

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

En su reunión del 18 de diciembre de 2025, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Su evaluación actualizada siguió confirmando que la inflación debería estabilizarse en el objetivo del 2 % a medio plazo.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,1 % en 2025, el 1,9 % en 2026, el 1,8 % en 2027 y el 2,0 % en 2028. Para la inflación, excluidos la energía y los alimentos, la previsión es que se sitúe, en promedio, en el 2,4 % en 2025, el 2,2 % en 2026, el 1,9 % en 2027 y el 2,0 % en 2028. La inflación se ha revisado al alza para 2026, debido principalmente a que ahora se espera que la inflación de los servicios descienda más lentamente. Se estima que el crecimiento de la economía será más vigoroso que el previsto en las proyecciones de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025, impulsado especialmente por la demanda interna. El crecimiento se ha revisado al alza hasta el 1,4 % en 2025, el 1,2 % en 2026 y el 1,4 % en 2027, y se espera que se mantenga en el 1,4 % en 2028.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

La economía ha mostrado capacidad de resistencia. Experimentó un crecimiento del 0,3 % en el tercer trimestre de 2025, debido principalmente al fortalecimiento del consumo y de la inversión. Las exportaciones también aumentaron, con una contribución significativa de los productos químicos. La composición sectorial del crecimiento estuvo dominada por los servicios, especialmente, el sector de la información y la comunicación, mientras que la actividad en la industria y en la construcción se mantuvo estable. Es probable que este patrón de crecimiento liderado por los servicios continúe a corto plazo.

La economía se está beneficiando de la fortaleza del mercado de trabajo. La tasa de desempleo, que se situó en el 6,4 % en octubre de 2025, está próxima a su mínimo histórico, y el empleo creció un 0,2 % en el tercer trimestre. Al mismo tiempo, la demanda de mano de obra siguió disminuyendo, y la tasa de vacantes está en su nivel más bajo desde la pandemia de COVID-19.

Se espera que la demanda interna siga siendo el principal factor determinante del crecimiento de la zona del euro, impulsada por el aumento de los salarios reales y del empleo, en el contexto de resiliencia de los mercados de trabajo, con tasas de paro históricamente bajas. También se espera que el gasto público adicional en infraestructuras y defensa anunciado en 2025, especialmente en Alemania, junto con la mejora de las condiciones de financiación relacionada con las bajadas de los tipos de interés oficiales desde junio de 2024, respalte la economía interna. En el ámbito exterior, aunque persisten los retos en materia de competitividad, incluidos algunos de naturaleza estructural, se prevé que las exportaciones repunten en 2026. Esta mejora se atribuye a un repunte de la demanda externa en un contexto de disminución de la incertidumbre sobre la política comercial, pese a la materialización gradual del impacto de las subidas arancelarias. Se proyecta que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 1,4 % en 2025, el 1,2 % en 2026, el 1,4 % en 2027 y el 1,4 % en 2028. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, el crecimiento del PIB se ha revisado al alza durante todo el horizonte de proyección, debido a la publicación de datos mejores de lo esperado, a la menor incertidumbre sobre la política comercial, al aumento de la demanda externa y a la bajada de los precios de las materias primas energéticas.

El Consejo de Gobierno destaca la urgente necesidad de reforzar la zona del euro y su economía en el entorno geopolítico actual. Acoge con satisfacción el llamamiento de la Comisión Europea a los Gobiernos para priorizar unas finanzas públicas sostenibles, inversiones estratégicas y reformas estructurales que favorezcan el crecimiento. Es fundamental aprovechar todo el potencial del mercado único. 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.

## Inflación

La inflación interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se ha mantenido en un intervalo estrecho desde la primavera y se situó en el 2,1 % en noviembre. Los precios de la energía fueron un 0,5 % más bajos que en noviembre del año anterior, tras registrar un descenso más acusado en octubre de 2025. La inflación de los precios de los alimentos fue del 2,4 %, tras el 2,5 % de octubre y el 3,0 % observado en septiembre. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se mantuvo estable en el 2,4 %, dado que la inflación de los bienes y la de los servicios se movieron en direcciones opuestas. La de los bienes descendió hasta el 0,5 % en noviembre, desde el 0,6 % y el 0,8 %

registrados en octubre y septiembre, respectivamente, y la de los servicios aumentó hasta el 3,4 % en octubre y el 3,5 % en noviembre, desde el 3,2 % de septiembre.

Los indicadores de inflación subyacente han variado poco en los últimos meses y continúan siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Aunque el crecimiento de los beneficios unitarios se mantuvo sin variación en el tercer trimestre de 2025, los costes laborales unitarios aumentaron a un ritmo ligeramente más rápido que en el segundo trimestre. La remuneración por asalariado creció a una tasa anual del 4,0 %, por encima de lo previsto en las proyecciones de los expertos de septiembre de 2025, y se debió principalmente a pagos adicionales por encima de los salarios negociados. Los indicadores adelantados, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, sugieren que el crecimiento de los salarios se moderará en los próximos trimestres, antes de estabilizarse en niveles algo inferiores al 3 % hacia el final de 2026.

La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo continúan en niveles cercanos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo del Consejo de Gobierno. Se prevé que la inflación disminuya del 2,1 % en 2025 al 1,9 % en 2026 y al 1,8 % en 2027, y que aumente hasta el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo en 2028. El descenso esperado de la inflación general a principios de 2026 refleja un efecto de base a la baja derivado de los precios de la energía, mientras que la inflación de los componentes no energéticos debería seguir reduciéndose durante 2026. Se espera que la contribución de la tasa de variación de los precios de la energía a la inflación general se mantenga contenida hasta finales de 2027 y que aumente significativamente en 2028, impulsada por la aplicación prevista del nuevo régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE2), con un impacto al alza de 0,2 puntos porcentuales en la inflación general. La inflación medida por el IAPC, excluida la energía, bajaría desde el 2,5 % en 2025 al 2,2 % en 2026 y al 2,0 % en 2027 y 2028. De acuerdo con las proyecciones, la inflación de los alimentos descenderá notablemente a medida que se moderen los efectos de las anteriores subidas de los precios de las materias primas alimenticias a escala mundial y de las condiciones meteorológicas adversas del verano, y se estabilizará en tasas ligeramente superiores al 2 % a partir de finales de 2026. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, se moderaría desde el 2,4 % en 2025 hasta el 2,0 % en 2028, debido al descenso de la inflación de los servicios en un entorno de relajación de las presiones sobre los costes laborales, y a medida que la anterior apreciación del euro se transmita al proceso de formación de precios y frene la inflación de los bienes. El crecimiento de los salarios debería seguir moderándose durante 2026, antes de estabilizarse en torno al 3 %, respaldado por un mercado laboral resiliente y un crecimiento de la productividad ligeramente inferior al 1 %. Se espera que el crecimiento de los costes laborales unitarios disminuya, aunque el impacto sobre la inflación se verá parcialmente compensado por una recuperación gradual de los márgenes durante el horizonte temporal considerado en las proyecciones.

En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, las perspectivas para la inflación general medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2026, lo que refleja datos mejores de lo esperado sobre la inflación medida por el IAPC, además de un crecimiento de los salarios que ha dado lugar a una notable revisión al alza de las perspectivas salariales. La proyección referida a la inflación medida por el IAPC se ha revisado ligeramente a la baja para 2027 como resultado de la menor contribución prevista de la inflación de los precios energéticos, dado que ahora se espera que la aplicación del RCDE2 se posponga de 2027 a 2028, aunque se considera que esta contribución se verá parcialmente compensada por el aumento de la inflación de los servicios.

## Evaluación de riesgos

Aunque las tensiones comerciales han disminuido, el todavía volátil entorno internacional podría distorsionar las cadenas de suministro, frenar las exportaciones y lastrar el consumo y la inversión. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales 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, el gasto en defensa e infraestructuras previsto, junto con las reformas para mejorar la productividad, pueden impulsar el crecimiento más de lo esperado. Una mejora de la confianza podría estimular el gasto privado.

Las perspectivas de inflación continúan sujetas a un nivel de incertidumbre mayor del habitual, debido a que el entorno internacional sigue siendo volátil. La inflación podría ser menor si las subidas arancelarias en Estados Unidos reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro y si los países con exceso de capacidad aumentan sus exportaciones a la zona del euro. Asimismo, una apreciación del euro podría reducir la inflación más de lo previsto. Un aumento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros podría incidir en la demanda y, en consecuencia, reducir también la inflación. En cambio, la inflación podría ser más elevada si una mayor 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 de la zona del euro. Una disminución más lenta de las presiones salariales podría retrasar el descenso de la inflación de los servicios. Un impulso del gasto en defensa e infraestructuras también podría aumentar la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de las crisis climática y de la naturaleza podrían hacer que los precios de los alimentos suban más de lo esperado.

## Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la última reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno, celebrada el 30 de octubre de 2025. Los tipos

de interés de los préstamos bancarios a las empresas se han mantenido en general estables desde el verano, tras reducirse en respuesta a los recortes de los tipos de interés oficiales el año anterior. En octubre se mantuvieron en el 3,5 %, sin cambios desde septiembre. El coste de la emisión de valores de renta fija se situó en el 3,4 %, también próximo a su nivel de septiembre. El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas continuó estable en el 3,3 % en octubre.

El crédito bancario a las empresas creció un 2,9 % en términos interanuales en octubre, sin variación desde septiembre. Las emisiones de bonos corporativos aumentaron un 3,2 %, también prácticamente sin cambios. Los préstamos hipotecarios se fortalecieron, creciendo un 2,8 %, tras el 2,6 % registrado en septiembre.

En línea con la estrategia de política monetaria del BCE, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las entidades de crédito de la zona del euro son resilientes, respaldadas por ratios de capital y de liquidez elevadas, una adecuada calidad de los activos y una sólida rentabilidad. Pero la incertidumbre geopolítica y la posibilidad de una corrección brusca de los precios en los mercados financieros mundiales plantean riesgos para la estabilidad financiera en la zona del euro. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras, al mejorar la capacidad de resistencia y preservar el espacio macroprudencial.

## 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 18 de diciembre 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. El Consejo de Gobierno no se compromete 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.

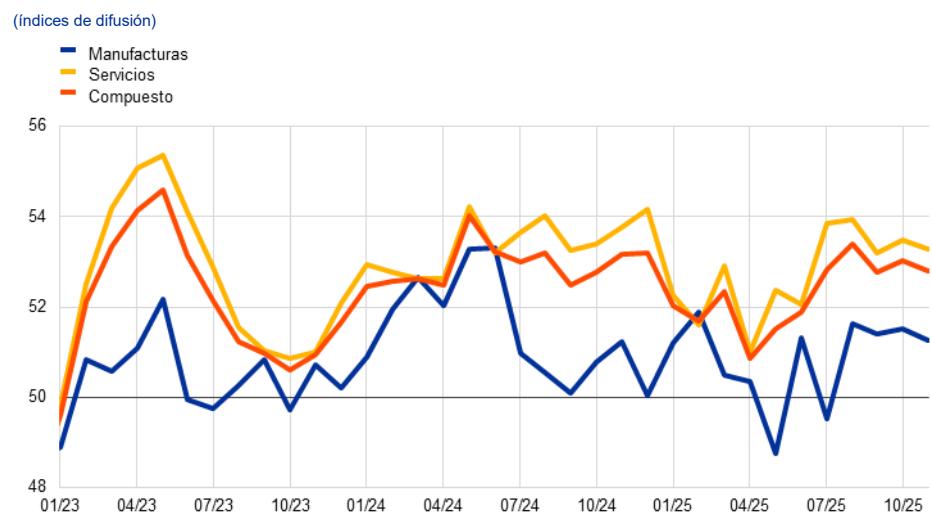
# 1

## Entorno exterior

*La actividad mundial ha mostrado capacidad de resistencia hasta ahora, pese a los factores adversos provocados por los aranceles y el aumento de la incertidumbre. Dicha capacidad se ha visto especialmente respaldada por las inversiones relacionadas con la inteligencia artificial, en particular en Estados Unidos. Estas inversiones estimulan el comercio internacional de los productos tecnológicos e impulsan ganancias en los mercados de renta variable, aunque también suscitan preocupación acerca de las valoraciones. La combinación de políticas de apoyo en las principales economías también ha mitigado parte del impacto negativo de las tensiones comerciales y la incertidumbre. Otros desarrollos positivos están proporcionando alivio a la economía mundial. Entre ellos se incluyen unos precios del petróleo más bajos, unas condiciones financieras más favorables, la reducción de los aranceles y el leve descenso de la incertidumbre en torno a las políticas. Como resultado, las perspectivas de crecimiento global en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2025 se han revisado ligeramente al alza en comparación con las proyecciones anteriores, aunque siguen siendo débiles con respecto a su media anterior a la pandemia. Se prevé que la inflación general medida por los precios de consumo disminuya gradualmente en las principales economías avanzadas y emergentes y a un ritmo algo más rápido que en las proyecciones anteriores.*

**La actividad mundial ha mostrado capacidad de resistencia hasta ahora, pese a los factores adversos provocados por los aranceles y el aumento de la incertidumbre.** Los datos más recientes correspondientes al tercer trimestre sugieren una leve moderación de la actividad económica mundial con respecto al segundo trimestre de 2025. El índice de directores de compras (PMI) compuesto global (excluida la zona del euro) registró una ligera caída desde los meses de verano hasta situarse en 52,8 en noviembre (gráfico 1). Según este indicador de opinión, la actividad económica se ralentizó en noviembre en la mayoría de las economías principales. En Estados Unidos, el descenso de la actividad en los servicios se vio parcialmente compensado por la mejora observada en las manufacturas, mientras que en China se registraron caídas en los dos sectores. Los datos nacionales publicados correspondientes al tercer trimestre confirman ampliamente la moderación esperada del crecimiento, como reflejan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema de diciembre de 2025.

**Gráfico 1**  
PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



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

Notas: La línea de 50 puntos se refiere al valor neutral. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2025.

**De cara al futuro, se espera que varios desarrollos positivos proporcionen alivio a la economía mundial.** Entre ellos se incluyen unos precios del petróleo más bajos, unas condiciones financieras más favorables, la reducción de los aranceles, especialmente entre Estados Unidos y China, y el leve descenso de la incertidumbre en torno a las políticas. Las sorpresas positivas en los datos económicos de las principales economías también han contribuido a la ligera mejora de las perspectivas de crecimiento mundial, que no obstante siguen siendo débiles en comparación con su media previa a la pandemia. Se estima que el crecimiento se situará en el 3,5 % en 2025 antes de ir reduciéndose hasta el 3,3 % en 2026<sup>1</sup>. Según las proyecciones, la expansión mundial mantendrá este débil dinamismo en 2027 y en 2028.

El hecho de que esta previsión de crecimiento sea algo más elevada que en las proyecciones anteriores refleja en gran medida unas perspectivas de crecimiento más favorables tanto para Estados Unidos como para China. Además de la reducción de los aranceles, las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos se han revisado ligeramente al alza debido a una capacidad de resistencia de la demanda interna por encima de lo anteriormente previsto, que se verá respaldada a corto plazo por efectos riqueza positivos derivados de la evolución reciente de los precios de las acciones y por supuestos de aumento general del gasto fiscal. En el caso de China, las proyecciones de crecimiento del PIB real para 2025 y el año siguiente se han revisado también levemente al alza para reflejar una dinámica de las exportaciones más vigorosa que lo anteriormente estimado y el supuesto de mayor estímulo fiscal. Las perspectivas de crecimiento del Reino Unido se han corregido ligeramente a la baja como consecuencia de las medidas de consolidación fiscal previstas.

<sup>1</sup> Para más detalles, véanse las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 18 de diciembre de 2025.

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento y de inflación a escala mundial se están equilibrando más a medida que los principales factores de riesgo macroeconómico y financiero influyen cada vez más en ambas direcciones. Aquí se incluyen los riesgos relacionados con las políticas comerciales y fiscales, así como los relativos a la inteligencia artificial (IA) y la evolución geopolítica. Por ejemplo, si bien las tensiones comerciales podrían volver a agravarse, especialmente entre Estados Unidos y China, lo que podría generar impactos negativos sobre la economía mundial, es posible que la Administración Trump también avance en las negociaciones comerciales, lo que podría tener efectos positivos.

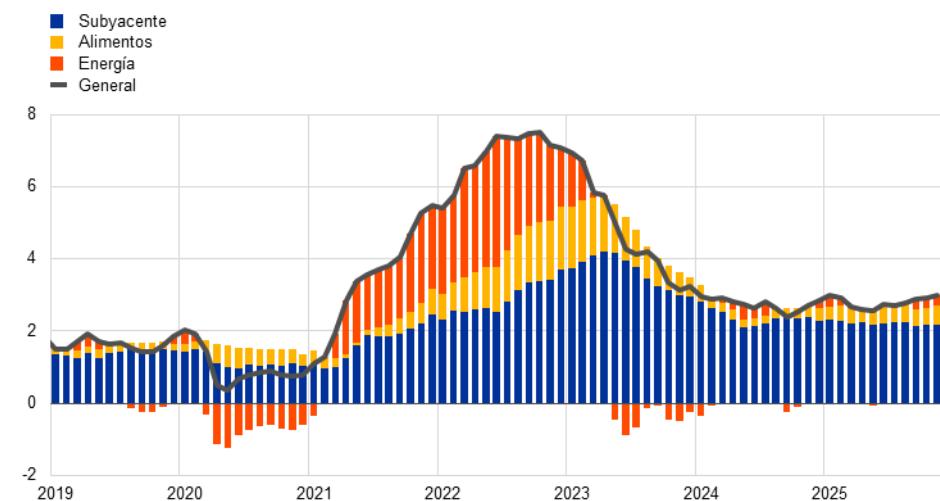
**Se estima que el crecimiento de las importaciones mundiales seguirá siendo estable en 2025, aunque se espera una ralentización para el año siguiente.** Los datos más recientes confirman que las exportaciones de semiconductores vinculadas a una fuerte inversión relacionada con la IA siguieron siendo vigorosas en el tercer trimestre, especialmente en relación con la evolución observada en Estados Unidos. Al mismo tiempo, el comercio de otros bienes mostró una evolución bastante falta de dinamismo. Los nuevos datos también corroboran que el avance de las exportaciones chinas continúa siendo intenso. Se prevé que el crecimiento de las importaciones mundiales se sitúe en el 4,4 % en 2025, como reflejo en gran medida de la fuerte expansión de las importaciones en el primer semestre del año relacionada con el adelanto de la demanda en previsión de la aplicación de aranceles, y que posteriormente descienda hasta el 2 % en 2026 debido al impacto adverso de los aranceles. Según las proyecciones, el ritmo de avance de las importaciones a escala global se recuperará después hasta situarse en el 3,1 % en 2027 y 2028. Las perspectivas de las importaciones mundiales se han revisado significativamente al alza para 2025 y 2026 en comparación con las proyecciones anteriores, mientras que la proyección para 2027 se mantiene inalterada. El mayor crecimiento previsto de las importaciones se sustenta en la reducción de los aranceles acordada entre Estados Unidos y China, así como en el dinamismo relativamente fuerte del crecimiento en las economías emergentes. En este último grupo destaca India por la solidez que muestran la actividad económica y el avance de las importaciones.

**En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general aumentó ligeramente en noviembre.** La tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los miembros de la OCDE, excluida Turquía, registró un leve incremento hasta situarse en el 3 % en noviembre, frente al 2,9 % en octubre. Este aumento se produjo porque la contribución de los alimentos y del componente subyacente fue algo mayor (gráfico 2).

## 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 noviembre de 2025.

**Se prevé que la inflación general mundial medida por el IPC disminuya gradualmente y a un ritmo algo más rápido que en las proyecciones de septiembre<sup>2</sup>.** Se situaría en el 3,1 % en 2025, el 2,8 % en 2026, el 2,5 % en 2027 y el 2,6 % en 2028. El descenso de la inflación medida por el IPC ligeramente más rápido de lo previsto anteriormente para el período 2025-2026 refleja una inflación más baja de lo esperado en la mayoría de las economías avanzadas, la reducción de los aranceles entre Estados Unidos y China, y la reevaluación del impacto de los aranceles en la inflación en Estados Unidos, que se espera que sea levemente menor que en las proyecciones anteriores. Además, la mayor debilidad de la demanda interna en China explica el aumento más gradual de lo esperado anteriormente de la inflación medida por los precios de consumo durante el horizonte temporal de las proyecciones. Este efecto en el agregado de las economías emergentes se ve compensado por una previsión de inflación ligeramente más elevada en otras grandes economías, como India y Rusia.

**La percepción de mayores perspectivas de un acuerdo de paz en Ucrania influyó en los precios de las materias primas energéticas.** Los precios del petróleo se habían visto inicialmente impulsados en el período previo a la reunión del Consejo de Gobierno de octubre por el anuncio de las nuevas sanciones de Estados Unidos a dos principales petroleras rusas, Lukoil y Rosneft, que representan el mayor porcentaje de exportaciones de Rusia. Más recientemente, sin embargo, los esfuerzos renovados de Estados Unidos para avanzar en las negociaciones de paz en Ucrania han reducido la probabilidad percibida de que se apliquen estas sanciones de manera estricta, lo que ha presionado a la baja los

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

precios. Esta presión a la baja se ha visto amplificada por un exceso de oferta que se ha ido acumulando en el mercado de petróleo durante varios meses. Con respecto a los precios del gas, aunque una ola de frío reciente en Europa occidental elevó temporalmente el consumo y afectó a las existencias, los precios terminaron cayendo un 15 % debido a la percepción de que se habían logrado ciertos avances hacia un posible acuerdo de paz en Ucrania. Dados los esfuerzos continuados de Europa para poner fin a su dependencia de los combustibles fósiles rusos, es poco probable que esta presión a la baja se deba a las expectativas de que se renueven los flujos de gas ruso. Más bien refleja probablemente la posibilidad de que un acuerdo de paz dé lugar a la retirada de las sanciones estadounidenses que afectan a partes de la capacidad exportadora de gas natural licuado de Rusia. Los precios de los metales crecieron un 2 %, favorecidos por las renovadas expectativas de que Estados Unidos impusiera aranceles al cobre, que impulsaron a los que operan con este metal a acelerar los envíos a Estados Unidos. En cambio, los precios de los alimentos cayeron un 3 % en un contexto de sólida oferta de cacao.

**La actividad económica de Estados Unidos se ha visto afectada negativamente por el cierre de la Administración federal.** El cierre duró 43 días y retrasó la publicación de datos fundamentales. Se espera que también tenga un impacto negativo sobre el crecimiento en el cuarto trimestre de 2025, mientras que una gran parte de este efecto se compensaría en el primer trimestre de 2026. El consumo privado superó las expectativas en 2025, respaldado por el aumento de la riqueza de los hogares con mayores ingresos en un contexto de auge de los mercados de renta variable. Sin embargo, se espera que se ralentice a medida que el mercado de trabajo se enfrie y los hogares reconstruyan sus ahorros a partir de niveles bajos. En el tercer trimestre, el crecimiento del consumo privado fue vigoroso, aunque en tasa intermensual se estancó en septiembre. Las aproximaciones (*proxies*) del sector privado correspondientes al consumo privado señalan un avance débil en octubre y en noviembre, en consonancia con el descenso de la confianza de los consumidores y un mercado laboral falto de dinamismo. La expansión de los gastos de capital relacionados con la IA sustenta unas perspectivas de inversión privada más elevada. Se espera que la demanda exterior neta contribuya positivamente al avance del PIB real en torno al cambio de año. El mercado de trabajo se mantiene falto de dinamismo pese a que el crecimiento de los puestos de trabajo en el sector privado superó las expectativas en septiembre, debido a que el impacto de esta sorpresa positiva se vio atenuado por las revisiones a la baja del empleo en el sector privado en los meses anteriores. Los datos del sector privado indican un aumento del empleo muy débil en octubre y en noviembre, mientras que los indicadores de alta frecuencia sugieren un incremento de los despidos y un estancamiento de la expansión del empleo. El ritmo de avance de los salarios por hora sigue moderándose.

**Entretanto, los aranceles están teniendo un impacto en la inflación medida por los precios de consumo en Estados Unidos.** Los aranceles aplicados a los bienes de consumo contribuyeron a las presiones inflacionistas, y el dinamismo de la inflación de los bienes alcanzó su mayor nivel desde abril de 2023. Se espera que las subidas de precios relacionadas con los aranceles contribuyan al aumento de la inflación en el cuarto trimestre. La tasa de variación de los precios de los servicios

continúa lentamente en una tendencia a la baja, sobre todo como consecuencia de la desaceleración del crecimiento de los costes de la vivienda. Mientras tanto, la inflación general medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) aumentó ligeramente (0,1 puntos porcentuales) hasta situarse en el 2,8 % en septiembre, mientras que la inflación subyacente medida por el PCE descendió (0,1 puntos porcentuales) y se situó en el 2,8 %. 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 su reunión de diciembre (25 puntos básicos) y el rango se situó en el 3,50 %-3,75 %.

**Las perspectivas a corto plazo de China apuntan a una moderación del dinamismo del crecimiento pese al avance mayor de lo esperado en el tercer trimestre.** La demanda interna sigue siendo débil, aunque el PIB real creció un 1,1 % en términos intertrimestrales en el tercer trimestre, superando las expectativas de los mercados. La demanda exterior neta contribuyó positivamente, mientras que los indicadores de la demanda interna, como las ventas minoristas y la inversión en activos fijos, continuaron debilitándose en relación con la reducida confianza de los consumidores y el ajuste en curso del sector inmobiliario residencial. Según la encuesta PMI, la actividad manufacturera se contrajo en noviembre, mientras que la de los servicios se redujo, pero permaneció en terreno expansivo. El comportamiento de las exportaciones de China ha sido sólido; el crecimiento de las exportaciones nominales de bienes alcanzó el 5,8 % en noviembre en términos interanuales, gracias al vigor de las exportaciones a la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés), África y Europa. Estos incrementos más que compensaron el descenso de las exportaciones dirigidas a Estados Unidos. El reciente acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, que reduce los aranceles a las importaciones chinas, junto con el mayor estímulo fiscal con arreglo al nuevo plan quinquenal del país asiático, sustentarían el crecimiento económico durante el horizonte de proyección. Sin embargo, los retos estructurales, como la corrección que sigue experimentando el sector inmobiliario residencial, lastran la confianza de los consumidores y, por tanto, plantean riesgos para las perspectivas de consumo a medio plazo. La inflación general medida por los precios de consumo en China siguió subiendo en noviembre, mientras que persistió la deflación relativa a los precios de producción. La inflación general interanual medida por el IPC aumentó hasta el 0,7 % en noviembre, el nivel más alto desde febrero del año pasado, frente al 0,2 % registrado en octubre. El incremento fue acorde con las expectativas del mercado y se debió principalmente a los precios de los alimentos como consecuencia de la escasez de oferta causada por las condiciones meteorológicas adversas. La tasa de variación de los precios de producción cayó ligeramente hasta el -2,2 % en noviembre, desde el -2,1 % en octubre, lo que refleja el descenso de los precios de las materias primas y de los bienes de consumo duradero.

**En el Reino Unido, la economía mostró un crecimiento modesto en el tercer trimestre de 2025.** El consumo privado siguió siendo débil, pero la inversión en vivienda proporcionó cierto apoyo. Los datos de avance del PMI correspondientes a noviembre sugieren que continuó el escaso dinamismo de la economía en el cuarto trimestre, la actividad de los servicios se contrajo y la producción manufacturera

experimentó leves mejoras. La inflación general medida por el IPC descendió hasta situarse en el 3,6 % en octubre, desde el 3,8 % de septiembre. La inflación subyacente también se redujo hasta el 3,4 %, como consecuencia de la disminución de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios, que se situó en el 4,5 %. El ritmo de avance de los salarios se ralentizó, pero siguió siendo elevado. Los presupuestos de otoño anunciados el 26 de noviembre incluyen un incremento del gasto fiscal en los próximos años, mientras que se espera que las medidas de política como la prórroga de la congelación de los umbrales del impuesto sobre la renta generen ingresos fiscales adicionales sobre todo a partir de 2028.

## 2

## Actividad económica

*La economía de la zona del euro está mostrando capacidad de resistencia, pese al difícil entorno mundial. El PIB real se incrementó un 0,3 % en el tercer trimestre de 2025, por encima del nivel previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2025. Este incremento se produjo tras la volatilidad observada en el primer semestre del año, reflejo de los efectos de la respuesta anticipada a la subida de los aranceles comerciales de Estados Unidos y de la incertidumbre asociada, así como del impacto de las acusadas fluctuaciones de los datos de Irlanda. El crecimiento en el tercer trimestre se vio impulsado por la demanda interna y la acumulación de existencias por el lado del gasto, y los servicios de mercado —en particular el sector de información y comunicaciones— contribuyeron en términos de valor añadido, mientras que la industria y la construcción permanecieron estables. Actualmente, los datos procedentes de encuestas señalan un ritmo sostenido de crecimiento moderado en el cuarto trimestre de 2025 liderado por la actividad de los servicios. El mercado de trabajo mantiene su fortaleza, pero muestra signos de ralentización, con notables diferencias entre países y sectores. La tasa de paro se mantuvo estable en el 6,4 % en septiembre y octubre, próxima a los niveles históricamente bajos registrados recientemente.*

*Se espera que la demanda interna respalde el avance del PIB a corto y medio plazo. Es probable que las ganancias de renta real y la capacidad de resistencia del mercado de trabajo sostengan el consumo privado, previéndose que la inversión residencial se recupere en el cuarto trimestre y posteriormente, como sugieren los indicadores adelantados. La inversión empresarial también crecerá, impulsada por la inversión en intangibles, mientras que la inversión en activos tangibles probablemente se mantendrá más contenida en el corto plazo. Se espera que factores como el aumento de la demanda, el incremento de los beneficios, la disminución de la incertidumbre, el gasto adicional en defensa e infraestructuras, así como la mejora de las condiciones de financiación, continúen estimulando el crecimiento de la inversión y la actividad a medio plazo.*

*Estas perspectivas se reflejan, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema para la zona del euro de diciembre de 2025, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 1,4 % en 2025, el 1,2 % en 2026, el 1,4 % en 2027 y el 1,4 % en 2028. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, el crecimiento del PIB se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección<sup>3</sup>.*

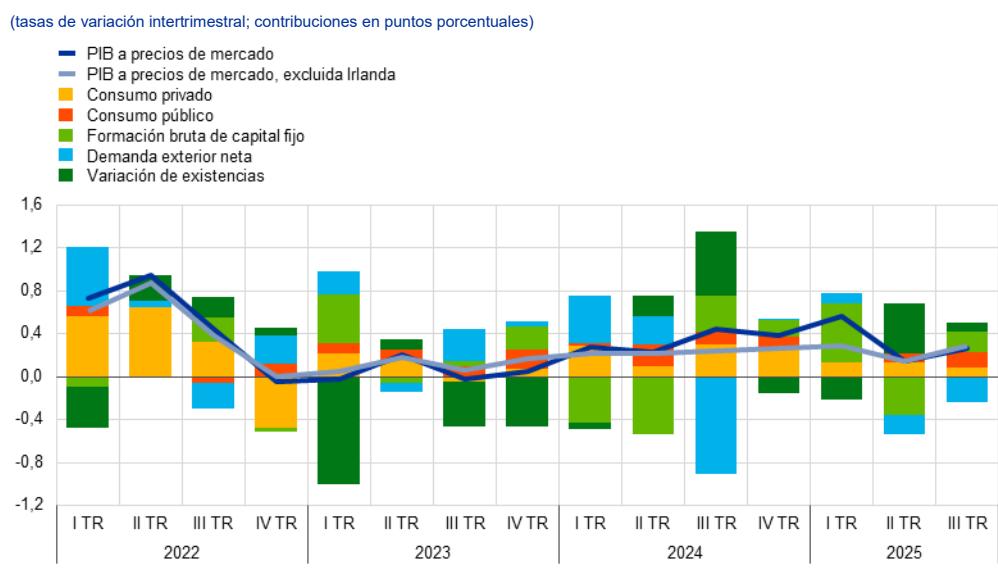
**Según la última estimación de Eurostat, la economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el tercer trimestre de 2025, tras la volatilidad observada en la primera mitad del año (gráfico 3).** Ese trimestre, el crecimiento estuvo impulsado por la demanda interna y la acumulación de existencias, mientras que la contribución de la demanda exterior neta fue negativa debido a la fuerte expansión de las importaciones, sobre todo en Irlanda. El aumento de las inversiones en

<sup>3</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema para la zona del euro, diciembre de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 18 de diciembre de 2025.

activos intangibles y los datos detallados sobre la producción de los servicios sugieren que el gasto relacionado con la IA está creciendo. El avance del valor añadido bruto en el tercer trimestre estuvo determinado por los servicios de mercado, liderados por el sector de información y comunicaciones, mientras que las contribuciones de la industria y la construcción se mantuvieron estables.

### Gráfico 3

#### PIB real de la zona del euro y sus componentes



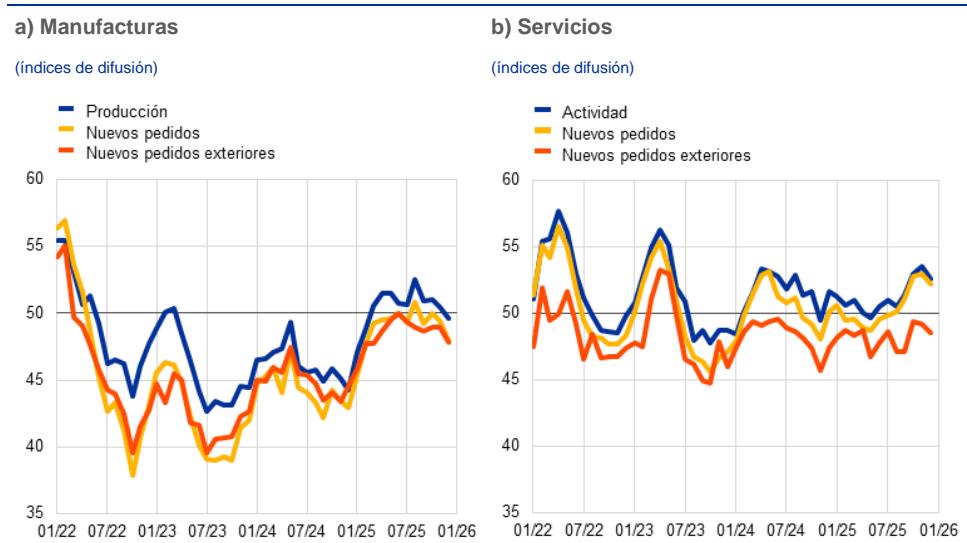
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### Los datos procedentes de encuestas señalan un ritmo de crecimiento moderado en el cuarto trimestre de 2025, impulsado por la actividad de los servicios.

En el primer mes del citado trimestre, la producción industrial, excluida la construcción, fue un 0,6 % más elevada que en el tercer trimestre, en el que se redujo un 0,1 %. En cuanto a los datos de encuestas, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro se situó, en promedio, en un valor de 52,4 en el cuarto trimestre, frente a 51,0 en el tercero, mientras que el perfil mensual reflejó un descenso —de 52,8 en noviembre a 51,9 en diciembre—. Este descenso fue atribuible a la actividad de los servicios (que se situó en 52,6) (panel b del gráfico 4) y a la caída de la producción de las manufacturas hasta un nivel de 49,7, por debajo del umbral de expansión de 50 (panel a del gráfico 4). Más allá del cuarto trimestre, los PMI prospectivos de nuevos pedidos y de expectativas empresariales siguen señalando un crecimiento moderado liderado por los servicios, mientras que parece que la evolución de las manufacturas se mantendrá contenida a corto plazo.

**Gráfico 4**  
PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

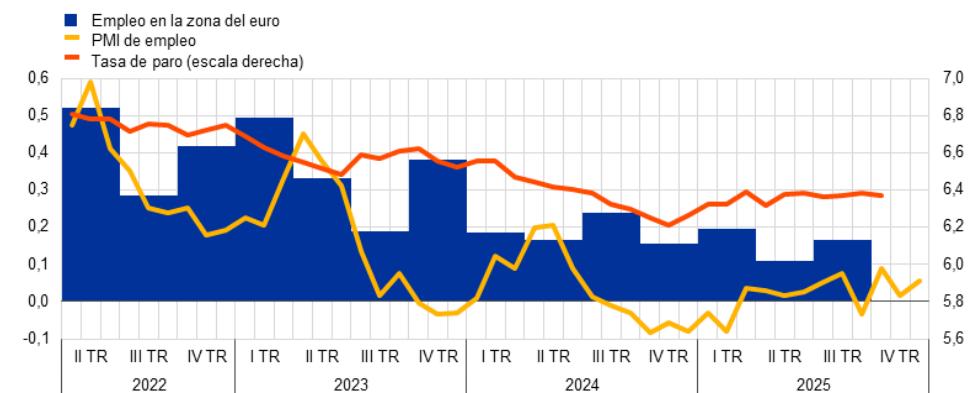
Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

**El mercado laboral mantuvo su fortaleza en el tercer trimestre de 2025, si bien la demanda de trabajo siguió moderándose paulatinamente.** El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,2 % y un 0,4 %, respectivamente, en dicho trimestre (gráfico 5). La moderación en curso del crecimiento del empleo refleja en parte una menor demanda de trabajo, con un descenso de la tasa de vacantes hasta el 2,2 % en el tercer trimestre, por debajo de los niveles anteriores a la pandemia observados en el cuarto trimestre de 2019. La población activa permaneció estable en el tercer trimestre, y los datos correspondientes a octubre indican un avance intermensual del 0,1 %. Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,4 % en octubre, habiéndose mantenido en un rango del 6,3 %-6,4 % desde principios de 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; 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 tercer trimestre de 2025 para el empleo en la zona del euro, a diciembre de 2025 para el PMI de empleo y a octubre de 2025 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento ligeramente positivo del empleo en el cuarto trimestre.** El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 50,6 en diciembre, con una media trimestral de 50,5, lo que sugiere un crecimiento prácticamente nulo del empleo en el cuarto trimestre. El PMI de empleo del sector servicios ha oscilado en torno a 51 desde principios de año y alcanzó un valor de 51,3 en diciembre, mientras que el mismo indicador correspondiente a las manufacturas permaneció en terreno negativo, situándose en 48,5 en diciembre, con un promedio trimestral de 48,1.

**El consumo privado continuó creciendo en el tercer trimestre de 2025 y se espera que mantenga este impulso en el cuarto.** El consumo privado aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año, en consonancia, en líneas generales, con la dinámica observada en el segundo (panel a del gráfico 6). El gasto en servicios siguió incrementándose, mientras que el consumo de bienes se moderó. El comercio minorista y la producción de los servicios experimentaron un modesto avance intertrimestral del 0,2 % y el 0,3 %, respectivamente, en el tercer trimestre con respecto al segundo, al tiempo que las ventas al por menor no registraron variaciones en octubre en términos intermensuales. La evidencia procedente de encuestas sugiere un sólido dinamismo del consumo privado hacia el final del año, y el indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea permaneció estable en noviembre. Las expectativas empresariales sobre la demanda en el comercio minorista y de servicios de consumo en los tres meses siguientes mejoraron en noviembre, y la demanda de este tipo de servicios alcanzó niveles próximos a los observados antes de la pandemia. En cuanto a los servicios intensivos en contacto, los indicadores de la Comisión Europea de expectativas de demanda disminuyeron en el caso de los servicios de alojamiento y, en menor medida, en los de restauración, mientras que aumentaron para los servicios de turismo y viajes. En este sentido, los datos de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores señalan que las expectativas de gasto relacionado con las vacaciones siguen siendo elevadas. De cara al futuro,

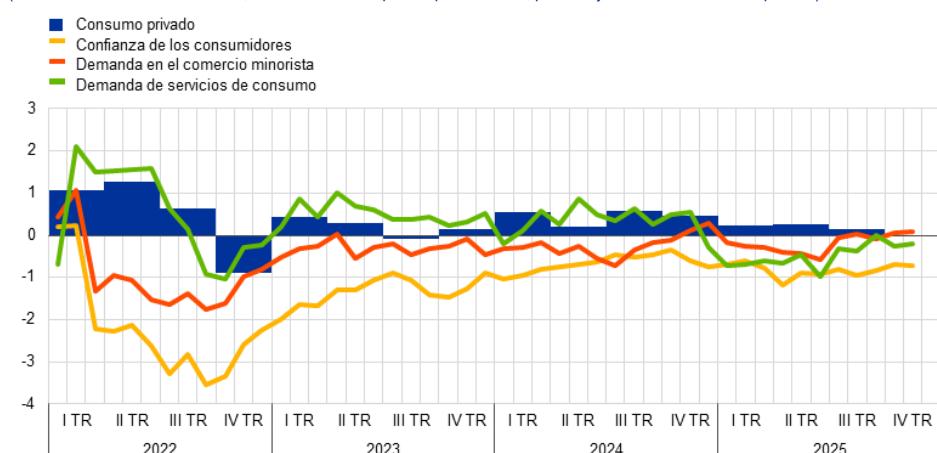
se espera que el consumo privado continúe creciendo, gracias a las ganancias de renta real de años anteriores. Si bien, hasta ahora, el consumo privado ha ido a la zaga del crecimiento de la renta, se prevé que estas ganancias se traduzcan paulatinamente en un mayor dinamismo del consumo a corto plazo, pese a la alta tasa de ahorro (panel b del gráfico 6). Asimismo, según la encuesta antes citada, los motivos de precaución y los efectos ricardianos están influyendo en la propensión al ahorro de los hogares (véase [recuadro 4](#)).

### Gráfico 6

Consumo y confianza de los hogares, y expectativas empresariales; tasa de ahorro de los hogares y expectativas de desempleo

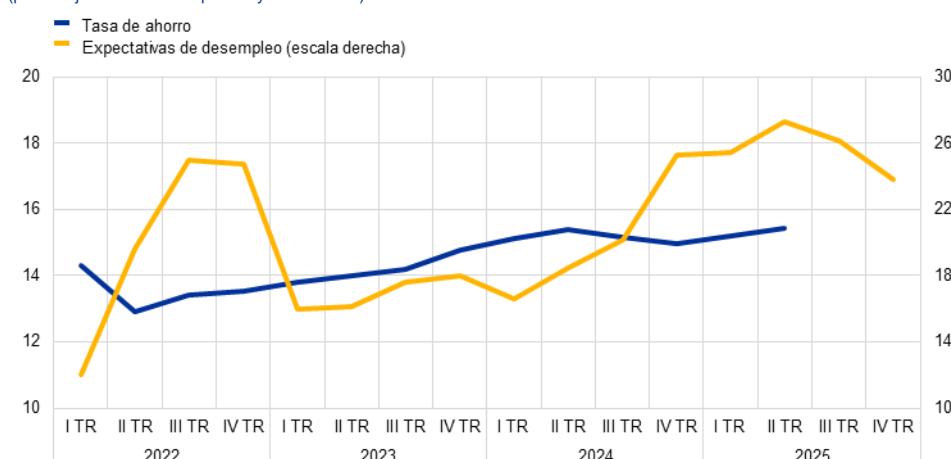
#### a) Gasto y confianza de los consumidores, y expectativas empresariales

(tasas de variación intertrimestral, contribuciones en puntos porcentuales; porcentajes de la renta bruta disponible)



#### b) Tasa de ahorro de los hogares y expectativas de desempleo

(porcentajes de la renta disponible y saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas empresariales sobre la demanda en el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor) y la demanda de servicios ponderados por el consumo se refieren a los tres meses siguientes. La «demanda de servicios de consumo» se basa en los indicadores de expectativas de demanda sectorial de la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea sobre los servicios, ponderados por el peso de cada sector en el consumo privado interno de las tablas *input-output* FIGARO correspondientes a 2022. La serie relativa a la demanda de servicios de consumo se normaliza para el período 2005-2019, mientras que las relativas a la demanda en el comercio minorista y la confianza de los consumidores se normalizan para 1999-2019. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2025 para la tasa de ahorro, al tercer trimestre de 2025 para el consumo privado y a noviembre de 2025 para las demás variables.

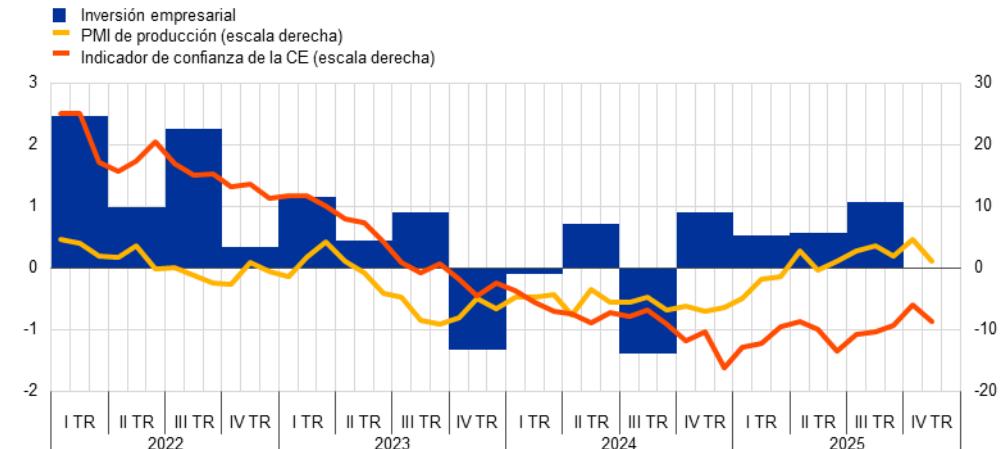
**La inversión empresarial avanzó con fuerza en el tercer trimestre y se prevé que siga creciendo.** En el tercer trimestre de 2025, la inversión empresarial se incrementó un 1,8 %, en tasa intertrimestral, y un 1,1 % si se excluyen los activos intangibles en Irlanda (que muestran un comportamiento volátil). Excluidos esos activos, la inversión tanto en tangibles como en intangibles mostró un crecimiento robusto. Los indicadores del sector de bienes de equipo correspondientes al cuarto trimestre, como el PMI de producción y los datos de la encuesta de confianza de la Comisión Europea disponibles hasta noviembre, apuntan a cierta debilidad de la inversión en activos tangibles (panel a del gráfico 7). Entretanto, los resultados de encuestas sobre servicios intangibles hasta noviembre, como el PMI de actividad y la encuesta de la Comisión Europea relativa a la demanda esperada en los tres meses siguientes, indican que la inversión en intangibles está aumentando. En el foro de diálogo [Non-Financial Business Sector Dialogue](#) (NFBD) celebrado en noviembre de 2025, las empresas participantes señalaron que la inversión en comercio electrónico, centros de datos, desarrollo de software y automatización está creciendo. No obstante, en este foro también se puso de relieve que los elevados costes energéticos, laborales y regulatorios, así como el temor a una regulación excesiva de la IA, siguen siendo obstáculos importantes. De cara al futuro, la inversión debería sustentarse en el aumento de la demanda total, en el incremento de los beneficios, en la disminución de la incertidumbre y en iniciativas adicionales en materia de defensa e infraestructuras, así como en las condiciones de financiación más favorables del último año. La simplificación de la normativa de la UE también podría contribuir a acelerar la inversión. Con todo, persisten algunos riesgos a la baja significativos, ya que aún pueden materializarse efectos adversos derivados de las subidas arancelarias. Las empresas que participaron en el foro NFBD mostraron especial preocupación por la reorientación de las exportaciones chinas de productos de alta tecnología a precios reducidos —habida cuenta de su exceso de capacidad y de las menores oportunidades de exportación a Estados Unidos—, lo que puede erosionar los márgenes y provocar pérdidas de cuota de mercado en Europa.

## Gráfico 7

### Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

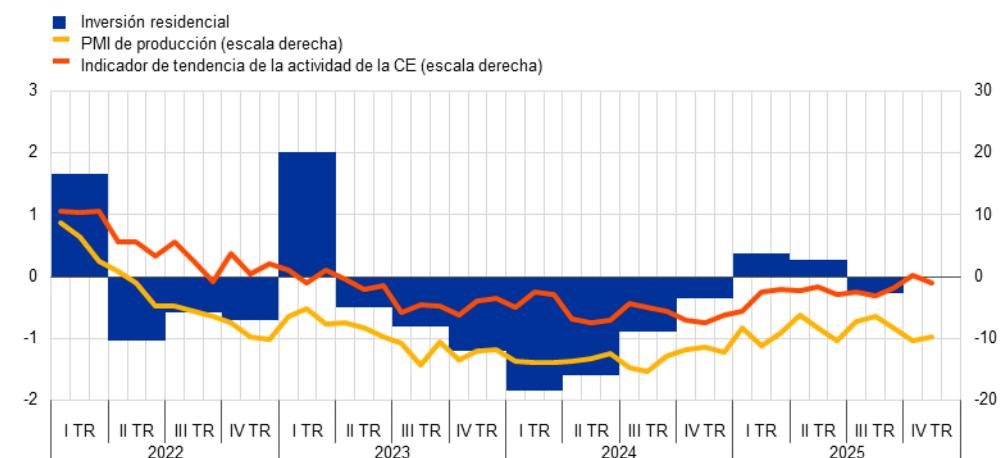
#### a) Inversión empresarial (excluidos los activos intangibles en Irlanda)

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos e índice de difusión)



#### b) Inversión residencial

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos e índice de difusión)



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 actividades 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 tercer trimestre de 2025 para la inversión y a noviembre de 2025 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

**La inversión en vivienda disminuyó ligeramente en el tercer trimestre de 2025, pero se espera que haya vuelto a registrar un crecimiento moderado en el cuarto trimestre.** Tras dos trimestres consecutivos de expansión, la inversión residencial disminuyó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre, lo que indica que aún no se ha afianzado una recuperación sostenida (panel b del gráfico 7). La producción de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada fue un 0,1 % más elevada, en promedio, en el tercer trimestre que en el trimestre precedente. Los indicadores adelantados presentan un panorama heterogéneo. El indicador de la Comisión Europea relativo a las

tendencias recientes de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada se incrementó en octubre y en noviembre con respecto al tercer trimestre, mientras que el PMI de producción de viviendas disminuyó. No obstante, en general, es probable que la inversión residencial vuelva a recuperarse paulatinamente. Esta valoración se ve respaldada por el aumento continuado, aunque modesto, de los visados de obra nueva residencial en el tercer trimestre, así como por el crecimiento que se observa en los nuevos préstamos para adquisición de vivienda. Además, la encuesta sobre las expectativas de los consumidores señala el atractivo creciente de la vivienda como inversión, lo que apunta al fortalecimiento de la demanda de inmuebles residenciales (véase [recuadro 5](#)).

**Las exportaciones totales de la zona del euro repuntaron en el tercer trimestre de 2025, con un avance del 0,7 %, aunque el dinamismo subyacente sigue siendo débil.** Las exportaciones de bienes de la zona del euro aumentaron notablemente ese trimestre, un 1,5 % en términos intertrimestrales. Este repunte es atribuible, en parte, a las mayores ventas de productos farmacéuticos a Estados Unidos, que pueden haber reflejado el adelanto de las exportaciones por parte de las empresas en previsión de la posible subida de los aranceles aplicados a esos productos. También fue consecuencia del avance de las exportaciones de componentes de medicamentos para perder peso. Al margen de los productos farmacéuticos, la zona del euro sigue registrando pérdidas de mercado en muchos destinos y sectores debido a la mayor competencia de China. Es probable que este patrón afecte de forma persistente a las exportaciones de la zona. En el tercer trimestre de 2025 las importaciones de bienes registraron un incremento moderado del 0,7 %, y las importaciones chinas continuaron creciendo en un contexto de intensificación de la competencia para las empresas de la zona. Al mismo tiempo, los precios de importación continuaron bajando, con una caída interanual del 2 % en agosto, como resultado del impacto de la anterior apreciación del euro y de las presiones a la baja sobre los precios con origen en China. De cara al futuro, los indicadores de opinión siguen apuntando a la debilidad de las exportaciones tanto de manufacturas como de servicios.

**En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, el crecimiento del PIB real se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2025 y 2026 y en 0,1 puntos porcentuales para 2027.** El ajuste al alza para 2025 refleja revisiones de los datos anteriores, incluidos unos resultados mejores de lo esperado en el tercer trimestre de 2025. La leve disminución de la incertidumbre sobre las políticas comerciales, el aumento de la demanda exterior y el descenso de los precios de las materias primas energéticas han dado lugar a una revisión al alza de las perspectivas de crecimiento para 2026. Una evolución trimestral ligeramente más sólida y un efecto arrastre más intenso a causa del mayor dinamismo del crecimiento en 2026 comportan conjuntamente una pequeña corrección al alza de las perspectivas para 2027. Por lo que respecta a los componentes del gasto, las mayores revisiones al alza para el período 2025-2027 están relacionadas con la inversión, y en particular con el aumento de la inversión empresarial durante todo el horizonte y con una inversión pública más dinámica en 2027, así como con un incremento del consumo público en 2025-2026. La demanda exterior neta también

se ha revisado al alza para 2025, debido a un comportamiento de las exportaciones mejor de lo esperado en los tres primeros trimestres del año.

### 3

## Precios y costes

*La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), continúa en un nivel próximo al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. En noviembre de 2025 permaneció en el 2,1 %<sup>4</sup>, dado que el aumento de la tasa de variación de los precios de la energía se compensó con el descenso de la inflación de los alimentos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se mantuvo estable en el 2,4 %, dado que la tasa de crecimiento de los precios de los bienes y la de los servicios se movieron en direcciones opuestas. Los indicadores de la inflación subyacente han variado poco en los últimos meses y continúan siendo compatibles con el objetivo del 2 %. Aunque el aumento de los beneficios unitarios no registró cambios en el tercer trimestre de 2025, los costes laborales unitarios se incrementaron a un ritmo ligeramente más rápido que en el segundo trimestre. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado permaneció inalterado en el 4 % en el tercer trimestre. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo siguen en niveles cercanos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo.*

*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2025, la inflación general disminuirá desde el 2,1 % en 2025 hasta el 1,9 % en 2026 y el 1,8 % en 2027, y retornará al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo en 2028. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, la inflación general se ha revisado al alza para 2026 y ligeramente a la baja para 2027<sup>5</sup>.*

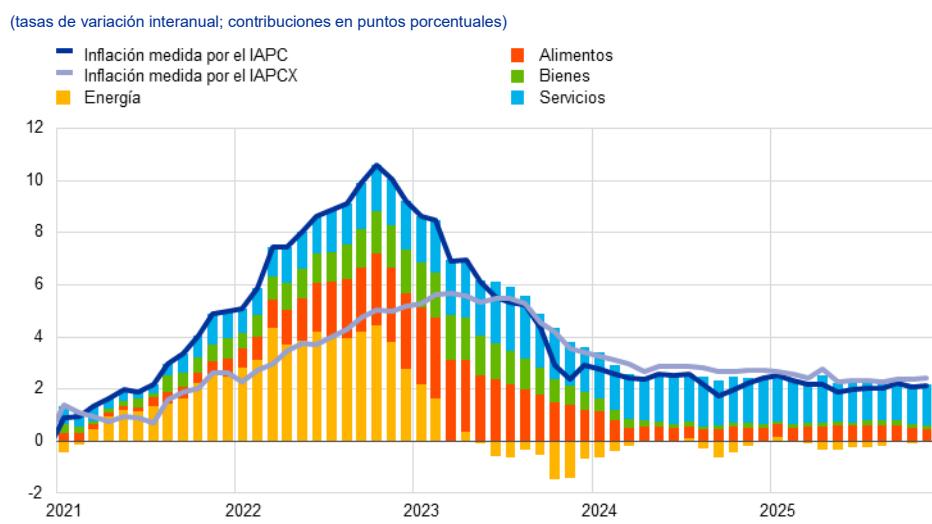
**La inflación medida por el IAPC de la zona del euro permaneció en el 2,1 % en noviembre de 2025 (gráfico 8).** Este resultado se debe a un leve repunte de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios y un incremento del componente energético, que se vieron contrarrestados por la inflación más baja de los bienes industriales no energéticos y de los alimentos. La tasa de variación interanual de los precios de la energía se incrementó hasta situarse en el -0,5 % en noviembre, desde el -0,9 % de octubre, impulsada por el aumento del componente de combustibles para transporte, que compensó con creces las disminuciones registradas en los componentes de electricidad y gas. La tasa de variación total de los precios de los alimentos descendió hasta el 2,4 % en noviembre, frente al 2,5 % registrado en octubre. Si se consideran los subcomponentes individuales de los alimentos, el ritmo de crecimiento interanual de los precios de los alimentos elaborados cayó ligeramente y se situó en el 2,2 % en noviembre, frente al 2,3 % en octubre, mientras que el de los alimentos no elaborados se mantuvo inalterada en el 3,2 %. La inflación medida por el IAPCX permaneció estable por tercer mes consecutivo, en el 2,4 %, en noviembre. Esta evolución refleja una modesta disminución de la inflación de los bienes industriales no energéticos, hasta el 0,5 %, desde el 0,6 % de octubre, que contrarrestó un avance de la misma magnitud del

<sup>4</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 17 de diciembre de 2025. Según la estimación de avance de Eurostat, publicada el 7 de enero de 2026, la inflación interanual de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en diciembre de 2025.

<sup>5</sup> Véanse las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 18 de diciembre de 2025.

ritmo de crecimiento de los precios de los servicios, del 3,4 % al 3,5 %, durante el mismo período. La inflación de los servicios ha seguido una trayectoria al alza en los últimos meses, impulsado por el incremento de las tasas de crecimiento interanual del subcomponente de actividades recreativas, en particular los servicios de alojamiento y los paquetes turísticos, así como de los subcomponentes de transporte y comunicaciones. De cara al futuro, si bien las presiones sobre los precios de los servicios siguen siendo intensas, la reducción paulatina prevista del ritmo de avance de los salarios debería contribuir a la desinflación de los servicios.

**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 noviembre de 2025.

**Los indicadores de la inflación subyacente apenas han registrado variaciones en los últimos meses y siguen siendo compatibles con el objetivo del BCE del 2 % a medio plazo (gráfico 9).** En noviembre de 2025, la mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron relativamente estables y el rango de los indicadores osciló entre el 2 % y el 2,5 %.<sup>6</sup> Los indicadores de la inflación basados en la exclusión permanente de componentes no registraron variaciones en octubre y permanecieron entre el 2,4 % y el 2,5 %. Los movimientos observados en la mayor parte de los indicadores basados en la exclusión temporal de componentes también apuntaban a la estabilización de las presiones inflacionistas subyacentes en noviembre. La inflación interna, que principalmente engloba partidas de los servicios, aumentó ligeramente en noviembre y se situó en el 3,6 %, desde el 3,5 % de octubre. Por lo que respecta a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) cayó hasta situarse en el 2 % en noviembre, mientras que el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, permaneció estable en el 2,5 % por quinto mes consecutivo.

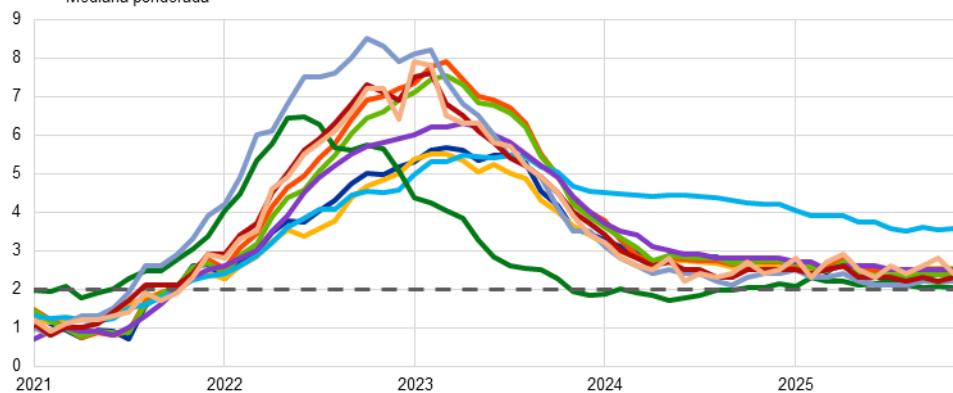
<sup>6</sup> El rango excluye la inflación interna.

## Gráfico 9

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

- IAPCX
- IAPCXX
- IAPC, excluida la energía
- IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía
- Inflación interna
- PCCI
- Supercore
- Media recortada (10 %)
- Media recortada (30 %)
- Mediana ponderada



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

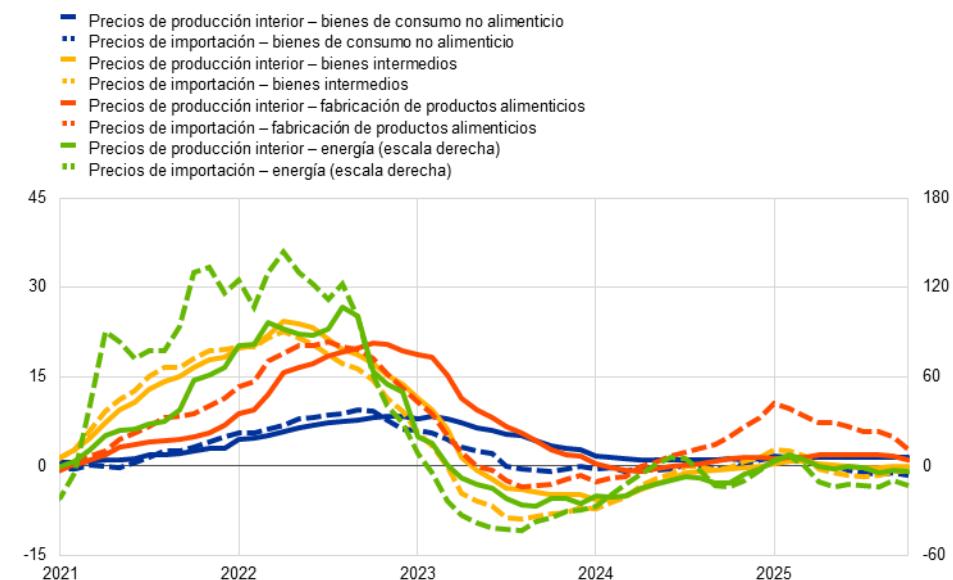
Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. Las últimas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

**Los indicadores de las presiones latentes señalan una relajación gradual 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 la energía se redujo de forma significativa hasta situarse en el -3,9 % en octubre de 2025, desde el -2,4 % observado en septiembre, muy por debajo del máximo del 7,8 % alcanzado en febrero. En cuanto a los bienes intermedios, en ese mismo periodo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción interior se incrementó hasta situarse en el 0,1 %, desde el -0,1 %, mientras que la correspondiente a los precios de importación se mantuvo sin cambios en el -0,8 %. En las fases posteriores del citado proceso, la tasa de avance de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio permaneció inalterada en el 1,5 % en octubre, al tiempo que la de los precios de importación descendió hasta el -1,6 %, frente al -1,2 % de septiembre. Al mismo tiempo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados disminuyó hasta el 1,1 %, desde el 1,7 %, mientras que la de los precios de importación continuó cayendo desde el máximo del 10,6 % observado en enero y se situó en el 2,8 % en octubre, tras el 4,9 % registrado en septiembre. En conjunto, los datos sugieren que las presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo y de los alimentos se han ido relajando, reflejo de la apreciación del euro y, posiblemente, del hecho de que China está poniendo más el foco en la zona del euro como mercado de exportación, ejerciendo presiones a la baja sobre los precios de importación.

## Gráfico 10

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

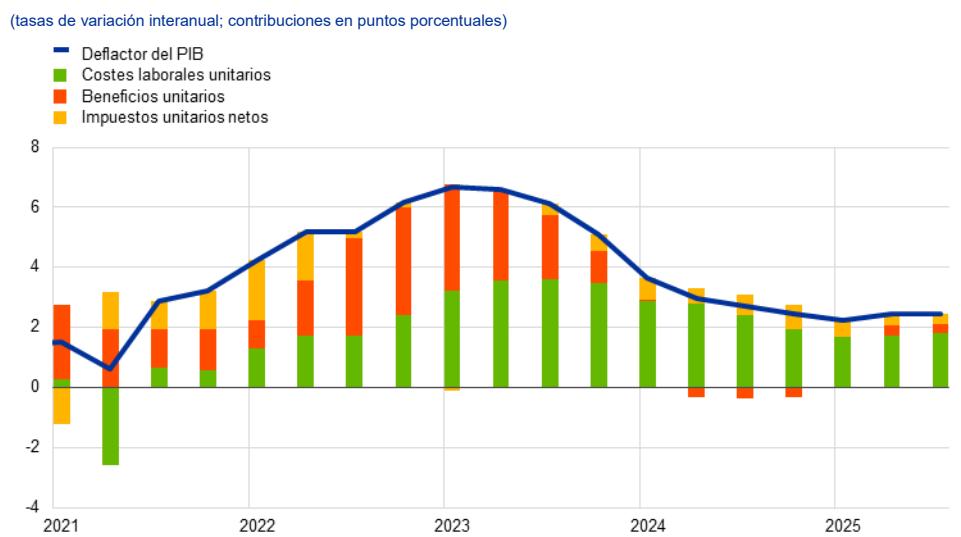
Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, se mantuvieron prácticamente estables, en el 2,4 %, en el tercer trimestre de 2025 (gráfico 11).** Esta evolución obedeció a un repunte de la contribución de los costes laborales unitarios, que se vio compensado por una aportación de los beneficios unitarios que permaneció estable y por la disminución de la de los impuestos unitarios netos. El ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios tuvo su origen en un descenso moderado de la tasa de avance de la productividad del trabajo, hasta el 0,7 % en el tercer trimestre frente al 0,8 % registrado en el trimestre anterior, y en la estabilidad de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, que se situó en el 4 % en el tercer trimestre. Esta tasa reflejó una caída del crecimiento de los salarios negociados, hasta el 1,9 % en el tercer trimestre, frente al 4 % del trimestre precedente, que fue compensada por un incremento sustancial del componente de deriva salarial durante ese período. La acusada disminución del avance de los salarios negociados es atribuible al impacto mecánico de los elevados importes de los pagos extraordinarios que se abonaron en 2024 que, al mismo tiempo, también era la causa de la volatilidad observada en la deriva salarial. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que incluyen datos sobre convenios colectivos negociados hasta el final de noviembre de 2025— continúan indicando que las presiones sobre el crecimiento de los salarios seguirán siendo moderadas en el cuarto trimestre de 2025 y en el primer semestre de 2026, y que se estabilizarán paulatinamente en la segunda mitad de 2026<sup>7</sup>. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de

<sup>7</sup> Para información más detallada, véase «Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios sugieren un menor crecimiento de los salarios y la normalización gradual de las presiones de los salarios negociados en 2026», nota de prensa, BCE, 19 de diciembre de 2025.

diciembre de 2025, el crecimiento de la remuneración por asalariado se situará en el 4 %, en promedio, en 2025 y se moderará hasta el 3,2 % en 2026, el 2,9 % en 2027 y el 3 % en 2028.

**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 tercer trimestre de 2025.

**Durante el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 17 de diciembre de 2025, los indicadores de mercado de la compensación por inflación prácticamente no variaron (panel a del gráfico 12), al igual que las expectativas de inflación a largo plazo de los expertos en previsión económica y de los analistas de política monetaria.** El tipo swap de inflación a un año dentro de un año, un indicador de mercado de la compensación por inflación a corto plazo, permaneció, en general, estable en torno al 1,8 %. Los mercados de instrumentos ligados a la inflación parecieron no reaccionar enérgicamente a la decisión adoptada por el Consejo Europeo el 5 de noviembre de 2025 de aplazar un año, de 2027 a 2028, la aplicación del nuevo régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE2). A medio y a largo plazo, la compensación por inflación también se mantuvo estable. El tipo swap de inflación a cinco años dentro de cinco años, ajustado por las primas de riesgo de inflación, permaneció próximo al 2 %. Esta evolución sugiere que las expectativas a largo plazo basadas en los mercados continúan estando bien ancladas al objetivo de inflación del Consejo de Gobierno. Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2025 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2025, la media y la mediana de las expectativas de inflación a largo plazo permanecieron en el 2 %.

**Las percepciones de los consumidores sobre la inflación pasada y sus expectativas de inflación a corto plazo y a medio plazo se mantuvieron estables en noviembre de 2025 (panel b del gráfico 12).** Según la encuesta del

BCE sobre las expectativas de los consumidores de noviembre de 2025, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores permaneció estable en el 3,1 % y no ha experimentado variaciones desde febrero de 2025. La tasa mediana de la inflación general esperada para los doce meses siguientes (2,8 %) y la correspondiente a tres años vista (2,5 %) tampoco han registrado cambios desde octubre y julio, respectivamente.

### Gráfico 12

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

#### a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

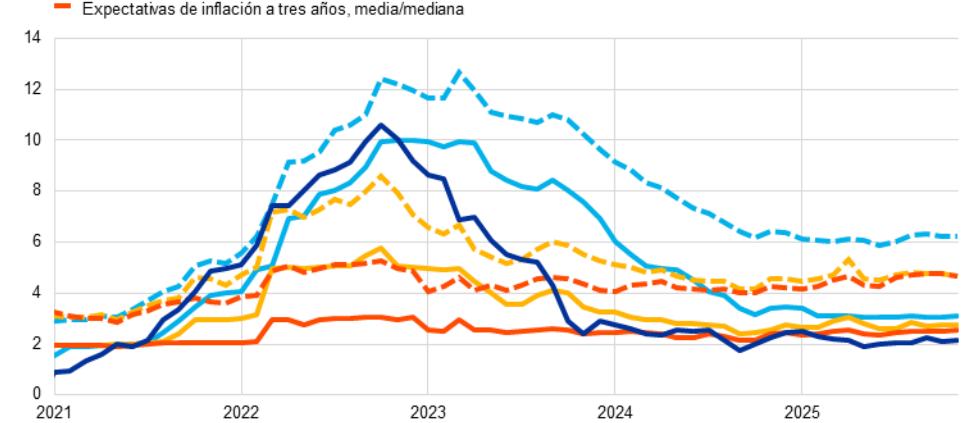
(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)

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



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

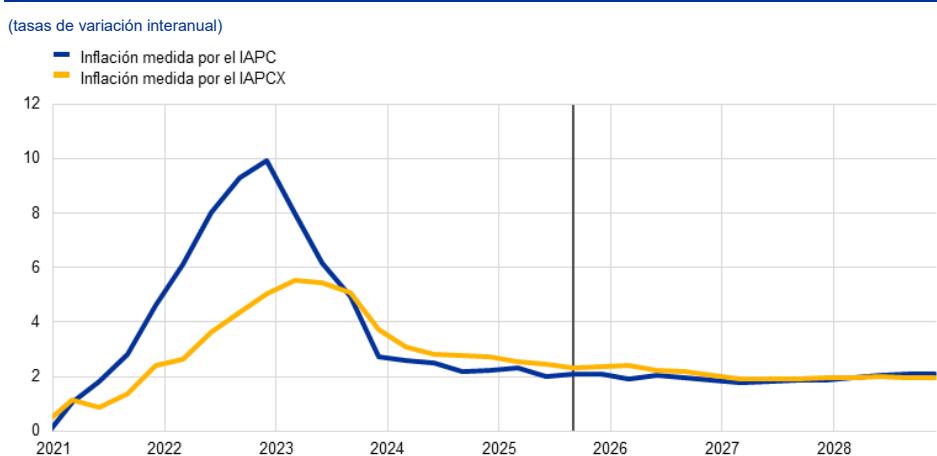
Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (11 de septiembre de 2025). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2025 para el panel a, y a noviembre de 2025 para los indicadores del panel b.

**Según las proyecciones de diciembre de 2025, la inflación general se situará, en promedio, en el 2,1 % en 2025, el 1,9 % en 2026 y el 1,8 % en 2027, y retornará al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo en 2028**

**(gráfico 13).** Se espera que la inflación general se mantenga en el 2,1 % en el último trimestre de 2025, que después se sitúe ligeramente por debajo del 2 % en 2026 y que permanezca en esos niveles más bajos en 2027. La tasa más baja prevista en 2026 está relacionada con efectos de base de la energía en el primer trimestre, con una tasa de variación de los precios de los alimentos más débil y con una reducción de la inflación medida por el IAPCX atribuible a la moderación del ritmo de avance de los precios de los servicios. El descenso adicional de la inflación general en 2027 refleja una reducción continuada de la inflación medida por el IAPCX, que se compensa en parte con una reversión de la tasa de avance de los precios de la energía a tasas de cero, mientras que la de los precios de los alimentos debería mantenerse sin variación. Posteriormente se espera que la inflación general aumente en 2028, impulsada principalmente por un aumento significativo de la inflación de la energía debido a las medidas fiscales relacionadas con la transición climática y, en particular, a la introducción del RCDE2. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, las perspectivas de inflación general se mantienen inalteradas para 2025, mientras que se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2026 y a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2027. La revisión al alza en 2026 obedece fundamentalmente a unas perspectivas de incremento de los precios de los servicios, mientras que la corrección a la baja para 2027 es atribuible, en gran medida, al aplazamiento previsto del RCDE2, que se verá parcialmente compensado por la mayor tasa de variación de los precios de los servicios. De acuerdo con las proyecciones, la inflación medida por el IAPCX descenderá desde el 2,4 % en 2025 hasta el 2,2 % en 2026 y posteriormente se estabilizará en el 2 % o en un nivel próximo a este valor hacia el final del horizonte de proyección, debido a la desaparición de las presiones de los costes laborales sobre la inflación de los servicios. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, la previsión de inflación medida por el IAPCX se mantiene sin variación para 2025, pero se ha revisado al alza en 0,3 puntos porcentuales para 2026 y a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2027.

### Gráfico 13

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



Fuentes: Eurostat y Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2025.

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 (datos) y al cuarto trimestre de 2028 (proyecciones). Las proyecciones de diciembre de 2025 se finalizaron el 3 de diciembre de 2025 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 26 de noviembre de 2025. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

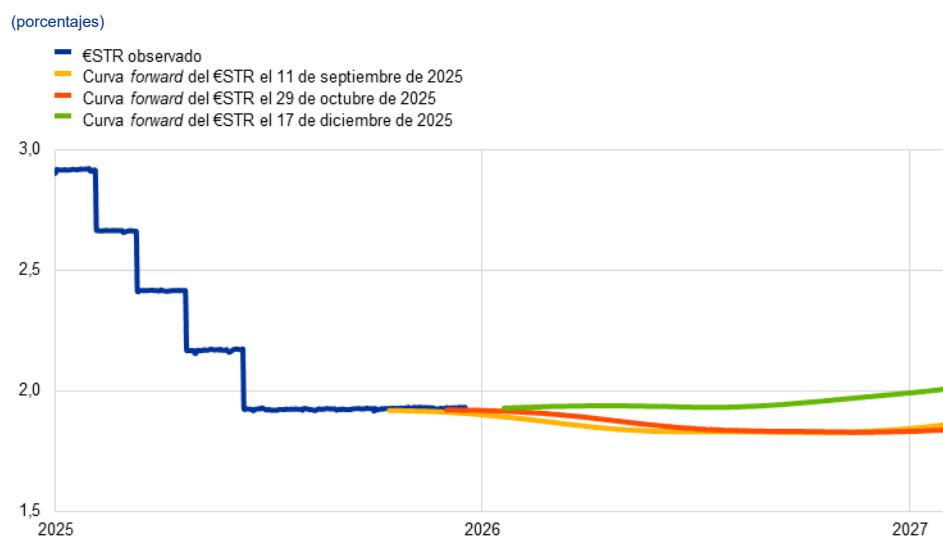
## Evolución de los mercados financieros

Durante el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 17 de diciembre de 2025, los tipos de interés libres de riesgo a corto y a largo plazo de la zona del euro aumentaron y, de hecho, los mercados descartaron nuevos recortes de los tipos de interés. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo finalizaron el período analizado en niveles más altos, pero los diferenciales con respecto a los tipos libres de riesgo se redujeron. El incremento de los tipos libres de riesgo y los rendimientos soberanos fue acorde con una tendencia más amplia de aumento de la pendiente de las curvas de rendimientos en todo el mundo, sobre todo como consecuencia del ascenso de los tipos de interés reales. Los mercados de renta variable de la zona del euro registraron ganancias durante el período considerado, a pesar de los retrocesos temporales en un contexto de preocupación por las valoraciones de las empresas de inteligencia artificial (IA) en Estados Unidos. En los mercados de renta fija privada, los diferenciales siguieron estrechándose y actualmente se sitúan en niveles históricamente bajos, sostenidos por un elevado apetito por el riesgo. En los mercados de divisas, el euro se mantuvo estable tanto frente al dólar estadounidense (+0,3 %) como en términos efectivos nominales (+0,4 %). La estabilidad frente al dólar estadounidense reflejó una evolución macroeconómica mejor de lo esperado en la zona del euro y en Estados Unidos, mientras que la estabilidad en términos efectivos nominales se debió a los movimientos compensatorios de los tipos de cambio frente a socios comerciales.

**Los tipos libres de riesgo a corto plazo y a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia (gráfico 14).** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó en el 1,93 % al final del período analizado, tras las decisiones de mantener los tres tipos de interés oficiales del BCE sin variación que adoptó el Consejo de Gobierno en sus reuniones de septiembre y de octubre. El exceso de liquidez disminuyó unos 164 mm de euros, hasta la cifra de 2.486 mm de euros, principalmente como reflejo de la reducción constante de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria. Los tipos *forward* a muy corto plazo experimentaron un ascenso en el período analizado, dado que los mercados descartaron nuevos recortes de los tipos de interés. El resurgimiento de la incertidumbre en torno al comercio a escala mundial, que se debió sobre todo a la intensificación de las tensiones entre Estados Unidos y China, provocó un breve descenso de los tipos libres de riesgo durante octubre. Este descenso se revirtió posteriormente en un contexto de mejora del sentimiento acerca del comercio, puesto que Estados Unidos firmó acuerdos comerciales con varios países asiáticos y las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo disminuyeron. Tras la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 30 de octubre de 2025, las expectativas a corto plazo sobre los tipos de interés oficiales fueron aumentando con la publicación de nuevos datos que señalaban que la economía de la zona del euro mantenía su capacidad de resistencia. Al final del período de referencia, la curva *forward* del €STR descontaba subidas acumuladas de los tipos de interés de 6 puntos básicos para el final de 2026, lo que supone una reversión con respecto a las bajadas acumuladas de los tipos de interés de 8 puntos básicos que se descontaban al comienzo del período. Más allá de 2027, la curva *forward* del €STR se desplazó al alza en todos los plazos, en consonancia con el aumento a escala global de la

pendiente de las curvas de rendimientos debido principalmente a unos tipos de interés reales más elevados. En conjunto, el tipo OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años se incrementó hasta situarse en el 2,7 % en el período analizado.

**Gráfico 14**  
Tipos *forward* del €STR



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

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

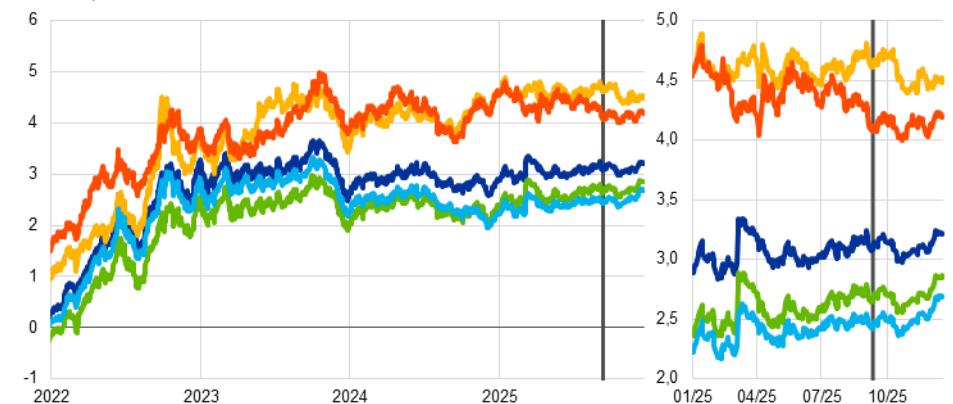
**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo finalizaron el período de referencia en niveles más altos, mientras que los diferenciales con respecto a los tipos libres de riesgo se redujeron (gráficos 15 y 16).** El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 14 puntos básicos durante el período analizado, hasta situarse en torno al 3,2 %. Los diferenciales soberanos con respecto a los tipos OIS libres de riesgo se estrecharon, lo que reflejó el fuerte apetito por el riesgo en las distintas categorías de activos y una reevaluación favorable de los mercados de las perspectivas fiscales para algunos países como España e Italia. Los rendimientos de la deuda soberana francesa mostraron un comportamiento similar a los de otros países de la zona del euro, al disminuir la incertidumbre política en Francia. Entretanto, la rebaja de la calificación crediticia soberana de Francia solo provocó una reacción transitoria en los mercados financieros. La dispersión entre países de los diferenciales soberanos con respecto a los tipos libres de riesgo se redujo durante el período de referencia y se situó en niveles históricamente bajos.

### Gráfico 15

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

(porcentajes)

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

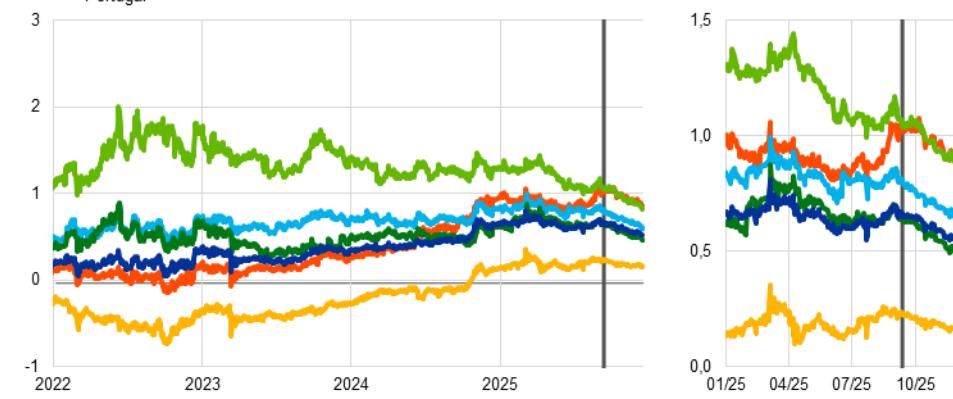
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de septiembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2025.

### Gráfico 16

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

(puntos porcentuales)

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de septiembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2025.

**Los índices bursátiles de la zona del euro registraron subidas durante el período de referencia, a pesar de los contratiempos temporales que reflejaron la preocupación por las valoraciones relacionadas con la IA (gráfico 17).** Los índices bursátiles de la zona del euro experimentaron una subida del 4,9 % en el

período considerado; el subíndice de las sociedades no financieras (SNF) creció un 4 % y los precios de las acciones del sector bancario se incrementaron un 10,6 %. Las cotizaciones bursátiles del sector financiero de la zona del euro aumentaron como consecuencia de una mejora sostenida de las valoraciones en los mercados de renta variable, respaldada por la solidez de los balances y la rentabilidad elevada. Los índices de las bolsas de Estados Unidos se revalorizaron un 1,3 % aproximadamente, con ganancias del 1,5 % por parte de las SNF y del 6,8 % en el sector bancario. El índice más amplio del sector financiero estadounidense registró un alza del 1,1 %. A pesar de las ganancias generalizadas tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, la inquietud de los inversores con respecto a las valoraciones de la renta variable relacionada con la IA en Estados Unidos desencadenó un período de ventas masivas en noviembre. No obstante, los resultados sólidos presentados posteriormente por algunas de las empresas principales del ámbito de la IA contribuyeron a atenuar esa inquietud. En conjunto, el comportamiento de la renta variable en la zona del euro fue mejor que en Estados Unidos, en parte debido a las reservas de los mercados acerca de las valoraciones excesivas, el descenso de los niveles de efectivo y las crecientes interdependencias financieras entre las empresas de IA en Estados Unidos.

### Gráfico 17

#### Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(Índice: 1 de enero de 2020 = 100)



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 17 de diciembre de 2025.

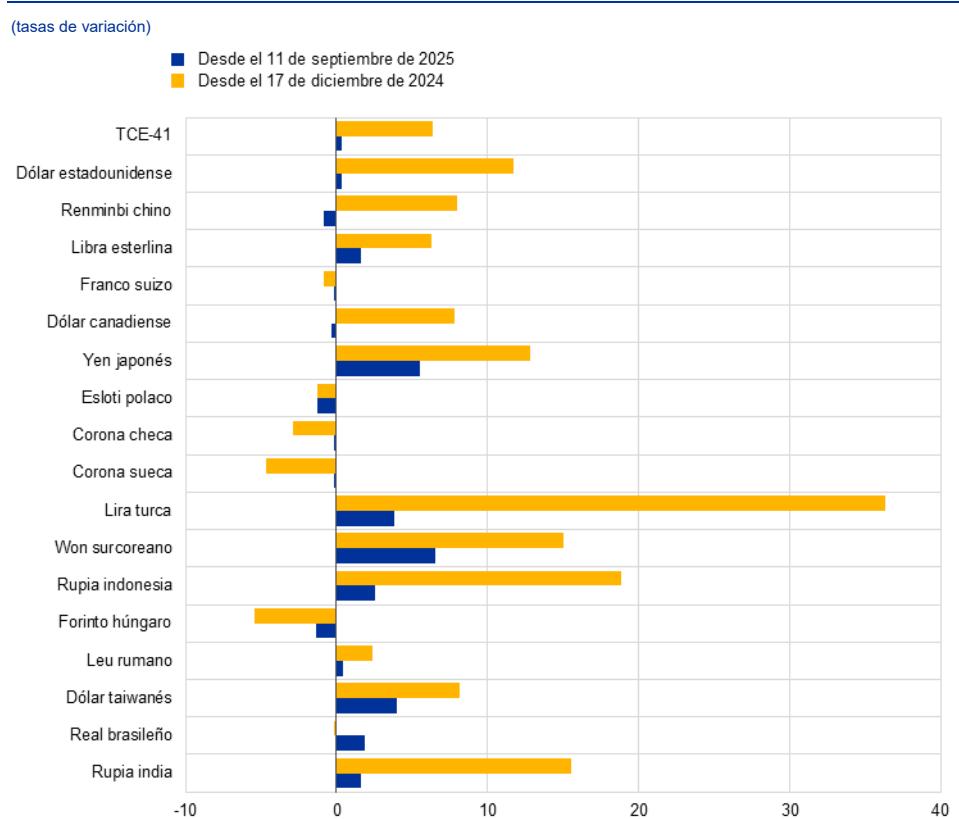
**En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos de grado de inversión y de alto rendimiento (*high-yield*) siguieron estrechándose y actualmente se sitúan en mínimos históricos.** El apetito por el riesgo se mantuvo en niveles elevados durante el período de referencia y propició unas condiciones de financiación favorables en los mercados de renta fija privada, donde los diferenciales de los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento disminuyeron alrededor de 2 y 15 puntos básicos, respectivamente. Los diferenciales del segmento de grado de inversión se redujeron 4 puntos básicos en el caso de las SNF y permanecieron prácticamente sin variación en el sector

financiero. En el segmento de alto rendimiento, los diferenciales se estrecharon 19 puntos básicos en el primer caso y se ampliaron en torno a 35 puntos básicos en el segundo.

**En los mercados de divisas, el euro se mantuvo estable frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 18).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— permaneció estable (+0,4 %). Esta estabilidad reflejó los movimientos compensatorios de los tipos de cambio frente a distintos socios comerciales. En particular, el euro se apreció frente al yen japonés (+5,5 %) y la libra esterlina (+1,6 %), lo que reflejó la incertidumbre en torno a las perspectivas de política fiscal y monetaria en Japón y en el Reino Unido. La presión al alza sobre la moneda única se compensó con una depreciación frente al renminbi chino (-0,8 %) y el esloti polaco (-1,3 %). El euro se mantuvo estable frente al dólar estadounidense (+0,3 %) y fluctuó próximo a su media histórica de 1,18 durante el período de referencia, dado que el fortalecimiento significativo observado anteriormente en el año se estabilizó. Esta estabilidad reflejó una evolución macroeconómica mejor de lo anticipado tanto en la zona del euro como en Estados Unidos, junto con unas expectativas sobre las políticas monetarias que apenas variaron.

**Gráfico 18**

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



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-41 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 41 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 17 de diciembre de 2025.

## 5

## Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas se han mantenido bastante estables desde el verano, después de disminuir en respuesta a los anteriores recortes de los tipos de interés del BCE. En octubre, los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas y de las nuevas hipotecas permanecieron en el 3,5 % y el 3,3 %, respectivamente. El crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares siguió aumentando, si bien en general continuó siendo moderado. En el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 17 de diciembre de 2025, el coste de la financiación –tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones– aumentó, impulsado por la subida de los tipos de interés libres de riesgo. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo sin variación en el 2,8 % en octubre.*

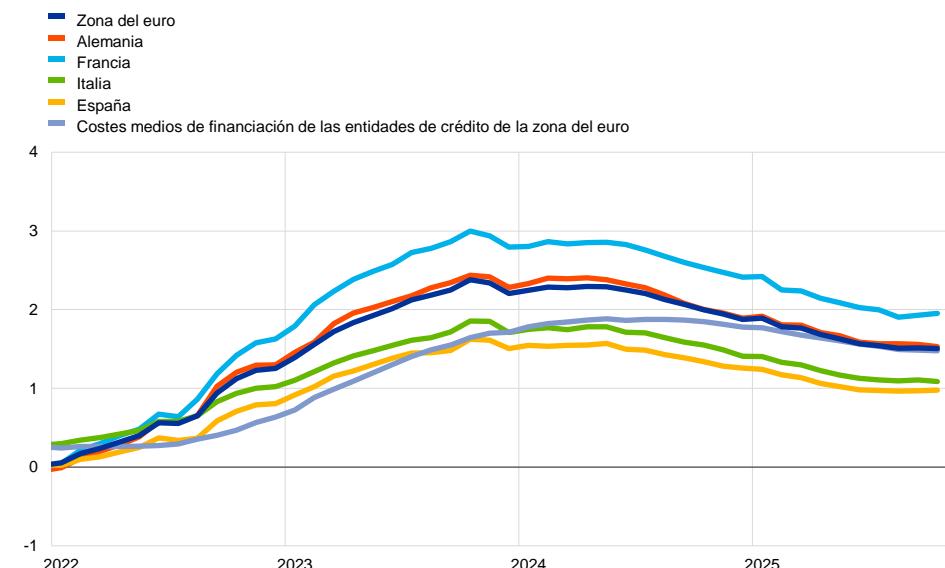
**Los costes de financiación de las entidades de crédito permanecieron estables en general en octubre de 2025.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se situó en el 1,5 % en octubre (panel a del gráfico 19). La rentabilidad de los bonos bancarios se mantuvo próxima al 3 %, como indicaban los datos disponibles a mediados de diciembre (panel b del gráfico 19). Los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos con preaviso, así como los tipos de interés interbancarios, apenas variaron en octubre, mientras que los de los depósitos a plazo de los hogares se incrementaron ligeramente. 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 experimentó variaciones en octubre. Ese mes, el tipo de interés sintético de los depósitos permaneció estable en el 0,9 %, unos 60 puntos básicos por debajo del máximo registrado en mayo de 2024.

### Gráfico 19

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

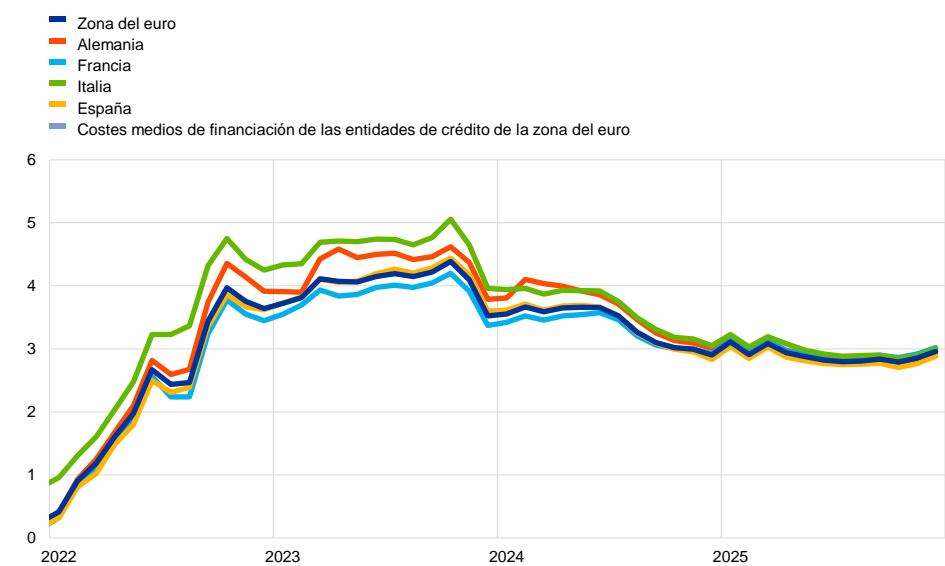
#### a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito

(porcentajes anuales)



#### b) Rentabilidad de los bonos bancarios

(porcentajes anuales)



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 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 octubre de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 17 de diciembre de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares se han estabilizado desde septiembre, en un contexto de tipos de interés**

**oficiales sin cambios y escasas variaciones de los tipos de interés a más largo plazo.** El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras (SNF) se mantuvo inalterado en el 3,5 % en octubre de 2025 —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 20). El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros permaneció prácticamente estable en octubre, con una evolución desigual en las economías de mayor tamaño de la zona del euro. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no varió y fue del 3,3 % en octubre —unos 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023—, con algunas variaciones entre los países más grandes de la zona del euro (panel b del gráfico 20). 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, se mantuvo estable en 20 puntos básicos. 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 muchos países de la zona del euro, lo que hace que sean menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés de mercado a corto plazo.

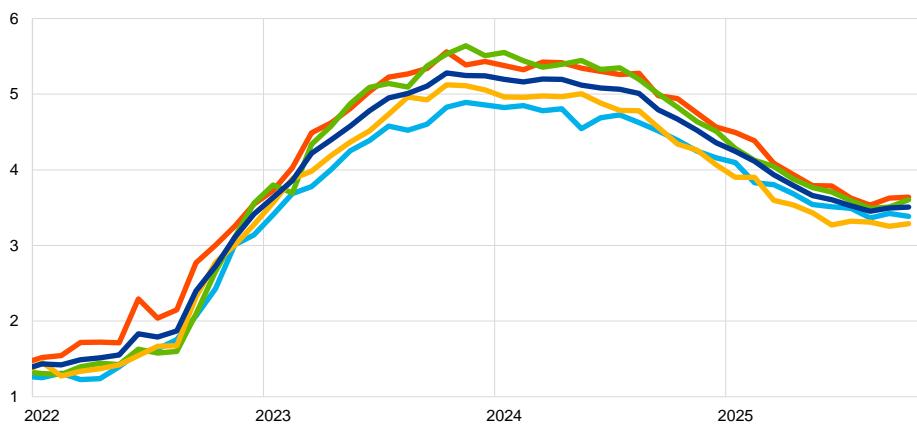
## Gráfico 20

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

### a) Tipos de los préstamos a SNF

(porcentajes anuales)

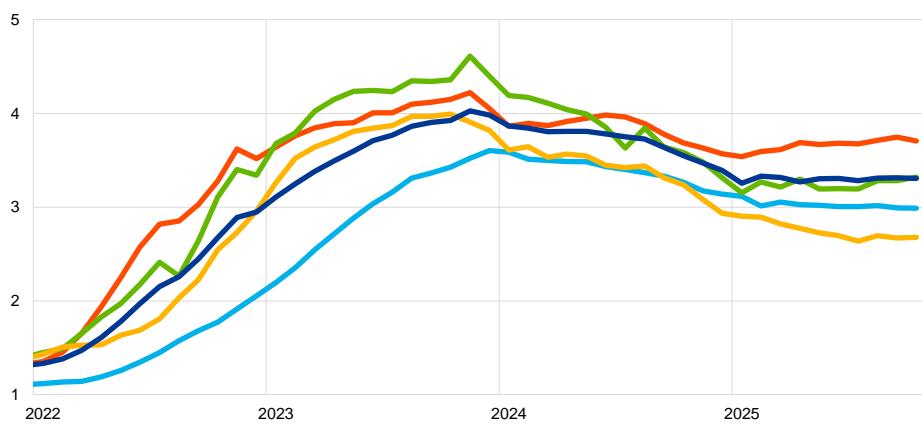
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



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

(porcentajes anuales)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

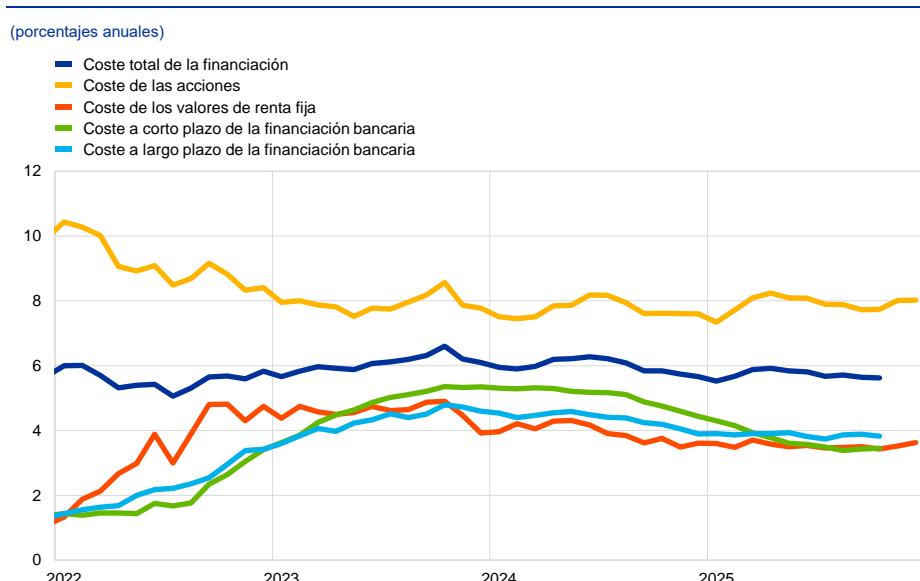
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025. En el panel a, «SNF» corresponde a «sociedades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

**En el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 17 de diciembre de 2025, el coste de la financiación, tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones, aumentó.** 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 el 5,7 % en octubre, sin cambios con

respecto al mes anterior (gráfico 21)<sup>8</sup>. Esta estabilidad reflejó un incremento del coste de las acciones, que en general se vio compensado por un descenso del coste de los valores de renta fija en octubre con respecto al mes anterior. Por su parte, el coste de la financiación bancaria se mantuvo prácticamente inalterado. Los datos diarios del período de referencia —comprendido entre el 11 de septiembre y el 17 de diciembre de 2025— muestran movimientos al alza tanto del coste de los valores de renta fija como, en menor medida, del coste de las acciones. El incremento del coste de los valores de renta fija estuvo impulsado por la evolución al alza de los tipos de interés libres de riesgo, mientras que los diferenciales de los bonos corporativos registraron un leve descenso. Del mismo modo, el aumento del tipo de interés libre de riesgo (aproximado por el tipo OIS [*overnight index swap*] a diez años) provocó un incremento del coste de las acciones, pese al ligero retroceso de la prima de riesgo bursátil.

### Gráfico 21

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



Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg 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 de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a octubre de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

**El crecimiento del crédito a empresas y a hogares siguió siendo moderado y permaneció por debajo de las medias históricas.** La tasa de avance interanual de los préstamos bancarios a empresas fue del 2,9 % en octubre de 2025, sin cambios con respecto a septiembre. Esta tasa había aumentado paulatinamente desde principios de 2025, pero aún se mantiene muy por debajo de su media histórica del 4,3 % (panel a del gráfico 22). El crecimiento interanual de la financiación con deuda corporativa se incrementó ligeramente hasta situarse en el 3,2 % en octubre, pero permanece bastante por debajo de su media histórica del

<sup>8</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta octubre de 2025.

4,8 %. La encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2025 puso de manifiesto un aumento de la aversión al riesgo entre las entidades de crédito. Según la encuesta, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas habían registrado un leve e inesperado endurecimiento neto y la demanda de nuevos préstamos había experimentado un ligero aumento neto, aunque continuaba siendo débil en general. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares siguió recuperándose de forma gradual y se situó en el 2,8 % en octubre, frente al 2,6 % de septiembre, un nivel todavía significativamente inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 22). El crecimiento tanto de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como del crédito para consumo respaldaron esta tendencia al alza. El crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, mantuvo su atonía. 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 se había endurecido ligeramente en octubre, aunque esperaban que se mantuviese estable en los doce meses siguientes. El ritmo de crecimiento de los préstamos, todavía relativamente lento, refleja en parte los mayores niveles de incertidumbre en torno a las políticas económicas globales. Este factor fue especialmente preponderante durante el primer semestre de 2025, entre otras cosas como consecuencia de la evolución de la política comercial de Estados Unidos<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Véase «[More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#)», *The ECB Blog*, 2 de octubre de 2025.

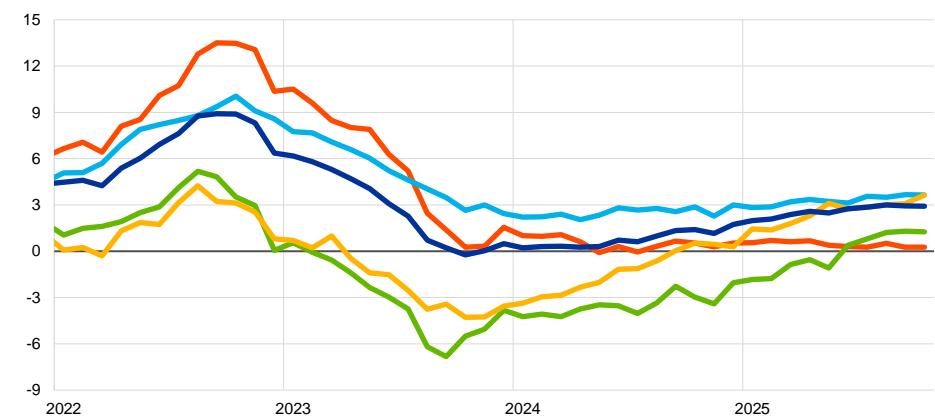
## Gráfico 22

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

### a) Préstamos de las IFM a SNF

(tasas de variación interanual)

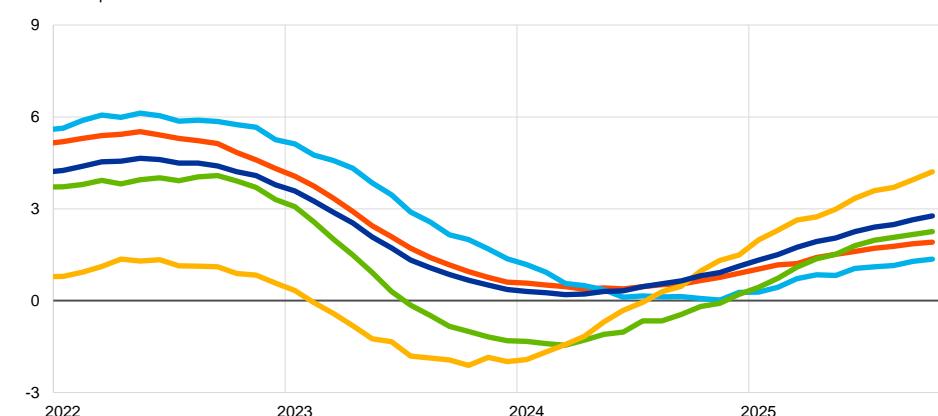
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



### b) Préstamos de las IFM a hogares

(tasas de variación interanual)

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



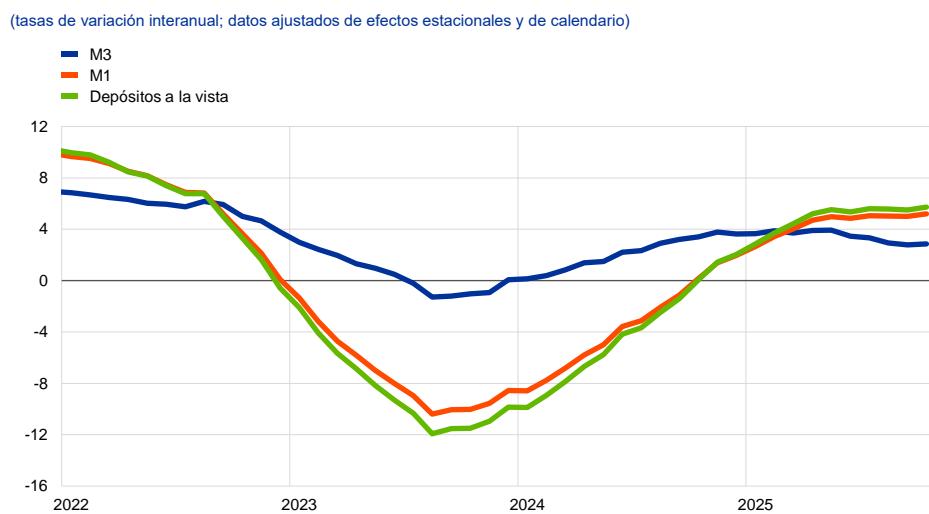
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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 octubre de 2025.

**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se estabilizó en octubre, respaldada por una dinámica estable de los préstamos y los depósitos de hogares y empresas (gráfico 23).** El descenso progresivo del avance de M3 observado desde febrero de 2025 se detuvo en octubre, y la tasa de crecimiento interanual de M3 se mantuvo sin variación en el 2,8 %, muy inferior a la tasa del 4 % que se alcanzó durante la primera parte de 2025, así como a su media de largo plazo del 6,1 %. El crecimiento interanual del agregado monetario estrecho

(M1), que incluye los componentes más líquidos de M3, aumentó a un ritmo relativamente estable y se situó en el 5,2 % en octubre, desde el 5 % de septiembre. El avance 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. En cuanto a las contrapartidas, la contribución de los préstamos a hogares y empresas a la creación de dinero continuó siendo moderada. Las entradas monetarias netas del exterior parecen haber perdido fuerza y haberse tornado más volátiles en comparación con las de 2024. Las compras de deuda pública por parte de las entidades de crédito sostuvieron el crecimiento del dinero en un entorno de solidez de la oferta de bonos. Esto coincidió con la contracción continuada del balance del Eurosistema, con una reducción pasiva de la cartera del programa de compras de activos y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia, que siguió lastrando el crecimiento de M3.

**Gráfico 23**  
M3, M1 y depósitos a la vista



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025.

## 6

## Evolución de las finanzas públicas

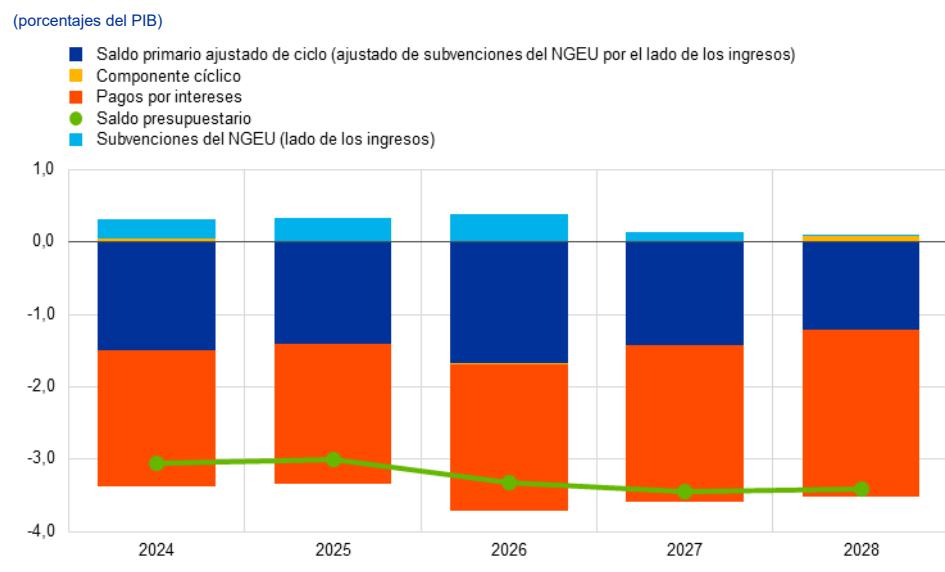
Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2025, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá desde el 3,1 % del PIB en 2024 hasta el 3 % del PIB en 2025. Posteriormente, se prevé que aumente y se sitúe en el 3,5 % en 2027 y se modere hasta el 3,4 % del PIB en 2028. Como reflejo, en líneas generales, de esta senda, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca algo en 2025, se relaje en 2026 y vuelva a endurecerse en 2027 y 2028. Sin embargo, los supuestos y las proyecciones relativos a la política fiscal de la zona del euro continúan sujetos a una incertidumbre elevada<sup>10</sup>. La Comisión Europea aprobó el paquete de otoño de 2026 y espera que la mayoría de los Estados miembros cumplan sus compromisos o que su riesgo de incumplimiento sea limitado, teniendo en cuenta la activación de la cláusula nacional de salvaguardia. Asimismo, se considera positivo que la inversión financiada a nivel nacional esté aumentando en la zona del euro en su conjunto. Los Gobiernos deben priorizar unas finanzas públicas sostenibles, inversiones estratégicas y reformas estructurales que favorezcan el crecimiento.

**De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2025, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro mejorará gradualmente durante el horizonte de proyección (gráfico 24)**<sup>11</sup>. Tras un ligero descenso esperado en 2025, se prevé que el déficit presupuestario de la zona del euro aumente de forma bastante acusada hasta situarse en el 3,5 % del PIB en 2027 y que después se modere solo levemente hasta el 3,4 % del PIB en 2028. Este aumento refleja el incremento de los pagos por intereses (del 1,9 % del PIB en 2024 al 2,3 % en 2028), que solo se vería ligeramente compensado por el impacto del ciclo económico. Por tanto, el componente cíclico seguiría siendo básicamente neutral durante el horizonte de proyección y pasaría a ser algo positivo en 2028, y el saldo primario ajustado de ciclo se mantendría prácticamente sin variación (si se tienen en cuenta las subvenciones del programa Next Generation EU [NGEU, por sus siglas en inglés]). En comparación con las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2025, la senda prevista del saldo presupuestario se ha revisado ligeramente a la baja para 2025-2027, principalmente como consecuencia del saldo primario ajustado de ciclo, que compensa con creces la leve mejora del componente cíclico.

<sup>10</sup> Los planes fiscales de algunas de las grandes economías de la zona del euro aún no se han finalizado o se han quedado obsoletos dada la situación política imperante.

<sup>11</sup> Para más detalles, véanse las «Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2025», publicadas en el sitio web del BCE el 18 de diciembre de 2025.

**Gráfico 24**  
Saldo presupuestario y sus componentes



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2025.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 21 países de la zona del euro.

**Tras registrar un ligero endurecimiento en 2025, se proyecta que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se relaje en 2026 y vuelva a endurecerse en 2027 y 2028<sup>12</sup>.** La variación interanual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, apunta a un modesto endurecimiento en los próximos años, excepto en 2026. El endurecimiento observado en 2025 se debe principalmente a medidas discrecionales relativas a los ingresos, como aumentos de las cotizaciones sociales y, en menor medida, de los impuestos directos e indirectos. Estos incrementos se vieron compensados, en parte, por un crecimiento continuado del gasto público. Se prevé una relajación de la orientación de la política fiscal en 2026, principalmente como consecuencia de la mayor inversión pública. En 2027, la consolidación en muchos países (entre otros factores, tras la finalización de la financiación del NGEU) se vería compensada por medidas de estímulo, en particular en Alemania. Además, el gasto financiado por el NGEU aplazado, sobre todo en España e Italia, mitigaría el endurecimiento de la orientación de la política fiscal en ese año. En 2028, se espera que el tono de la política fiscal de la zona del euro siga endureciéndose, aunque a un ritmo algo más lento que en 2027. Sin embargo, este modesto endurecimiento oculta una heterogeneidad entre los países, ya que la fuerte relajación prevista en Alemania compensa el tono significativamente restrictivo esperado en Francia, España e Italia. El endurecimiento en España e

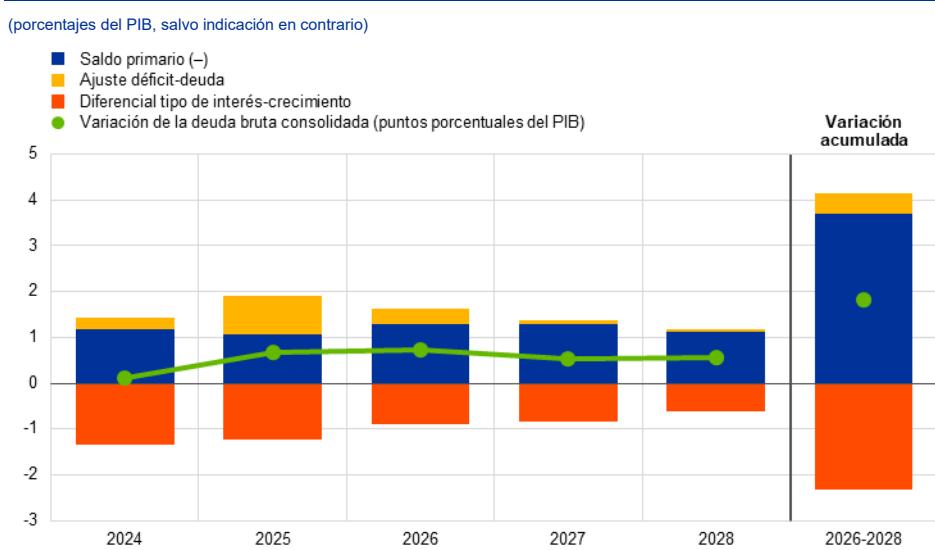
<sup>12</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contraccional en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta para excluir esos ingresos. En el artículo titulado «*The euro area fiscal stance*», Boletín Económico, número 4, BCE, 2016, se presenta información más detallada sobre la orientación de la política fiscal de la zona del euro.

Italia tendría su origen, en gran medida, en un menor nivel de gasto, principalmente en transferencias de capital e inversiones anteriormente financiadas por el NGEU.

**La ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro sigue una senda ascendente (gráfico 25).** Según las proyecciones, la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro aumentará desde el 86,6 % en 2024 hasta el 89,2 % en 2028, en un contexto en el que los déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda compensan los favorables, aunque decrecientes, efectos de los diferenciales tipo de interés-crecimiento. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, la senda de la deuda pública se ha revisado a la baja. Este ajuste a la baja refleja efectos de base derivados de las revisiones estadísticas de 2024 y unos diferenciales tipo de interés-crecimiento más favorables.

**Gráfico 25**

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



Fuentes: Cálculos del BCE y Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2025.

Nota: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 21 países de la zona del euro.

**El 25 de noviembre, la Comisión Europea aprobó su paquete de otoño de 2026, en el que se establecen las prioridades de la política económica y de empleo.** Este paquete contiene la evaluación de la Comisión del cumplimiento del marco fiscal de la UE por parte de los Estados miembros de la UE y proporciona orientaciones para sus políticas fiscales en 2026. También incluye la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2026 realizada por la Comisión. Sin embargo, no todos los países de la zona presentaron sus planes presupuestarios a la Comisión, debido principalmente a sus ciclos electorales<sup>13</sup>. Es alentador constatar que, según el análisis de la Comisión, se espera que la mayoría de los Estados miembros cumpla sus compromisos o que su riesgo de incumplimiento sea limitado, teniendo en cuenta la activación de la cláusula nacional de salvaguardia. También se considera positivo que la inversión

<sup>13</sup> Bélgica y España aún no han presentado sus proyectos de planes presupuestarios. En mayo, Austria presentó el proyecto correspondiente a 2025 y 2026, y la Comisión consideró que cumplía las disposiciones del Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

financiada a nivel nacional esté aumentando en la zona del euro en su conjunto. Los Gobiernos deben priorizar unas finanzas públicas sostenibles, inversiones estratégicas y reformas estructurales que favorezcan el crecimiento.