo con más frecuencia. Por ejemplo, la frecuencia de cambio de empleo de los trabajadores de entre 15 y 24 años es de unos 2 a 3 puntos porcentuales mayor que en el colectivo de entre 25 y 54 años en Francia y Alemania, y hasta 6 puntos porcentuales mayor en España. Sin embargo, dado el peso relativamente bajo de los trabajadores jóvenes en el empleo total, su contribución a la tasa total de transición entre empleos es limitada (8 % en España, 11 % en Alemania y 20 % en Francia). Por el contrario, la movilidad de los asalariados de entre 55 y 64 años es más reducida que la de otros grupos de edad. Aunque su contribución a la tasa de transición entre empleos sigue siendo inferior a la de los trabajadores de entre 25 y 54 años, se ha ido incrementando con el tiempo.

### Gráfico D

Tasas de transición entre empleos por grupos de edad para el agregado de la zona del euro



Fuentes: IAB, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, Insee y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la zona del euro es un indicador aproximado que incluye Alemania y Francia (1994-2021) y España (2006-2021), basado en los datos disponibles. La tasa de transición entre empleos es el porcentaje de ocupados que cambian de empresa entre dos trimestres consecutivos.

**En conclusión, las tasas de transición entre empleos son indicadores valiosos para evaluar el tensionamiento del mercado de trabajo, aunque están sujetos a limitaciones.** Los datos administrativos proporcionan un amplio conjunto de información para medir los flujos de los mercados laborales. Aunque estos datos ofrecen una representación exhaustiva de las transiciones entre empleos, solo están disponibles con un desfase temporal. Sin embargo, pueden utilizarse conjuntamente con la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, que incluye información sobre la situación laboral de los entrevistados (Dias da Silva *et al.*, 2022), para obtener una actualización en tiempo real.

### Bibliografía

M. Abbritti y A. Consolo (2024), «[Labour market skills, endógena productividad y ciclos de negocio](#)», *European Economic Review*, vol. 170, noviembre.

H. Afrouzi, A. Blanco, A. Drenik y E. Hurst (2024), «[A Theory of How Workers Keep Up Con Inflation](#)», *NBER Working Paper*, n.º 33233, National Bureau of Economic Research.

C. Berson, V. Botelho, A. Dias da Silva, C. Foroni, M. Mohr, C. Schroeder y M. Weissler (2024), «[Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

C. Berson y V. Botelho (2023), «[Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#)», *The ECB Blog*, BCE, 8 de noviembre.

- C. Berson y E. Busson (2023), «[Job-to- job flows and wage dynamics](#)», *Eco Notepad*, Banque de France, abril.
- A. Dias da Silva, D. Rusinova y M. Weissler (2022), «[La recuperación del mercado de trabajo de la zona del euro según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores del BCE](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- J. K. Hahn, H. R. Hyatt, H. P. Janicki y S. R. Tibbetts (2017), «[Job-to-Job Flows and Earnings Growth](#)», *American Economic Review*, vol. 107, n.<sup>o</sup> 5, pp. 358-363.
- F. Karahan, R. Michaels, B. Pugsley, A. Sahin y R. Schuh (2017), «[Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations over the Business Cycle?](#)», *American Economic Review*, vol. 107, n.<sup>o</sup> 5, pp. 353-357.
- C. Lagarde (2025), «[Beyond hysteresis: resilience in Europe's labour market](#)», Discurso de apertura del Economic Policy Symposium anual organizado por el Banco de la Reserva Federal de Kansas City, Jackson Hole, 23 de agosto.
- G. Moscarini y F. Postel-Vinay (2016), «[Wage posting and business cycles: A quantitative exploring](#)», *Review of Economic Dynamics*, vol. 19, pp. 135-160.
- G. Moscarini y F. Postel-Vinay (2017), «[The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth](#)», *American Economic Review*, vol. 107, n.<sup>o</sup> 5, pp. 364-368.

## 5

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

Friderike Kuik, Richard Morris, Moreno Roma y Michal Slavík

En este recuadro se resumen los resultados de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 71 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 29 de septiembre y el 9 de octubre de 2025<sup>1</sup>.

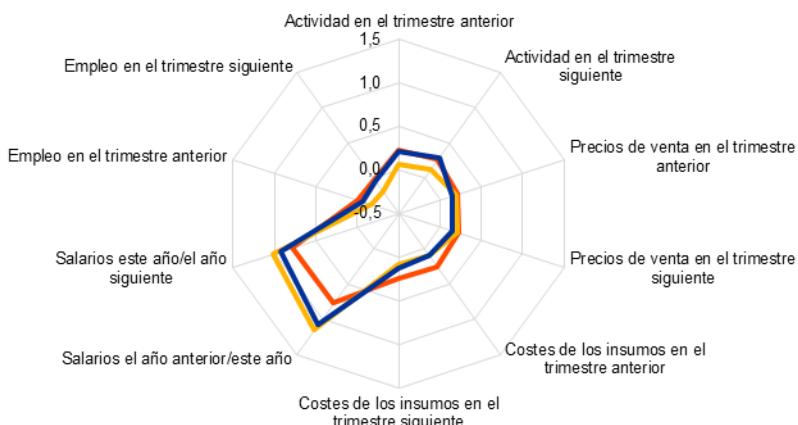
**Los contactos señalaron una leve mejora de las condiciones de negocio, pero estas continuaron siendo acordes con un crecimiento modesto de la actividad (gráfico A y gráfico B).** La producción manufacturera continuaba lastrada por los aranceles, la incertidumbre y los retos en materia de competitividad, así como por el crecimiento relativamente reducido del gasto en bienes de consumo, con pocas expectativas de mejora a corto plazo. Sin embargo, la actividad constructora empezaba a mejorar lentamente, y muchos contactos del sector de servicios apuntaron a un ritmo de avance bueno o razonable, vinculado en especial al gasto en consumo de servicios relacionados con el turismo y la hostelería y a la inversión en software, soluciones de datos e inteligencia artificial (IA).

## Gráfico A

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

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

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

<sup>1</sup> Para información más detallada sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase Elding, Morris y Slavík (2021).

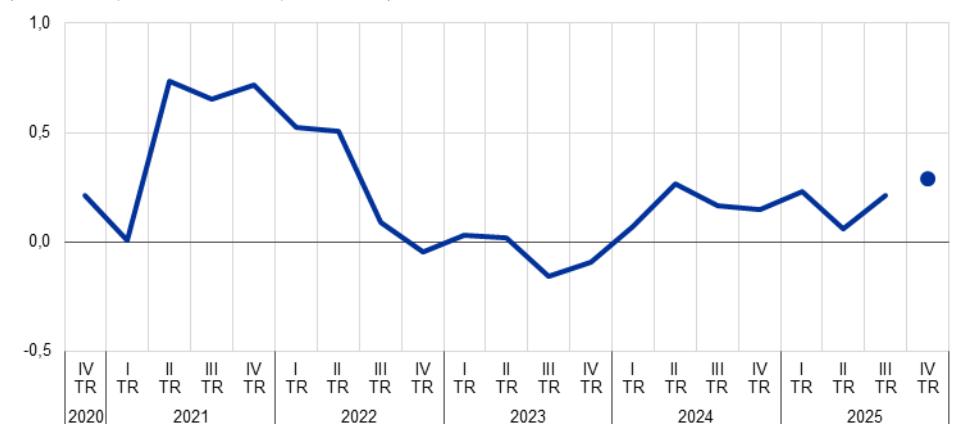
histórica es una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

**El crecimiento del gasto en consumo mantuvo su atonía en general, habida cuenta del aumento de las rentas reales, aunque también se apreciaron algunas señales positivas.** Los comerciantes minoristas señalaron un crecimiento modesto debido a que la mayoría de los consumidores seguían siendo cautelosos y sensibles a los precios. Esto benefició a las marcas de precios más bajos en detrimento de las más caras y, en el sector minorista de la moda, favoreció unas compras más prudentes y de larga duración en lugar de optar por las últimas tendencias de moda. Este sector en particular tuvo que hacer frente a una mayor competencia del comercio electrónico internacional. El incremento del abandono de procesos de compra iniciados *online* también se mencionó como indicación de que aumenta la indecisión de los consumidores en el momento de comprar. La demanda de automóviles para uso privado se mantuvo estable en un contexto de incertidumbre regulatoria y de adopción de vehículos eléctricos que permaneció en niveles muy inferiores a una trayectoria acorde con los futuros objetivos de reducción de emisiones. Como dato más positivo, los fabricantes de electrodomésticos y de productos de electrónica de consumo afirmaron que la actividad era «un poco mejor» o «positiva en general». Asimismo, los contactos de los sectores de turismo, hostelería y ocio indicaron que su actividad había crecido con fuerza durante el verano (especialmente en el sur de Europa) y sus perspectivas seguían siendo alentadoras.

#### Gráfico B

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

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

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

**La inversión en maquinaria y bienes de equipo continuó siendo reducida, lo que contrasta con el fuerte avance del gasto en digitalización y en IA.** La amplia incertidumbre sobre la geopolítica y las políticas, los aranceles y los altos o crecientes costes regulatorios y laborales fueron mencionados como los factores que estaban afectando a la inversión física, con decisiones que tendían a posponerse y empresas que optaban por realizar inversiones pequeñas e incrementales en lugar de grandes inversiones. Muchos contactos del sector

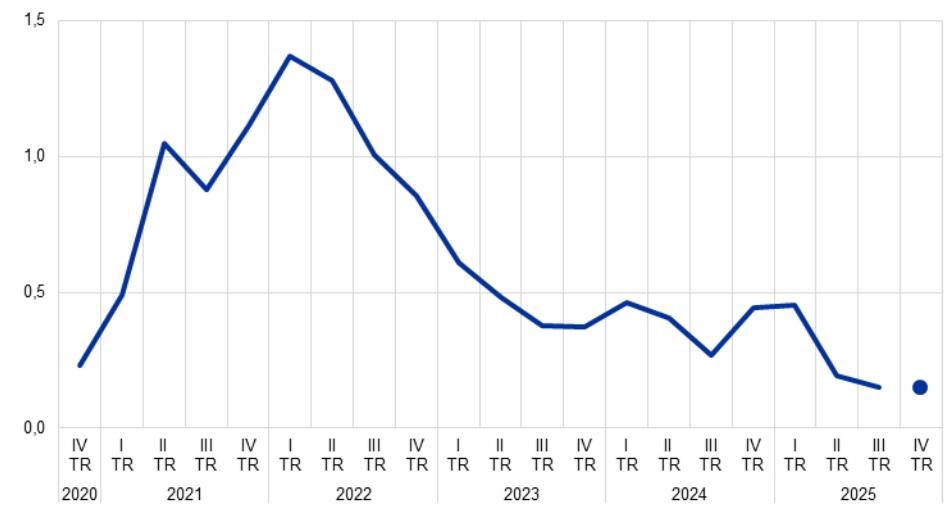
manufacturero expresaron frustración con la carga que supone la normativa en materia ambiental, social y de gobernanza, y señalaron una mayor penetración de competidores asiáticos (sobre todo de China) en el mercado, que se beneficiaban de unos costes totales significativamente más bajos. El mayor nivel de actividad observado en los mercados inmobiliarios residenciales se estaba traduciendo en un repunte de la construcción, pero a un ritmo muy gradual. En cambio, muchas empresas estaban realizando inversiones elevadas en infraestructuras digitales, elevando de forma sustancial la demanda de software y de bases de datos —en especial de soluciones en la nube—, así como en IA. El motivo de ello era la necesidad de aumentar la eficiencia, transformar los modelos de negocio y seguir siendo competitivas. Los proveedores de esos servicios también indicaron que esas inversiones eran particularmente notables en los sectores financiero y público. Al mismo tiempo, la creciente implementación de la IA estaba empezando a causar disruptpciones en el modelo de negocio de las firmas de consultoría tradicionales.

**Las perspectivas de empleo se mantuvieron relativamente moderadas.** En las respuestas obtenidas se señalaba un leve descenso de la plantilla de empleados en promedio, una imagen menos negativa que la de hace tres meses. El retroceso del empleo se concentró principalmente en los sectores de bienes intermedios y de automoción, como reflejo de las dificultades que afrontaban. En los demás sectores el empleo se mantuvo estable en su mayor parte, aunque se observaron algunas mejoras en países y sectores que están creciendo con más fuerza. Las agencias de colocación de empleo continuaron señalando un entorno complejo. La actividad de contratación temporal parecía estar estabilizándose en niveles reducidos y los contratos indefinidos seguían disminuyendo debido a que las empresas retrasaban las decisiones de contratación y favorecían las modalidades de trabajo temporal. También se indicó que los trabajadores eran cada vez más reacios a cambiar de trabajo porque los salarios ofrecidos ya no cumplían sus expectativas.

### Gráfico C

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

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

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

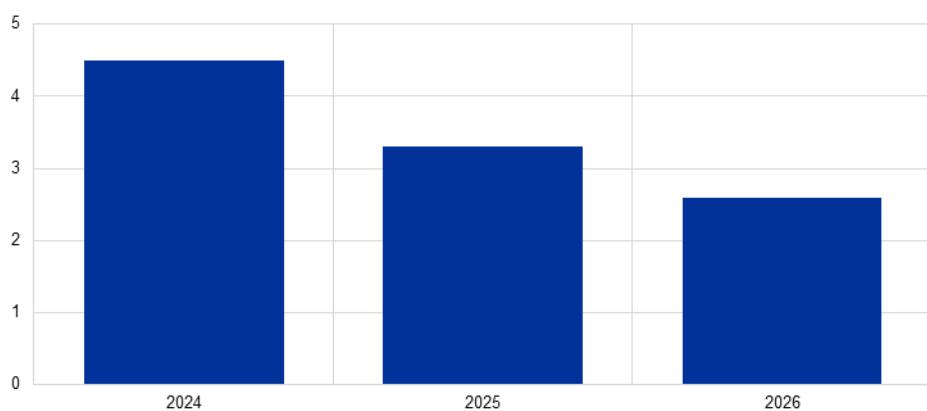
**Los contactos señalaron una ligera desaceleración adicional del dinamismo de los precios de venta en los últimos meses (gráfico A y gráfico C).** Esto se debió, sobre todo, a la moderación de los precios en el sector de servicios, como consecuencia de cierto enfriamiento observado en el ritmo de avance de los precios en los sectores intensivos en mano de obra —como la hostelería—, la intensificación de la competencia en las telecomunicaciones y el descenso acusado de los precios del transporte marítimo y los servicios de logística relacionados. La mayoría de los contactos del sector minorista alimentario y sus productores manifestaron que los precios se estaban elevando para trasladar el incremento de los costes, lo que en algunos casos reflejaba los efectos del cambio climático y de la regulación pertinente. No obstante, se esperaba que el crecimiento de los precios de los alimentos se moderase en los próximos meses. Al mismo tiempo, los contactos del sector minorista no alimentario y los productores de bienes de consumo indicaron que los precios no habían variado o habían registrado un avance muy modesto en vista de la demanda todavía relativamente débil y de la sensibilidad de los consumidores a los precios. En las demás ramas del sector manufacturero, la mayor parte de los precios se mantenían estables o estaban disminuyendo, como reflejo de la debilidad de la demanda, del exceso de capacidad y del aumento de la competencia de las importaciones (provocado, en parte, por la reorientación de los flujos comerciales como resultado de la subida de los aranceles estadounidenses). Por ello, la mayoría de los contactos del sector de manufacturas también señalaron que los costes de los insumos permanecían en niveles estables o en descenso en el caso de las materias primas y los componentes.

**Los contactos volvieron a confirmar una imagen de moderación del crecimiento de los salarios (gráfico D).** En promedio, las indicaciones cuantitativas proporcionadas implicarían que se espera una desaceleración del ritmo

de avance de los salarios, desde el 4,5 % en 2024 hasta el 3,3 % en 2025 (ambas cifras son las mismas que en la encuesta anterior) y hasta el 2,6 % en 2026 (0,2 puntos porcentuales por debajo de lo indicado en la encuesta previa).

**Gráfico D**  
Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.

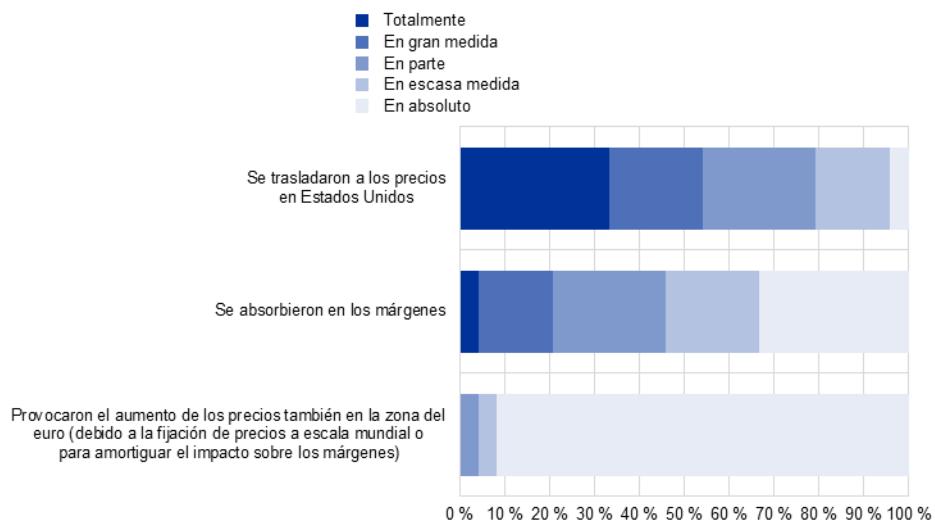
Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2024 y sus expectativas para 2025 y para 2026. Las medias correspondientes a 2024, 2025 y 2026 se basan en las indicaciones facilitadas por 61, 66 y 61 contactos, respectivamente.

**La reacción al acuerdo comercial entre la UE y Estados Unidos fue dispar, y el impacto en la actividad y en los precios de producción de la zona del euro siguió considerándose negativo.** Si bien algunos contactos vieron el acuerdo comercial entre la UE y el país norteamericano como un compromiso razonable, muchos hicieron hincapié en que persistía la incertidumbre, dado que los detalles no se habían aclarado aún, se podían aplicar cambios adicionales y faltaban por alcanzar acuerdos con otras grandes economías. El impacto sobre la actividad de la zona del euro se consideró negativo, no solo por la disminución de las exportaciones a Estados Unidos, sino también por la mayor competencia de las importaciones, dado que el mercado de la UE era el más expuesto al desvío de los flujos comerciales. Por tanto, la mayoría de los contactos de las industrias manufactureras que operan en las fases iniciales (*upstream*) afirmaron que el efecto de los aranceles estadounidenses en los precios de producción de la zona del euro era negativo. Sin embargo, por el momento esta presión a la baja sobre los precios no era percibida de forma generalizada por los contactos de los sectores minorista o de bienes de consumo, lo que sugiere que el impacto sobre los precios finales de consumo en la zona del euro todavía era limitado o nulo. Mientras tanto, las respuestas de los contactos de las empresas que exportan bienes a Estados Unidos sugerían que la mayor parte del coste de los aranceles se estaba trasladando a los clientes estadounidenses, aunque una parte significativa también se estaba absorbiendo en los márgenes (gráfico E). Los contactos señalaron que el efecto de arrastre directo a los precios de la zona del euro (mediante la fijación de precios a escala mundial o para amortiguar el impacto en los márgenes) era escaso.

### Gráfico E

#### Respuestas de los precios de los exportadores de la zona del euro a la subida de los aranceles estadounidenses

(porcentajes de empresas encuestadas)



Fuente: BCE.

Notas: El gráfico refleja la interpretación de los expertos del BCE de las respuestas de una submuestra de 28 empresas que exportan a Estados Unidos a la siguiente pregunta: «¿En qué medida las subidas arancelarias de Estados Unidos: i) se están trasladando a los precios en Estados Unidos, ii) están siendo absorbidas en los márgenes, iii) están provocando el aumento de los precios también en la zona del euro (debido a la fijación de precios a escala mundial o para amortiguar el impacto en los márgenes)?».

### Bibliografía

C. Elding, R. Morris y M. Slavík (2021), «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE

## 6

# La desinflación desigual de los precios: diferenciación de la dinámica de los componentes con precios rígidos y flexibles

Christian Höynck, Elisabeth Wieland y Lourdes María Zulli Gandur

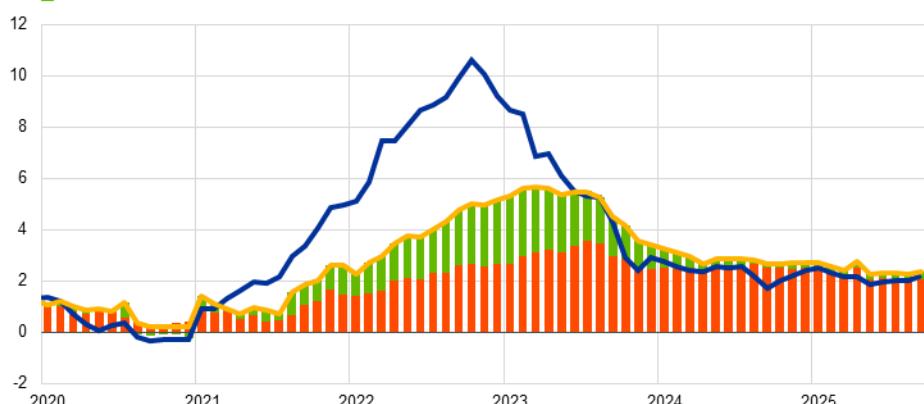
**En la zona del euro, la inflación subyacente ha disminuido de forma acusada desde el máximo alcanzado en 2023, pero sigue siendo elevada, principalmente debido a la persistencia de la inflación de los servicios.** La tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), experimentó un descenso sustancial desde el 5,7 % en marzo de 2023 hasta situarse en el 2,4 % en septiembre de 2025. Sin embargo, se ha mantenido muy por encima de la inflación general durante más de dos años, lo que pone de relieve su rigidez (gráfico A). Dentro del IAPCX, la tasa de crecimiento de los precios de los servicios continúa en niveles altos, mientras que la de los bienes industriales no energéticos (BINE) ya ha retornado a su media anterior a la pandemia. Este recuadro se basa en evidencia microeconómica sobre la frecuencia de los ajustes de precios para diferenciar el papel de los componentes con precios rígidos y el de aquellos con precios flexibles en la dinámica reciente de desinflación observada en el IAPCX.

**Gráfico A**

Evolución de la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)

- IAPC
- IAPCX
- Servicios
- BINE



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

**Los datos de precios a nivel micro permiten dividir los subcomponentes de la inflación en componentes rígidos y flexibles en función de la frecuencia con que se modifican sus precios.** Según lo señalado en Bryan y Meyer (2010) en relación con Estados Unidos, un indicador de precios rígidos debería captar la evolución más persistente y generalizada de los precios que un indicador de precios flexibles, dado que las empresas que ajustan sus precios con menor frecuencia

podrían dar mayor importancia a las expectativas sobre la evolución futura de los precios al reajustarlos<sup>1</sup>. Por tanto, este recuadro se basa en evidencia microeconómica reciente sobre precios extraída de Gautier *et al.* (2024) para elaborar indicadores de componentes de la inflación subyacente con precios rígidos y flexibles en la zona del euro. Para el período de baja inflación de 2011-2019, los autores presentan frecuencias de ajuste de precios a nivel de producto para 11 países de la zona del euro, que abarcan alrededor del 60 % de la cesta del IAPC de la zona<sup>2</sup>. El análisis realizado para la zona del euro se basa en 72 partidas del IAPCX según la clasificación del consumo individual por finalidad (COICOP, por sus siglas en inglés) a nivel de cuatro dígitos. Utilizando estadísticas de frecuencia transversal (promediadas a lo largo del período 2011-2019) según lo indicado en Gautier *et al.* (2024), un componente se clasifica como «rígido» si la frecuencia de ajuste de sus precios es igual o inferior a la frecuencia mediana de todas las partidas del IAPCX. En el caso de la zona del euro, esta mediana asciende al 7,3 %, lo que significa que, en un mes típico, solo el 7,3 % de los precios de los productos de la cesta del IAPCX varían con respecto al mes anterior. Atendiendo a este criterio, 39 componentes del IAPCX se clasifican como «rígidos» y los 33 restantes como «flexibles»<sup>3</sup>. Manteniendo esta composición constante a lo largo del tiempo, los índices correspondientes se obtienen agregando los componentes rígidos y flexibles de la inflación subyacente mediante el método de encadenamiento y ponderaciones anuales del IAPC.

**En la zona del euro, la inflación subyacente de los componentes con precios rígidos se ha moderado solo gradualmente, mientras que la de los componentes con precios flexibles ha vuelto a aproximarse a su media anterior a la pandemia.** La inflación subyacente rígida, medida por la media ponderada de las partidas del IAPC con precios rígidos, ha sido relativamente persistente en los últimos meses y ha oscilado en torno al 3,6 % (panel a del gráfico B). En cambio, la inflación subyacente flexible —que es más volátil y aumentó con fuerza durante el repunte de la inflación— comenzó a descender antes y ha vuelto a situarse en niveles más próximos a los observados antes de la

---

<sup>1</sup> El Banco de la Reserva Federal de Atlanta publica periódicamente un [índice de precios de consumo \(IPC\) rígidos](#) para Estados Unidos. El Deutsche Bundesbank (2025) también ha utilizado un indicador de precios rígidos basado en los datos de precios a nivel micro del IPC alemán en el contexto de los indicadores de la inflación subyacente de Alemania. En Bodnár *et al.* (2025) se muestra que los componentes cuyos precios se ajustan solo anualmente han seguido siendo un factor importante que explica la persistencia de la inflación de los servicios en la zona del euro.

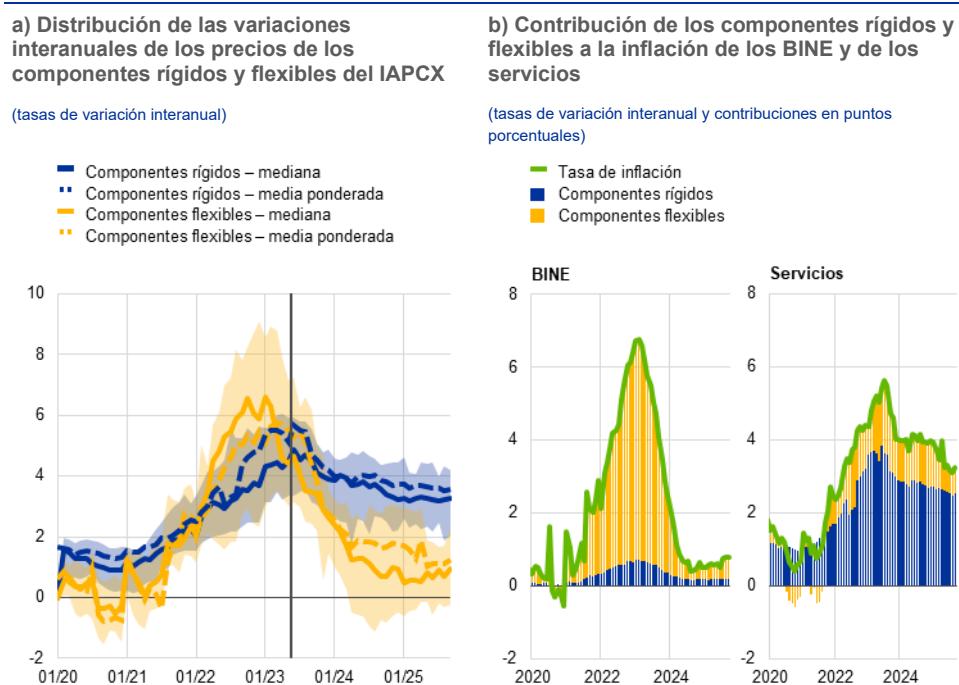
<sup>2</sup> Los datos y los archivos de replicación de Gautier *et al.* (2024) están disponibles en [openICPSR](#). Los autores calculan estadísticas de frecuencia a nivel de cinco dígitos de la clasificación COICOP para la zona del euro utilizando ponderaciones constantes por países (medias de 2017-2019). Partiendo de esta base, se obtienen las frecuencias de ajuste de los precios (incluidas las rebajas) en la zona del euro calculando un promedio simple a nivel de cuatro dígitos de la COICOP. En la obtención de la frecuencia mediana, también se aplica la regla de los mismos autores al considerar únicamente los componentes para los que se dispone de observaciones, como mínimo, en tres de los cuatro países más grandes de la zona del euro (Alemania, España, Francia e Italia). Los demás componentes se calculan a partir de los países para los que se dispone de datos.

<sup>3</sup> De los 39 componentes rígidos de la inflación subyacente, ocho son BINE y 31 son servicios. De los 33 componentes flexibles de la inflación subyacente, 25 son BINE y ocho son servicios. Algunos ejemplos de componentes rígidos con ponderaciones relativamente elevadas son «restaurantes, cafeterías y similares», «mantenimiento y reparaciones de vehículos personales en talleres», «protección social» y «otros productos médicos, aparatos y equipos terapéuticos». Los principales componentes flexibles de la inflación subyacente son «alquileres reales de la vivienda», «automóviles», «servicios de alojamiento», «prendas de vestir» y «muebles y artículos de amueblamiento».

pandemia, con un registro del 1,2 % en septiembre de 2025. Los componentes con precios flexibles también mostraron un grado mayor de adelanto del ajuste de los precios: en esta categoría el 85 % de las partidas alcanzaron su pico de inflación antes de marzo de 2023, que es cuando la inflación medida por el IAPCX registró su máximo. En comparación, solo el 41 % de los componentes rígidos de la inflación subyacente ya habían alcanzado un máximo en ese momento.

### Gráfico B

#### Evolución de los precios de los componentes rígidos y flexibles del IAPCX



Fuentes: Eurostat, Gautier et al. (2024) y cálculos del BCE.

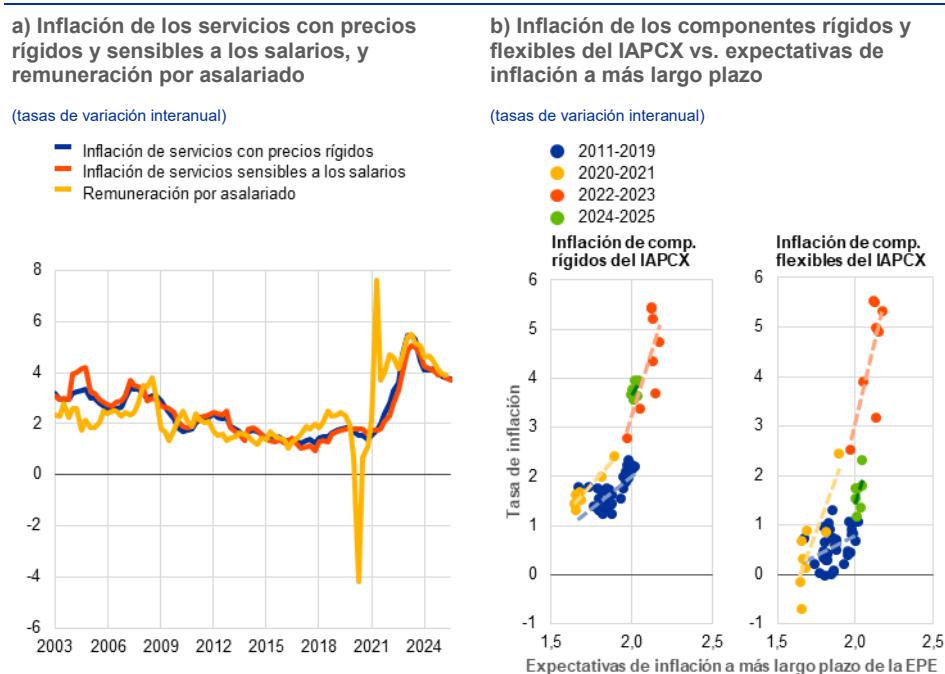
Notas: «Componentes rígidos» incluye 39 partidas del IAPCX a nivel de cuatro dígitos de la COICOP y «Componentes flexibles» comprende 33 partidas. La media ponderada de la inflación subyacente rígida y flexible se basa en las correspondientes ponderaciones del IAPC. La mediana se calcula sobre la base de las tasas de inflación interanual de todos los componentes de cada subcategoría y las zonas sombreadas representan el rango de las tasas interanuales (percentiles 25 a 75). La línea vertical gris del panel a indica un pico de la inflación medida por el IAPCX (marzo de 2023). Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

**Los bienes con precios flexibles impulsaron el repunte de la inflación de los BINE, mientras que la inflación persistente de los servicios refleja la contribución tanto de los componentes con precios rígidos como de aquellos con precios flexibles (panel b del gráfico B).** En el caso de los BINE, el acusado incremento de los precios durante el período 2021-2023 se vio estimulado, en gran medida, por las partidas flexibles. Posteriormente, los precios de estos bienes experimentaron un rápido descenso que hizo que su inflación retornara a niveles reducidos. Actualmente, la tasa de variación de los precios de los BINE es relativamente estable y moderada y viene determinada, sobre todo, por las partidas con precios flexibles, como las «prendas de vestir» y el «calzado», mientras que la contribución de aquellas con precios rígidos ya ha vuelto a su media previa a la pandemia. En cambio, la tasa de variación de los precios de los servicios se ha mantenido en niveles elevados, como consecuencia de la fuerte inflación sostenida de los componentes rígidos, cuya contribución ha disminuido solo marginalmente desde el comienzo del presente año (de 2,7 a 2,5 puntos porcentuales), mientras

que la de aquellos con precios flexibles ha experimentado una caída más acusada (de 1,2 a 0,7 puntos porcentuales)<sup>4</sup>. La inflación persistente observada recientemente en los servicios con precios rígidos es acorde con lo señalado en Martínez Hernández *et al.* (2025), quienes llegaron a la conclusión de que las perturbaciones energéticas y en la cadena de suministro se transmiten a la inflación de los servicios de forma más gradual que a la de los BINE. Además, las presiones al alza generadas por perturbaciones en los mercados de trabajo asociadas a un intenso crecimiento de los salarios han favorecido esa inflación sostenida. Así pues, la inflación de los servicios con precios rígidos muestra una estrecha correlación con la dinámica salarial y con la inflación de los servicios sensibles a los salarios (panel a del gráfico C).

### Gráfico C

Inflación de los servicios con precios rígidos, inflación subyacente rígida y flexible, y expectativas de inflación



Fuentes: Eurostat, Gautier *et al.* (2024), EPE (encuesta del BCE a expertos en previsión económica) y cálculos del BCE.  
Notas: Panel a: gráfico basado en datos trimestrales. La inflación de los servicios sensibles a los salarios se calcula según lo indicado en Fagandini *et al.* (2024). Panel b: gráfico de dispersión basado en datos trimestrales. Las expectativas de inflación a más largo plazo de la EPE pueden referirse a un horizonte de hasta cuatro o cinco años vista (años naturales), dependiendo del momento en el que se lleve a cabo la encuesta. En los dos paneles, las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025 para la remuneración por asalariado y al tercer trimestre de 2025 para el resto de componentes.

**En la zona del euro, la inflación subyacente rígida parece estar más estrechamente relacionada con las expectativas de inflación.** Un gráfico de dispersión de la inflación de los componentes rígidos y flexibles del IAPCX frente a las expectativas de inflación a más largo plazo extraídas de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) muestra que, durante el período de baja

<sup>4</sup> Un notable aumento de la inflación de los servicios con precios flexibles, que se situó en el 3,9 % en abril de 2025, puede estar relacionado con el impacto excepcionalmente intenso del período de Semana Santa de este año en los precios de los servicios relacionados con turismo y viajes (Eiglsperger *et al.*, 2025).

inflación de 2011-2019, la inflación subyacente rígida se mantuvo concentrada entre el 1 % y el 2,5 %, un nivel próximo a las expectativas de la EPE (panel b del gráfico C). En cambio, la inflación de los componentes flexibles del IAPCX registró una mayor dispersión y fluctuó desde tasas negativas hasta niveles muy superiores al 1 %. Este resultado se ve reforzado por las estimaciones trimestrales de la curva de Phillips neokeynesiana para cada indicador, que incluyen su valor rezagado, la brecha de desempleo, las expectativas de inflación (a dos años vista y a más largo plazo) y los precios de importación<sup>5</sup>. Las expectativas tanto a medio como a más largo plazo contribuyen en gran medida a explicar la inflación de los componentes rígidos del IAPCX, mientras que son insignificantes a la hora de explicar la correspondiente a las partidas con precios flexibles.

**En conjunto, la persistencia de la inflación subyacente rígida pone de relieve la influencia de pasadas perturbaciones de costes y las elevadas presiones salariales.** En vista de la moderación de estas últimas y del anclaje de las expectativas de inflación a largo plazo, es probable que la inflación de los componentes rígidos del IAPCX continúe desacelerándose.

## Bibliografía

- K. Bodnár, A. Fabbri, I. Rubene y Z. Zekaite (2025), «[Las presiones inflacionistas derivadas del ajuste de los precios: situación actual](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- M. F. Bryan y B. Meyer (2010), «[Are Some Prices in the CPI More Forward Looking than Others? We Think So](#)», *Economic Commentary*, n.º 2010-2, Federal Reserve Bank of Cleveland, 19 de mayo.
- C. Martínez Hernández, M. Porqueddu, B. Prat I Bayarri y L. M. Zulli Gandur (2025), «[Análisis de la evolución relativa de la inflación de los bienes y de los servicios](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- Deutsche Bundesbank (2025), «[Recent developments in underlying inflation in Germany](#)», *Monthly Report*, mayo de 2025.
- M. Eiglspurger, M. Porqueddu y E. Wieland (2025), «[Incertidumbre en la inflación desestacionalizada de los servicios: el papel de la Semana Santa y del componente de turismo y viajes](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- B. Fagandini, E. Goncalves, I. Rubene, O. Kouavas, K. Bodnar y G. Koester (2024), «[Descomposición de la inflación medida por el IAPCX en componentes sensibles a la energía y a los salarios](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE.

---

<sup>5</sup> En particular, para cada indicador (componentes rígidos y flexibles) se han estimado especificaciones alternativas de una regresión de la curva de Phillips neokeynesiana de la siguiente manera:  $\pi_t = \alpha + \beta\pi_{t-1} + \gamma Ugap_{t-1} + \rho IP_{t-2} + \delta\pi_t^e + \mu_t$ , donde  $\pi_t$  indica la tasa de variación trimestral anualizada de la inflación de los componentes rígidos o flexibles del IAPCX, ajustada por estacionalidad,  $Ugap_{t-1}$  es la brecha de desempleo con un rezago de un trimestre,  $IP_{t-2}$  hace referencia a la tasa de crecimiento interanual de los precios de importación y  $\pi_t^e$  representa las expectativas de inflación.

E. Gautier, C. Conflitti, R. P. Faber, B. Fabo, L. Fadejeva, V. Jouvanceau, J-O. Menz, T. Messner, P. Petroulas, P. Roldan-Blanco, F. Rumler, S. Santoro, E. Wieland y H. Zimmer (2024), «[New Facts on Consumer Price Rigidity in the Euro Area](#)», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 16, n.º 4, octubre, pp. 386-431.

## La transmisión heterogénea de la política monetaria al crédito a los hogares

Dorian Henricot, Johannes Pöschl y Athanasios Tsioras

**Las decisiones de política monetaria del BCE afectan a los préstamos a hogares, pero de distintas maneras dependiendo de las características de los hogares y del tipo de préstamo.** El efecto de las variaciones de los tipos de interés sobre la decisión de una familia de solicitar un préstamo y la decisión de un prestamista de concederlo depende de diversas características de los hogares. Los datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores relativos a la percepción sobre el acceso al crédito, a las solicitudes de préstamos y a las denegaciones de préstamos muestran las diferencias en la transmisión de la política monetaria al crédito a los hogares<sup>1</sup>.

**Los hogares percibieron un endurecimiento del acceso al crédito cuando los tipos de interés aumentaron, pero una mejora cuando los tipos cayeron, siendo los hogares con rentas más altas los que indicaron la relajación más notable (gráfico A).** En conjunto, el porcentaje neto de hogares que percibieron una mayor dificultad para acceder al crédito en los doce meses anteriores se incrementó durante el período de endurecimiento (de enero de 2022 a mayo de 2024) y disminuyó durante el período de relajación (de junio de 2024 a agosto de 2025). El porcentaje neto de hogares con rentas más bajas que señalaron un endurecimiento del acceso al crédito fue más elevado que el de los hogares con rentas más altas durante todo el período de la muestra. Entre junio de 2024 y agosto de 2025, este porcentaje neto se aproximó a un nivel neutral para los hogares de mayor renta, mientras que se mantuvo elevado en el caso de los de menor renta.

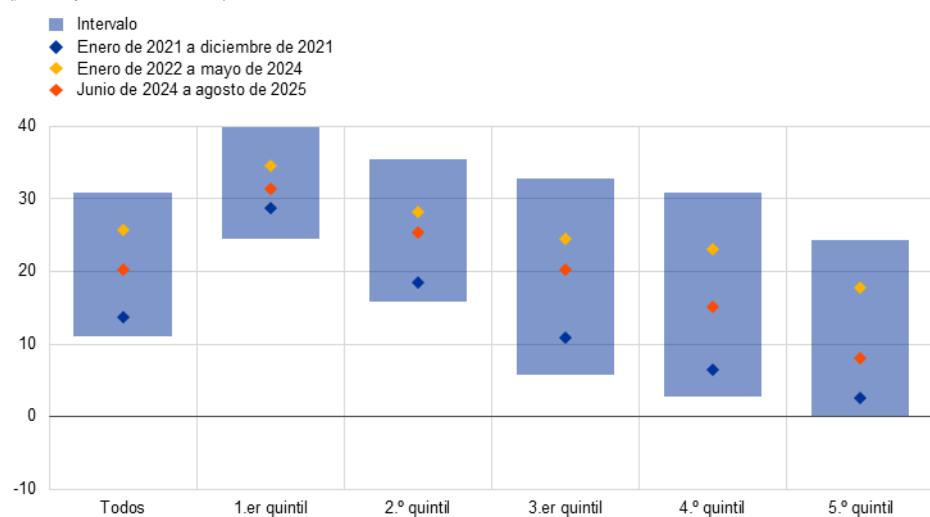
---

<sup>1</sup> Para más detalles, véase el artículo titulado «[The 2021-23 high inflation episode and inequality: insights from the Consumer Expectations Survey](#)» en este Boletín Económico.

## Gráfico A

### Cambios en la percepción del acceso al crédito de los hogares en los doce meses anteriores, por quintil de renta

(porcentajes de consumidores)



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

Notas: Datos ponderados por población. El gráfico muestra las diferencias entre los porcentajes de encuestados que indicaron que el acceso al crédito se había endurecido en los doce meses anteriores y los porcentajes de los que señalaron que se había relajado. Las estadísticas se presentan por quintiles de la distribución de la renta. Los rombos representan medias del período de referencia. El período comprendido entre enero de 2022 y mayo de 2024 se clasificó como período de endurecimiento, ya que los tipos de interés a largo plazo comenzaron a elevarse a principios de 2022 en previsión de las inminentes subidas de tipos y el primer recorte de los tipos de interés no se aplicó hasta junio de 2024. La última observación corresponde a agosto de 2025.

**Las solicitudes de préstamos evolucionaron de forma heterogénea en función del tipo de hogar y del tipo de préstamo<sup>2</sup>.** En los hogares con rentas más bajas, las solicitudes de préstamos para consumo comenzaron a aumentar en 2022, coincidiendo con el endurecimiento de la política monetaria, y continuaron incrementándose tras la primera reducción de los tipos de interés en 2024 (panel a del gráfico B). En el caso de los hogares situados en el quintil de renta superior, las solicitudes de préstamos hipotecarios cayeron notablemente durante el período de endurecimiento y también durante el período de relajación posterior (panel b del gráfico B). Sin embargo, en comparación con su volatilidad habitual, apenas se observaron cambios en las solicitudes de hipotecas por parte de los hogares con rentas más bajas o en las solicitudes de préstamos para consumo por parte de los hogares de mayor renta.

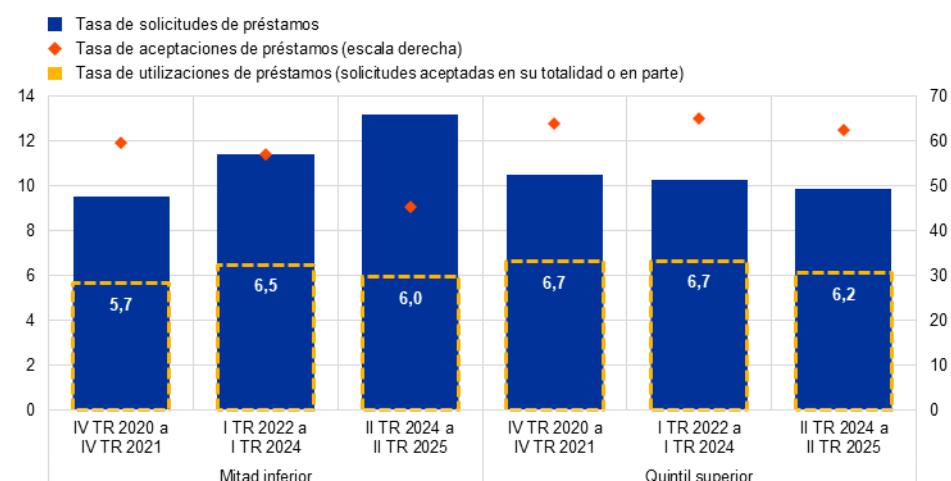
<sup>2</sup> La demanda de préstamos puede cambiar en el margen intensivo, además de en el margen extensivo. Sin embargo, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores no proporciona información sobre el importe del crédito que solicitan los hogares (es decir, el margen intensivo). La política monetaria también afecta a las condiciones de financiación de los hogares, un factor que tampoco se considera directamente en la encuesta.

## Gráfico B

Tasas de solicitudes, de aceptaciones y de utilizaciones de préstamos a lo largo del tiempo, por grupo de renta

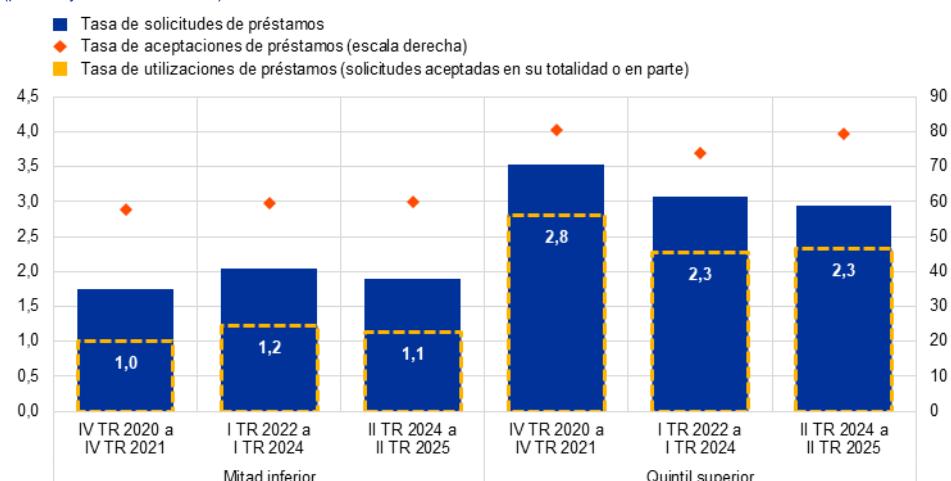
### a) Préstamos para consumo

(porcentajes de consumidores)



### b) Préstamos hipotecarios

(porcentajes de consumidores)



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

Notas: Datos ponderados por población. Las barras azules indican el porcentaje medio de consumidores que solicitaron un tipo específico de préstamo durante el período que se muestra en el eje de abscisas. Los rombos rojos representan el porcentaje de solicitudes de préstamos aceptadas en su totalidad o en parte. Las líneas amarillas discontinuas y los números son una variable aproximada (*proxy*) de la tasa de utilizaciones de préstamos, calculada multiplicando la tasa de solicitudes por la tasa de aceptaciones. Las cifras posteriores a abril de 2022 incluyen los cinco países adicionales que se incorporaron en aquel momento a la muestra de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores. Los préstamos para consumo incluyen solicitudes de préstamos para la compra de vehículos, contratos de *leasing*, tarjetas de crédito y descubiertos en cuentas bancarias. La última observación corresponde a julio de 2025.

**Las tasas de aceptaciones de préstamos también evolucionaron de forma dispar a lo largo del ciclo de política monetaria.** En el caso de los hogares con rentas más bajas, las tasas de aceptaciones de préstamos para consumo experimentaron un descenso considerable (rombos rojos del panel a del gráfico B), mientras que las correspondientes a los préstamos hipotecarios (rombos rojos del panel b del gráfico B) se mantuvieron prácticamente estables en niveles bastante más reducidos que los registrados por los hogares con rentas más altas. En el caso

de estos últimos, las tasas de aceptaciones de préstamos para consumo solo disminuyeron ligeramente, mientras que las relativas a los préstamos hipotecarios cayeron durante el período de endurecimiento, pero aumentaron durante el período de relajación.

**El hecho de que las dinámicas de las tasas de solicitudes y de aceptaciones de préstamos se compensen entre sí ofrece una imagen dispar de la variable aproximada (*proxy*) de la utilización (*take-up*) de préstamos para consumo.** La tasa de utilizaciones de préstamos para consumo (líneas discontinuas amarillas del panel a del gráfico B) creció en el caso de los hogares con rentas más bajas y se mantuvo prácticamente estable en el de los hogares con rentas más altas<sup>3</sup>. Mientras tanto, la tasa de utilizaciones de préstamos hipotecarios (líneas discontinuas amarillas del panel b del gráfico B) permaneció sin apenas variación en el caso de los hogares de menor renta, pero disminuyó significativamente en el de los hogares de mayor renta.

**La distinta exposición a las restricciones de liquidez y los diferentes niveles de conocimientos financieros podrían explicar estas dinámicas crediticias dispares.** Los hogares con rentas más bajas podrían haber tenido que endeudarse más para cubrir necesidades básicas durante el período de endurecimiento, en el que las perturbaciones macroeconómicas adversas aumentaron sus restricciones de liquidez<sup>4</sup>. En sintonía con esta explicación, sus solicitudes de préstamos para consumo se incrementaron. El descenso de las tasas de aceptaciones de esta modalidad de préstamos también sugiere que el ascenso de las solicitudes correspondientes provino de prestatarios de mayor riesgo. Al mismo tiempo, los hogares con rentas más altas, que están menos expuestos a restricciones de liquidez, redujeron sus solicitudes de préstamos hipotecarios y para consumo a medida que se elevaron los tipos de interés. Además de una mayor exposición a las restricciones de liquidez, la propensión de los hogares con rentas más bajas a considerar si es un buen momento para endeudarse parece depender menos de las condiciones financieras, posiblemente debido al menor nivel de conocimientos financieros<sup>5</sup>. En conjunto, estos factores podrían explicar por qué los hogares de menor renta, a diferencia de los de mayor renta, no rebajaron su demanda de préstamos hipotecarios durante el período de endurecimiento.

**En la fase inicial de subidas de los tipos de interés se produjo un aumento de la utilización de préstamos hipotecarios a tipo variable, especialmente entre los hogares con rentas más bajas.** Si se analiza la heterogeneidad de los préstamos hipotecarios, el porcentaje de hipotecas a tipo variable se elevó entre abril y diciembre de 2022 (panel a del gráfico C) y posteriormente disminuyó. Los datos complementarios obtenidos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores muestran que la demanda de préstamos hipotecarios a tipo variable se concentró más en los hogares de menor renta (panel b del gráfico C). La diferencia entre los tipos de interés del crédito a largo plazo y a corto plazo es un

<sup>3</sup> La variable aproximada (*proxy*) de la tasa de utilizaciones de préstamos se calcula multiplicando las tasas de solicitudes por las tasas de aceptaciones (préstamos aceptados en su totalidad o en parte) en un trimestre dado.

<sup>4</sup> Véase Bobasu *et al.* (2024).

<sup>5</sup> Véase Charalambakis *et al.* (2024).

factor importante que determina la elección de los hogares entre las hipotecas a tipo fijo y a tipo variable, especialmente en el caso de los que tienen una capacidad de endeudamiento restringida<sup>6</sup>. Esto puede haber provocado el ascenso de la contratación de hipotecas a tipo variable en 2022, cuando los tipos a largo plazo empezaron a incrementarse en previsión de las subidas de los tipos de interés oficiales. La persistencia de un porcentaje relativamente alto (aunque cada vez menor) de hipotecas a tipo variable hasta mediados de 2024, a pesar de que los tipos de interés a corto plazo aumentaron por encima de los tipos a largo plazo, sugiere que las entidades de crédito también elevaron su oferta de préstamos hipotecarios a tipo variable. Por ejemplo, Foà *et al.* (2019) muestran que es más probable que las entidades afectadas por perturbaciones de financiación negativas aumenten su oferta de hipotecas a tipo variable, en particular a los hogares con conocimientos financieros menos sofisticados<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Véase Albertazzi *et al.* (2024).

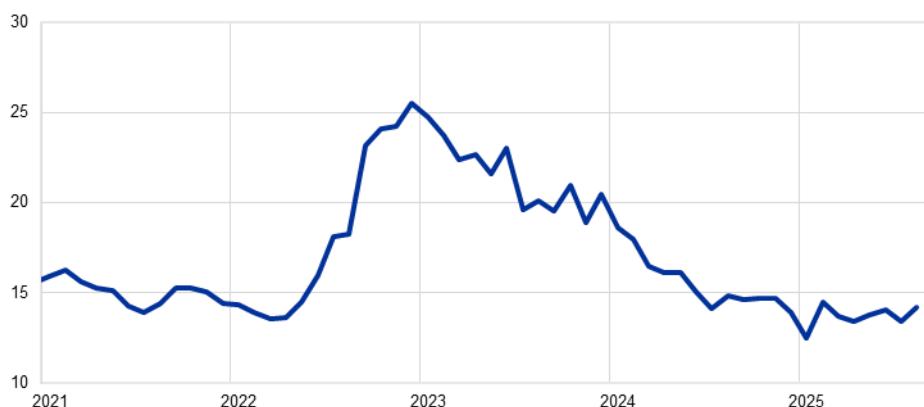
<sup>7</sup> Véase Foà *et al.* (2019).

### Gráfico C

Porcentaje de préstamos hipotecarios a tipo variable en relación con los nuevos préstamos

#### a) Agregados

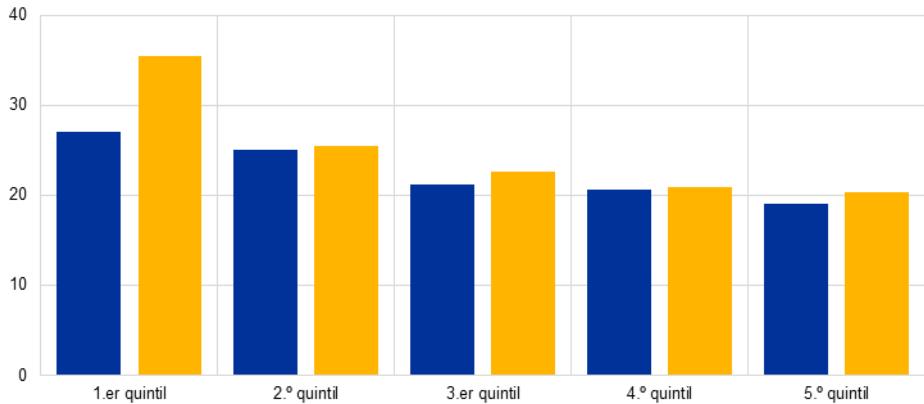
(puntos porcentuales)



#### b) Por quintil de renta

(porcentajes)

■ 2016-2021  
■ 2022-2025



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, el porcentaje de préstamos hipotecarios a tipo variable se calcula como la suma de los nuevos préstamos hipotecarios con vencimiento inferior a un año o con fijación del tipo inicial por un período inferior a un año dividida por la suma total de nuevos préstamos hipotecarios. El panel b muestra los porcentajes de encuestados que indicaron que habían contraído un préstamo hipotecario a tipo variable, agrupados por año de origenación y quintil de renta. Los quintiles de renta son dentro de cada país y en el año de origenación del préstamo. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025 (panel a) y a febrero de 2025 (panel b).

**En conclusión, el crédito a hogares evolucionó de forma heterogénea durante el reciente ciclo de política monetaria.** Las respuestas a las encuestas indican que los hogares con rentas más bajas no rebajaron sus solicitudes de préstamos hipotecarios —a diferencia de aquellos con rentas más altas— y que incluso incrementaron sus solicitudes de préstamos para consumo, a medida que la política monetaria se endureció. A pesar de las dinámicas compensatorias en la oferta de crédito, los hogares de menor renta no redujeron su utilización de préstamos, al tiempo que aumentaron su porcentaje de hipotecas a tipo variable, en un momento en el que las condiciones de financiación eran menos favorables.

## Bibliografía

- U. Albertazzi, F. Fringuellotti y S. Ongena (2024), «[Fixed rate versus adjustable rate mortgages: Evidence from euro area banks](#)», *European Economic Review*, vol. 161, enero.
- A. Bobasu, E. Charalambakis y O. Kouavas (2024), «[¿Cómo han ajustado los hogares su comportamiento de gasto y de ahorro para hacer frente a la elevada inflación?](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- E. Charalambakis, O. Kouavas y P. Neves (2024), «[Rate hikes: How financial knowledge affects people's reactions](#)», *The ECB Blog*, BCE, 15 de agosto.
- N. Dausà i Noguera, G. Kocharkov y O. Kouavas (2025), «[The 2021-23 high inflation episode and inequality: insights from the Consumer Expectations Survey](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.
- G. Foà, L. Gambacorta, L. Guiso y P. E. Mistrulli (2019), «[The Supply Side of Household Finance](#)», *Review of Financial Studies*, vol. 32, n.º 10, octubre, pp. 3762-3798.

## 8

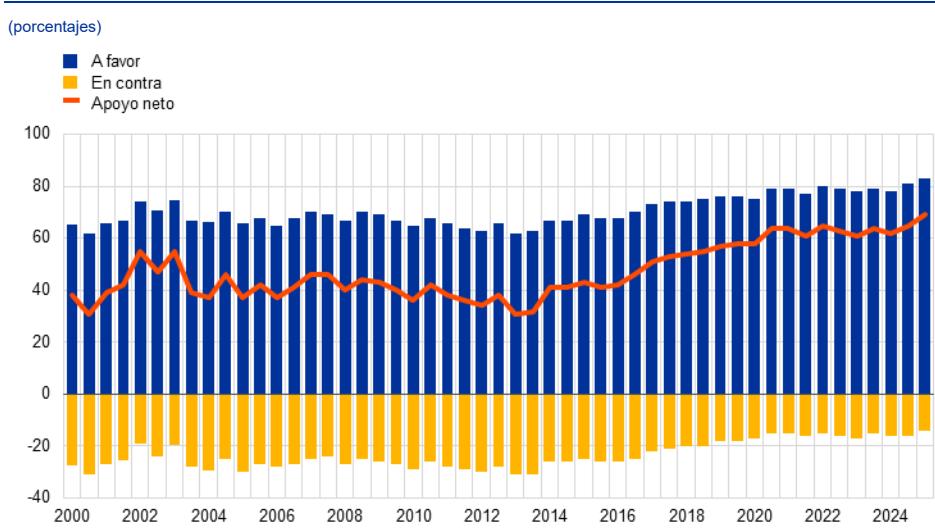
# El apoyo al euro alcanza máximos históricos: análisis de los motivos

Ferdinand Dreher, Niklas Jütting y Hanni Schölermann

**Transcurrido más de un cuarto de siglo desde su introducción, en la actualidad, el euro cuenta con un apoyo récord entre los ciudadanos de la zona del euro.** La moneda única —que se introdujo en 1999 y se puso en plena circulación en 2002— se ha convertido en uno de los símbolos más tangibles de la integración europea y está firmemente arraigada en la vida cotidiana de los ciudadanos. Esto se refleja en los resultados de la última encuesta del Eurobarómetro estándar (2025) de la Comisión Europea, que muestra que el 83 % de los encuestados de la zona del euro está a favor de la moneda única, un máximo histórico tras el aumento sostenido del apoyo observado desde mediados de la década de 2010 (gráfico A).

**Gráfico A**

Apoyo al euro en la zona del euro



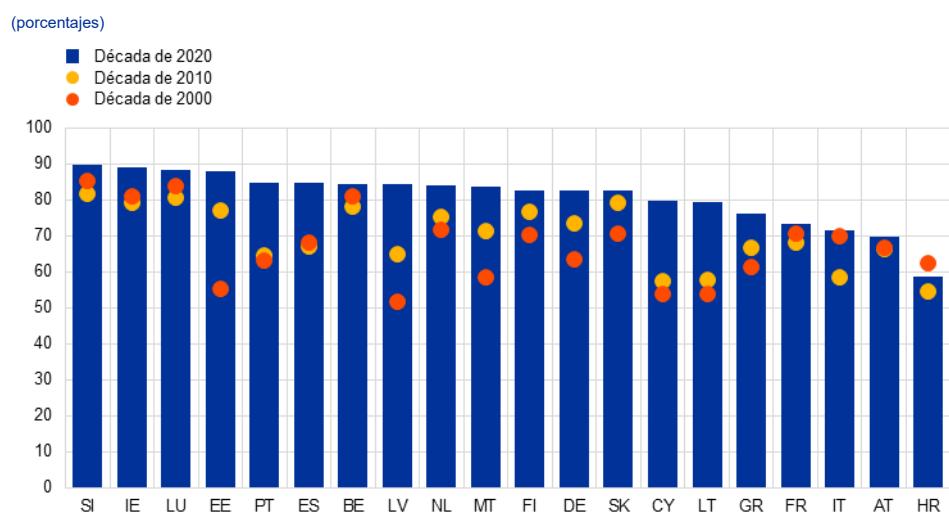
Fuentes: Eurobarómetro estándar y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la pregunta «¿Cuál es su opinión sobre la siguiente afirmación?: Indique para cada una de las afirmaciones si está a favor o en contra: Una unión económica y monetaria europea con una moneda única, el euro», incluida en las ediciones 53 (primavera de 2000) a 103 (primavera de 2025) de la encuesta del Eurobarómetro estándar. El apoyo neto es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que contesta «a favor» y el porcentaje que responde «en contra». No se tiene en cuenta a los encuestados que respondieron «no sé».

**Actualmente, el apoyo al euro es elevado y generalizado, y las diferencias entre países se han reducido de forma significativa.** En casi todos los países de la zona del euro, el respaldo a la moneda única ha aumentado en la presente década en comparación con las dos décadas anteriores, sobre todo en los países con tasas de aprobación iniciales más bajas (gráfico B). En Chipre, Lituania, Letonia, Portugal y España, el apoyo se ha incrementado unos 20 puntos porcentuales en los últimos años. En Chipre, Portugal y España, esta mejora refleja

la recuperación de la confianza en la moneda única tras la crisis de la deuda soberana. En Letonia y Lituania, dicho apoyo creció en torno al período en el que estos países adoptaron el euro en 2014 y 2015, respectivamente. Incluso en los países en los que las tasas de aprobación ya eran altas, como Eslovenia, Irlanda y Luxemburgo, el respaldo al euro ha aumentado de alrededor del 80 % a cerca del 90 %.

**Gráfico B**  
Apoyo al euro por países



Fuentes: Eurobarómetro estándar y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el apoyo medio al euro en las ediciones de la encuesta realizadas en esa década. Incluye todos los datos disponibles para cada país, incluidos los procedentes de encuestas llevadas a cabo antes de que un país adoptara la moneda única. El euro se introdujo en Eslovenia en 2007, en Chipre y Malta en 2008, en Eslovaquia en 2009, en Estonia en 2011, en Letonia en 2014, en Lituania en 2015 y en Croacia en 2023.

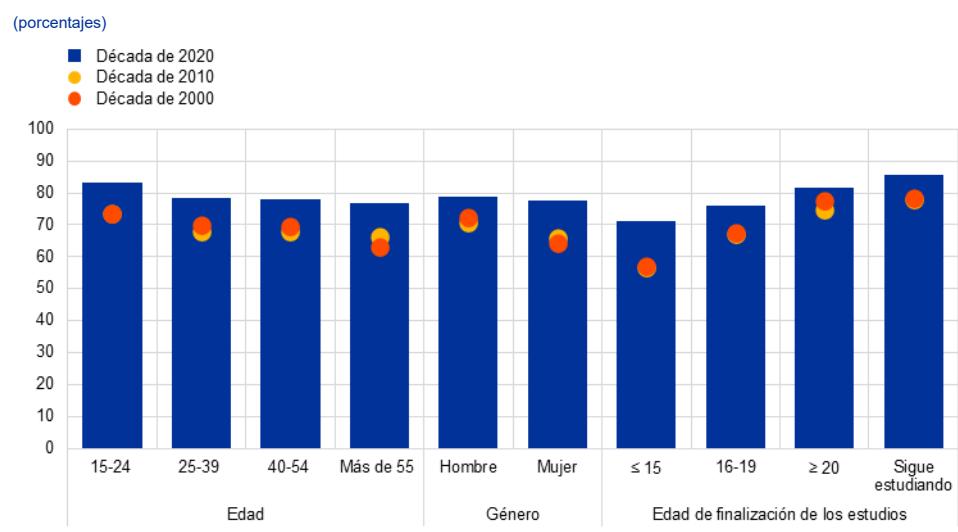
**El mayor apoyo popular al euro es asimismo generalizado en los distintos grupos sociodemográficos, con incrementos algo más acusados en los grupos en los que, históricamente, el respaldo ha sido ligeramente menor.** La descomposición por edad, género y edad de finalización de los estudios muestra que el apoyo medio ha aumentado en casi todos los grupos durante esta década en comparación con las dos décadas anteriores (gráfico C)<sup>1</sup>. Esta evolución contrasta con las variaciones relativamente limitadas que se produjeron entre 2000 y 2010. Los mayores aumentos se observan en los encuestados que finalizaron su educación a tiempo completo antes de los 16 años, los mayores de 55 años y las mujeres<sup>2</sup>. Si bien, en términos históricos, los niveles de apoyo de estos grupos eran más bajos, el fuerte crecimiento que se ha producido en la presente década ha contribuido a reducir la brecha con los grupos que sistemáticamente han mostrado

<sup>1</sup> En línea con el cambio demográfico, las ponderaciones en la distribución por edades en las encuestas del Eurobarómetro se han desplazado notablemente hacia la población de más edad. Entre las ediciones 53 (primavera de 2000) y 101 (primavera de 2024) de la encuesta, el porcentaje de personas de entre 15 y 24 años se redujo en torno a 3 puntos porcentuales y el de personas de entre 25 y 39 años disminuyó unos 7 puntos porcentuales. Por otra parte, la proporción de personas con edades comprendidas entre los 40 y los 54 años aumentó alrededor de 1 punto porcentual, y la de personas de 55 años o más se incrementó en torno a 9 puntos porcentuales. No hubo diferencias significativas entre géneros ni entre la mayoría de los países.

<sup>2</sup> Un análisis complementario del apoyo al euro por parte de personas con diferentes situaciones laborales puso de manifiesto aumentos de magnitudes similares en los distintos subgrupos, lo que confirma la trayectoria ascendente generalizada de la popularidad del euro.

el mayor apoyo, en concreto los encuestados menores de 25 años, los que dejaron de estudiar a tiempo completo a los 20 años o más —lo que incluye a los encuestados que han completado la educación terciaria— y los hombres. Cabe reseñar que entre los años 2000 y 2024, el apoyo al euro entre las mujeres se incrementó del 61 % al 78 %, con lo que prácticamente se cerró la brecha previa existente en los niveles de apoyo entre hombres y mujeres.

**Gráfico C**  
Apoyo al euro por grupos sociodemográficos



Fuentes: Eurobarómetro estándar y cálculos del BCE.

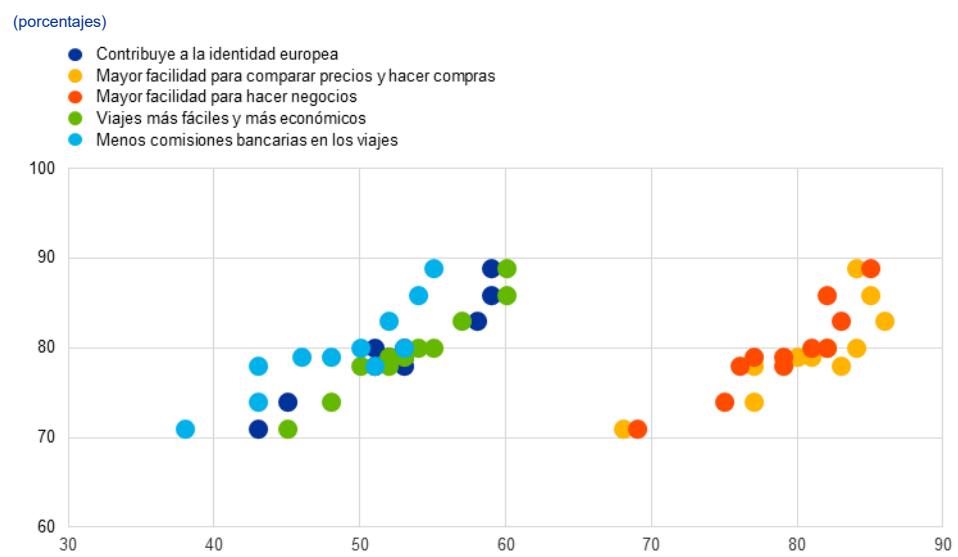
Nota: Los agregados se han ponderado y se basan en los microdatos disponibles para las ediciones 53 (primavera del 2000) a 101 (primavera de 2024) de la encuesta del Eurobarómetro estándar.

**Los estudios realizados sugieren que las actitudes hacia el euro pueden reflejar cada vez más sus beneficios prácticos, más que su significado simbólico.** Por ejemplo, durante la crisis financiera global y la crisis de la deuda soberana, los ciudadanos parecieron centrarse más en los beneficios prácticos del euro que en su significado simbólico (Hobolt y Wratil, 2015). Asimismo, es posible que en épocas de crisis exógenas —como la pandemia de COVID-19 o la guerra en Ucrania— hayan vuelto a prevalecer más las valoraciones utilitarias. Además, el nivel relativamente bajo de desempleo registrado en los últimos años y la rápida recuperación de los mercados de trabajo tras la pandemia pueden haber reforzado la confianza en la moneda única, lo que estaría en consonancia con estudios anteriores en los que se llega a la conclusión de que el apoyo al euro está positivamente correlacionado con la renta de los hogares y las perspectivas de empleo (Bergbauer *et al.*, 2020; Roth *et al.*, 2019).

**La evidencia adicional procedente de las encuestas confirma que el apoyo al euro está vinculado a la medida en que proporciona beneficios tangibles a los ciudadanos.** El gráfico D muestra una clara correlación positiva: es más probable que los grupos sociodemográficos que indican que el euro les está aportando más beneficios —como facilitar la comparación de precios y hacer negocios con menos complicaciones, o los precios más reducidos de los viajes y los servicios bancarios— también consideren que la moneda única es «algo bueno» para la UE

(Comisión Europea, 2024)<sup>3</sup>. Este patrón es homogéneo en todos los grupos<sup>4</sup>. La facilidad para comparar precios y hacer negocios fueron los beneficios más señalados por los encuestados. Además, los patrones demográficos subyacentes ponen de relieve cómo valoran grupos diferentes distintos aspectos del euro. Las generaciones más jóvenes, por ejemplo, aprecian especialmente el euro como facilitador de viajes, mientras que las personas de entre 40 y 54 años otorgan más importancia al papel del euro a la hora de facilitar las comparaciones de precios y los negocios. El porcentaje de encuestados que indican que están experimentando estos beneficios ha aumentado con el tiempo: entre 2007 y 2024 creció del 66 % al 81 % en lo que respecta a la facilidad para comparar precios, del 30 % al 48 % a la reducción de las comisiones bancarias, y del 48 % al 53 % a los viajes más fáciles o más económicos<sup>5</sup>.

**Gráfico D**  
Apoyo al euro y beneficios percibidos del euro por grupos sociodemográficos



Fuentes: Comisión Europea (2024) y cálculos del BCE.

Nota: Los puntos reflejan el porcentaje de encuestados de cada grupo sociodemográfico (como se muestra en el gráfico C) que considera que el euro es algo bueno para la UE (eje de ordenadas) y el que percibe el beneficio respectivo del euro (eje de abscisas).

**Por último, el apoyo generalizado al euro muestra que la moneda única ha superado adecuadamente los episodios recientes de pandemia y de inflación, así como que —25 años después de su introducción— los ciudadanos de la zona del euro han aceptado plenamente la moneda común.** De hecho, en el Eurobarómetro Flash (2024) de la Comisión Europea, la mayoría de los encuestados afirmó que el euro contribuye a que se sientan europeos. Al igual que con los beneficios económicos del euro, este sentimiento de identidad compartida refuerza el apoyo a la moneda común (gráfico D) y la resiliencia general de Europa.

<sup>3</sup> Se observa la misma tendencia al aproximar el apoyo al euro con las respuestas a la pregunta sobre si el euro es algo bueno o malo para el país del encuestado.

<sup>4</sup> En el Eurobarómetro Flash «La zona del euro» se preguntó a los ciudadanos sobre sus opiniones sobre el euro: «En general, ¿cree que el euro es algo bueno o malo para la UE?».

<sup>5</sup> La facilidad para hacer negocios se incluyó en la encuesta a partir de 2019.

**Para mantener este elevado nivel de apoyo en un mundo cambiante, el euro debe seguir aportando beneficios tangibles.** Esto es fundamental para que Europa impulse su mercado único y refuerce sus fundamentos geopolíticos, económicos e institucionales, todo lo cual reforzará el papel internacional del euro. Asimismo, acelerar los trabajos sobre el euro digital, al tiempo que se continúa garantizando que el efectivo siga estando ampliamente disponible, ofrecerá a los ciudadanos acceso continuado a un medio de pago público seguro y fiable, también en la era digital.

## Bibliografía

- S. Bergbauer, N. Hernborg, J. F. Jamet y E. Persson (2020), «[The reputation of the euro and the European Central Bank: linked or desconectado?](#)», *Journal of European Public Policy*, vol. 27, n.º 8, pp. 1178-1194.
- Comisión Europea (2025), [Standard Eurobarometer 103 — primavera de 2025](#).
- Comisión Europea (2024), [Flash Eurobarometer 553 — La zona del euro](#).
- S. B. Hobolt y C. Wratil (2015), «[Public opinion and the crisis: the dynamics of support for the euro](#)», *Journal of European Public Policy*, vol. 22, n.º 2, pp. 238-256.
- F. Roth, E. Baake, L. Jonung y F. Nowak-Lehmann (2019), «[Revisiting Public Support for the Euro, 1999-2017: Accounting for the crisis and the recovery](#)», *Journal of Common Market Studies*, vol. 57, n.º 6, pp. 1261–1273.

# Artículo

## 1 El episodio de elevada inflación de 2021-2023 y la desigualdad: información procedente de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores

Neus Dausà i Noguera, Georgi Kocharkov y Omiros Kouavas

### Introducción

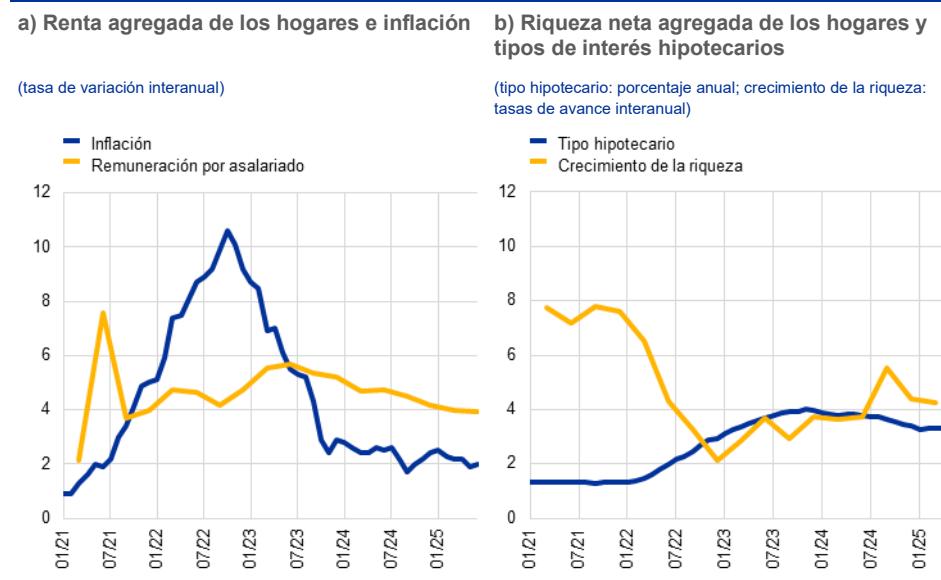
**El episodio de elevada inflación de 2021-2023 provocó movimientos acusados en la inflación, las rentas del trabajo, los tipos de interés aplicados a los préstamos hipotecarios y la riqueza neta de los hogares en la zona del euro (gráfico 1).** La inflación creció en mayor medida que las rentas del trabajo nominales, los tipos de interés hipotecarios casi se duplicaron y el ritmo de avance de la riqueza neta de los hogares disminuyó significativamente<sup>1</sup>. Sin embargo, las implicaciones de estos desarrollos agregados para la desigualdad económica siguen sin estar claras. Por tanto, se plantea la cuestión más general de cuáles son las consecuencias distributivas de las variaciones de la inflación y de los tipos de interés, una cuestión fundamental en la investigación económica y los debates sobre políticas.

---

<sup>1</sup> El descenso observado en la tasa de avance de la riqueza neta de los hogares en términos nominales tras el episodio de elevada inflación de 2021-2023 refleja dos factores: i) la reducción del crecimiento nominal de los precios de los activos debido al efecto mecánico de la desaceleración de la inflación y ii) el endurecimiento de la política monetaria, que elevó los tipos de interés y afectó a las valoraciones de los activos financieros e inmobiliarios.

## Gráfico 1

### Evolución de la renta y la riqueza de los hogares en términos agregados



Fuentes: BCE (encuesta sobre las expectativas de los consumidores, estadísticas de los tipos de interés aplicados por las IFM), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Zona del euro formada por 20 países (composición fija) a 1 de enero de 2023. El tipo hipotecario corresponde al tipo de interés acordado anualizado o al tipo efectivo de definición restringida aplicado a los nuevos préstamos a hogares y a instituciones sin fines de lucro en la zona del euro para adquisición de vivienda (excluidos préstamos renovables, descubiertos y deudas contraídas con tarjetas de crédito), calculado como una media móvil ponderada por volumen y según lo comunicado por las instituciones monetarias (IFM). El crecimiento de la riqueza neta representa la tasa de avance interanual del patrimonio neto de los hogares y de las instituciones sin fines de lucro en la zona del euro, medida como el saldo (ingresos menos pagos) a precios corrientes en la moneda doméstica (sin desestacionalizar). El repunte de la remuneración por asalariado probablemente sea atribuible a la recuperación posterior a la pandemia de COVID-19, ya que muchas empresas no pudieron operar entre el segundo y el cuarto trimestre de 2020, pero reanudaron sus actividades durante el mismo período del año siguiente, lo que se tradujo en un aumento sustancial de dicha remuneración.

**La desigualdad de la renta, del consumo y de la riqueza son dimensiones clave para poder entender las consecuencias distributivas de la escalada de la inflación en 2021-2023 y del aumento de los tipos de interés.** Estas disparidades no solo configuran las realidades económicas de los hogares, sino que también influyen en la cohesión social y la estabilidad económica (Alesina y Rodrik, 1994; Alesina y Perotti, 1996, entre otros). En el período transcurrido desde la pandemia se ha vuelto a centrar la atención en la desigualdad, dado que la economía mundial ha experimentado una serie de perturbaciones y disruptiones importantes<sup>2</sup>. En este artículo se utiliza la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) para examinar la percepción y los indicadores de desigualdad en la zona del euro. Se muestra que, aunque los indicadores convencionales de desigualdad de la renta, del consumo y de la riqueza se mantuvieron prácticamente estables entre 2022 y 2025, la percepción de desigualdad aumentó de forma notable y se atribuía sobre todo a las presiones del coste de vida. Para entender esta disociación, en este artículo se analiza cómo afectó la inflación a los hogares en los distintos grupos de renta, examinando las diferencias en las tasas de inflación personal, y cómo las diferencias de comportamiento en las decisiones financieras, en particular las relativas a las

<sup>2</sup> Además de las perturbaciones más recientes, los cambios estructurales —como la digitalización y la automatización— han conformado desde hace tiempo los mercados de trabajo y las tendencias de la desigualdad (Acemoglu y Restrepo, 2020).

hipotecas, determinaron la distribución de los resultados durante el período de subidas de los tipos de interés<sup>3</sup>.

**El resto de este artículo se estructura como sigue.** En la sección 2 se describe la evolución de la percepción y los indicadores de desigualdad durante el período posterior a la pandemia caracterizado por una inflación elevada y variaciones de los tipos de interés, utilizando las percepciones de los hogares basadas en la encuesta CES, así como indicadores convencionales como los coeficientes de Gini de renta, consumo y riqueza y la tasa de riesgo de pobreza, que se centra específicamente en la parte inferior de la distribución de la renta. En la sección 3 se exploran los efectos directos de la inflación sobre la desigualdad analizando cómo han afectado a los hogares las distintas presiones del coste de vida. En la sección 4 se examina cómo las variaciones de los tipos de interés influyen en la desigualdad a través de canales como la programación de las inversiones y las decisiones de endeudamiento y de ahorro de los hogares. Por último, en la sección 5 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**Pese a las grandes perturbaciones, los indicadores más amplios de desigualdad se mantuvieron relativamente estables entre 2021 y 2025.** La desigualdad de la renta y de la riqueza apenas variaron y la tasa de pobreza se mantuvo contenida. Esta estabilidad agregada puede atribuirse, al menos en parte, a los distintos grados de exposición de los hogares, que se compensaron entre sí, y a los mecanismos de compartición de riesgos que protegieron a los grupos vulnerables.

**La estabilidad general observada en las medidas de desigualdad puede ocultar cambios en la distribución subyacente de la renta y de la riqueza.**

Como se documenta en este artículo, según la CES, los hogares mostraron diferencias significativas en la forma en que experimentaron la escalada de la inflación y la subida de los tipos de interés. La perturbación inflacionista del período 2021-2023 supuso una carga más pesada para los hogares con rentas más bajas, aunque este efecto se redujo a medida que disminuyó la inflación. Los posteriores incrementos de los tipos de interés también tuvieron efectos distributivos: los hogares con rentas más bajas, que dependen con más frecuencia del uso de las hipotecas a tipo variable, tuvieron que hacer frente a una mayor carga financiera asociada a la amortización de los préstamos, mientras que los hogares con rentas más altas pudieron adaptarse mejor.

**A pesar de la estabilidad observada en las medidas de desigualdad, es posible que persista la percepción de un aumento de la desigualdad tras el repunte de la inflación.** Aunque los indicadores convencionales de desigualdad pueden haberse mantenido estables, en general, en los últimos años, esto no excluye la

<sup>3</sup> El análisis realizado se centra en el impacto cuantitativo de la inflación y las diferencias de comportamiento, reconociendo que, aunque no se incluyen en este artículo, otros canales relevantes también contribuyen significativamente a la dinámica de la desigualdad.

posibilidad de que durante ese período se haya producido una cierta redistribución de la renta disponible y del poder adquisitivo. Por tanto, conciliar la estabilidad relativa de las medidas de desigualdad con el fuerte aumento de la desigualdad percibida sigue siendo un tema para analizar en estudios futuros. Dado que es probable que la percepción de desigualdad influya en las actitudes y en el comportamiento de los hogares, dicha percepción debería ser objeto de un estrecho seguimiento junto con los indicadores convencionales de desigualdad.

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

© Banco Central Europeo, 2025

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

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 29 de octubre de 2025.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-043-ES-N (edición electrónica).

