

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

En su reunión del 5 de febrero de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Su evaluación actualizada volvió a confirmar que la inflación debería estabilizarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. La economía sigue mostrando capacidad de resistencia en un entorno mundial difícil. El bajo nivel de desempleo, la solidez de los balances del sector privado, la ejecución gradual del gasto público en defensa e infraestructuras y los efectos favorables de las anteriores bajadas de los tipos de interés están respaldando el crecimiento. Al mismo tiempo, las perspectivas son aún inciertas, debido especialmente a la actual incertidumbre referida a las políticas comerciales globales y a las tensiones geopolíticas.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. 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

Según la estimación de avance de Eurostat, la economía creció un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2025. La expansión ha estado impulsada principalmente por los servicios, en particular en el sector de la información y las comunicaciones. Las manufacturas han mantenido su fortaleza a pesar de los factores adversos relacionados con el comercio mundial y la incertidumbre geopolítica. La construcción está repuntando, también con el apoyo de la inversión pública.

El mercado laboral sigue respaldando las rentas, si bien la demanda de puestos de trabajo ha seguido enfriándose. La tasa de desempleo se situó en el 6,2 % en diciembre, tras el 6,3 % observado en noviembre. El incremento de las rentas del trabajo, junto con un descenso de la tasa de ahorro de los hogares, debería estimular el consumo privado. El gasto público en defensa e infraestructuras debería contribuir también a la demanda interna. La inversión empresarial debería aumentar en mayor medida, y las encuestas indican que las empresas están invirtiendo cada vez más en nuevas tecnologías digitales. Al mismo tiempo, el entorno exterior sigue

planteando retos, debido a las subidas arancelarias y a la apreciación del euro durante el año pasado.

El Consejo de Gobierno reitera la urgente necesidad de reforzar la zona del euro y su economía en el entorno geopolítico actual. Los Gobiernos deberían priorizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, las inversiones estratégicas y las reformas estructurales que favorezcan el crecimiento. Desplegar el pleno potencial del mercado único europeo sigue siendo esencial. 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 del euro digital.

## Inflación

En enero de 2026, la inflación descendió y se situó en el 1,7 %, frente al 2,0 % y el 2,1 % en diciembre y noviembre, respectivamente. La tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el -4,1 %, tras el -1,9 % de diciembre y el -0,5 % de noviembre, mientras que la inflación de los precios de los alimentos aumentó hasta el 2,7 %, desde el 2,5 % de diciembre y el 2,4 % de noviembre. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta el 2,2 %, desde el 2,3 % de diciembre y el 2,4 % de noviembre. La inflación de los bienes repuntó hasta el 0,4 %, mientras que la de los servicios se redujo hasta el 3,2 %, desde el 3,4 % de diciembre y el 3,5 % de noviembre.

Los indicadores de la 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. El crecimiento de los salarios negociados y los indicadores adelantados, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a una moderación continuada de los costes laborales. Sin embargo, la contribución de los pagos adicionales a los salarios negociados al crecimiento salarial en general sigue siendo incierta.

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.

## Evaluación de riesgos

La zona del euro continúa enfrentándose a un entorno de volatilidad de las políticas en todo el mundo. Un nuevo aumento de la incertidumbre podría incidir en la demanda. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales también podría frenar la demanda. Nuevas fricciones en el comercio internacional podrían distorsionar las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y lastrar el consumo y la inversión. 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 la aplicación de reformas para mejorar la productividad y la adopción de nuevas tecnologías por las empresas de la zona del euro, puede impulsar el crecimiento más de lo esperado, también a través de efectos positivos en la confianza de los empresas y de los consumidores. Nuevos acuerdos comerciales y una integración más profunda del mercado único también podrían impulsar el crecimiento por encima de las expectativas actuales.

Las perspectivas de inflación continúan sujetas a un nivel de incertidumbre mayor del habitual, debido al entorno de volatilidad de las políticas en todo el mundo. La inflación podría descender si los aranceles reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro más de lo esperado y si los países con exceso de capacidad siguen aumentando sus exportaciones a la zona del euro. Asimismo, una apreciación del euro podría situar la inflación por debajo de las expectativas actuales. Un aumento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros podría afectar a la demanda y, en consecuencia, reducir también la inflación. En cambio, la inflación podría ser más elevada si un giro persistente al alza en los precios de la energía, o una mayor fragmentación de las cadenas de suministro mundiales presionaran al alza los precios de las importaciones, redujeran la oferta de materias primas críticas y agudizaran las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Una moderación más lenta del crecimiento de los salarios podría retrasar el descenso de la inflación de los servicios. El impulso previsto 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

Durante el período transcurrido desde la última reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno, celebrada el 18 de diciembre de 2025, los tipos de interés de mercado se redujeron, mientras que el comercio mundial y las tensiones geopolíticas incrementaron temporalmente la volatilidad en los mercados financieros. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas repuntaron hasta el 3,6 % en diciembre, desde el 3,5 % de noviembre, al igual que el coste de la emisión de valores de renta fija. El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas continuó estable en el 3,3 % en diciembre.

El crédito bancario a las empresas creció un 3,0 % en términos interanuales en diciembre, desde el 3,1 % de noviembre y el 2,9 % de octubre. Las emisiones de bonos corporativos aumentaron un 3,4 % en diciembre. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026, la demanda de crédito por parte de las empresas aumentó ligeramente en el cuarto trimestre de 2025, especialmente para financiar existencias y capital circulante. Al mismo tiempo, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas volvieron a endurecerse.

Los préstamos hipotecarios aumentaron un 3,0 % en diciembre, tras el 2,9 % de noviembre y el 2,8 % de octubre, en respuesta a la aún creciente demanda de préstamos y a la relajación de los criterios de aprobación.

## 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 5 de febrero de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. 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.

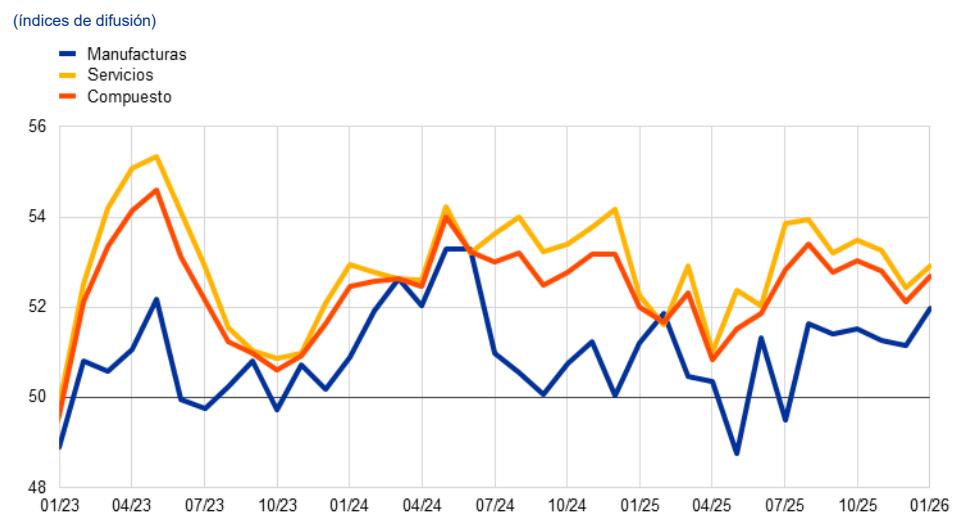
# 1

## Entorno exterior

*El crecimiento económico mundial ha continuado mostrando capacidad de resistencia en general, impulsado por la vigorosa expansión observada en Estados Unidos y en China en el tercer trimestre de 2025. Se espera que este ritmo de avance haya disminuido levemente en el cuarto trimestre, en parte como consecuencia del cierre de la Administración estadounidense en octubre y noviembre, aunque es probable que el consumo haya seguido creciendo con fuerza en el país norteamericano. El crecimiento de las importaciones a escala global se ralentizó en el tercer trimestre y está previsto que se mantenga por debajo de las medias históricas a corto plazo, debido parcialmente a la persistente incertidumbre sobre las políticas comerciales. La fuerte expansión del comercio de productos de alta tecnología, incluidos los relacionados con la IA, sigue siendo una señal positiva en unas perspectivas comerciales a corto plazo que, por lo demás, son débiles. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general se mantuvo en general estable en noviembre.*

**El crecimiento económico mundial ha seguido mostrando capacidad de resistencia en general, pese a que se espera cierta moderación en el cuarto trimestre de 2025.** Los datos de las cuentas nacionales apuntan a un crecimiento vigoroso en el tercer trimestre, principalmente debido a Estados Unidos y a China, mientras que la economía india también creció con fuerza. Se espera que esta expansión mayor de lo esperado se haya moderado ligeramente en el cuarto trimestre, influida en parte por el cierre de la Administración estadounidense durante ese período. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) descendió entre el tercer y el cuarto trimestre de 2025, sobre todo por el debilitamiento de los servicios, pero mantuvo su capacidad de resistencia y siguió en terreno expansivo. En enero, el PMI experimentó un repunte hasta situarse en 52,7, impulsado por las mejoras generalizadas en todos los sectores (gráfico 1). Por países, el PMI compuesto de actividad aumentó de forma acusada en el Reino Unido y en Japón en enero, al tiempo que mejoró marginalmente en Estados Unidos y en China.

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



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

Notas: La línea horizontal con valor de 50 señala el valor de referencia neutral que separa la expansión de la contracción. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026.

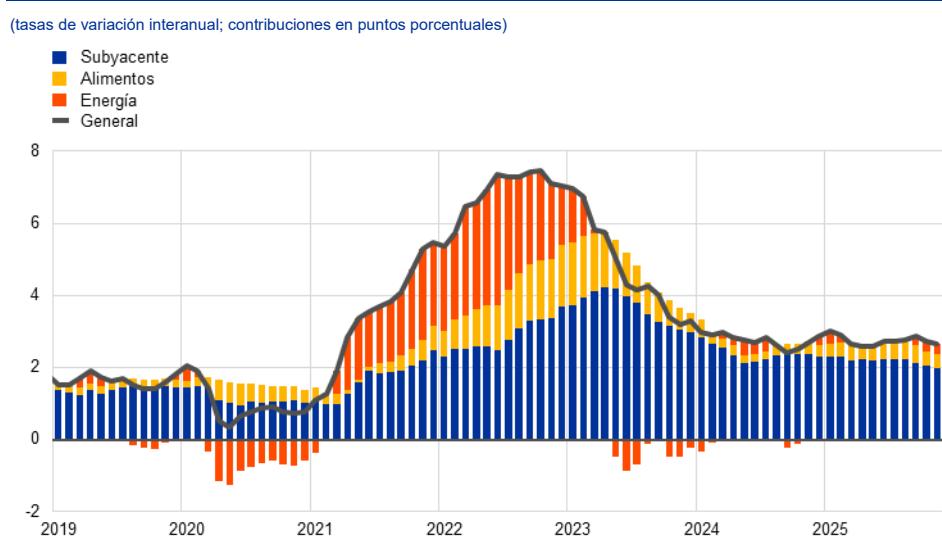
**El crecimiento de las importaciones a escala global se ralentizó en el tercer trimestre de 2025 y está previsto que se mantenga por debajo de las medias históricas a corto plazo.** El debilitamiento de los datos comerciales de alta frecuencia, particularmente los relativos a Estados Unidos, sugieren que es probable que el ritmo de avance de las importaciones mundiales siga siendo débil a corto plazo. Asimismo, las amenazas de imposición de aranceles y la volatilidad de las políticas comerciales continúan lastrando la dinámica del comercio en todo el mundo. Los productos de alta tecnología, incluidos los relacionados con la IA, siguen siendo una señal positiva en unas perspectivas comerciales a corto plazo que, por lo demás, son débiles. Según los datos sobre el comercio internacional en términos nominales hasta octubre de 2025, el comercio de productos de alta tecnología, como los define Eurostat, estaba aumentando a una tasa interanual del 18 % con respecto a los diez primeros meses de 2024. El comercio de productos de alta tecnología relacionados con la IA, como los microchips y las máquinas automáticas para tratamiento y procesamiento de datos, estaba incrementándose a un ritmo incluso más rápido, a una tasa interanual del 35 %. Si se excluye la zona del euro, los principales exportadores netos de productos de alta tecnología son China, Corea del Sur y los miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés). El principal importador en términos netos es Estados Unidos y sus importaciones crecieron un 65 %, en términos interanuales, en los diez primeros meses de 2025.

**La inflación general en los países miembros de la OCDE, excluida Turquía, se mantuvo en general estable en noviembre.** La tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los miembros de la OCDE, excluida Turquía, permaneció sin variación, tras el redondeo, en el 2,7 % en noviembre. La ligera disminución de la contribución de los alimentos y los componentes subyacentes se vio compensada en parte por una aportación algo mayor de los

precios de la energía (gráfico 2). A escala global, excluida la zona del euro, la desinflación parece estar estancándose. La inflación general medida por el IPC fue estable en la segunda mitad de 2025, dado que el incremento de la inflación china contrarrestó la desinflación observada en otras economías emergentes. Por su parte, la inflación de las economías avanzadas apenas varió y la inflación subyacente mundial cayó solo marginalmente.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE



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.

**Los precios del petróleo y del gas subieron, favorecidos por la evolución geopolítica y la preocupación por los niveles de almacenamiento de gas, respectivamente, mientras que los precios de los alimentos disminuyeron y los de los metales aumentaron.** Desde la última reunión del Consejo de Gobierno, los precios del crudo se han incrementado en total un 13 %. Inicialmente mostraron solo una subida limitada en respuesta a la captura del presidente Nicolás Maduro en Venezuela por parte de Estados Unidos, pero después se vieron impulsados por la escalada de las protestas en Irán y las perspectivas de una intervención estadounidense. La tímida respuesta a la evolución observada en Venezuela refleja el peso reducido que tiene esta economía en la oferta mundial de petróleo. Este país latinoamericano solo produce en torno a un millón de barriles de petróleo al día, es decir, el 1 % de la producción global, y las posibilidades de aumentar la oferta siguen siendo limitadas porque predomina el crudo pesado y ácido. Aunque es compatible con las refinerías de Estados Unidos, este petróleo es difícil de extraer, especialmente dado el estado de deterioro de las infraestructuras petroleras del país. Por lo que respecta a los precios europeos del gas, estos registraron un incremento pronunciado, del 22 %. Las bajas temperaturas en Europa dieron lugar a una reducción rápida de las existencias, que se aproximaron a los niveles inferiores de su rango histórico. La preocupación por los niveles de almacenamiento se ha visto agravada por las presiones a la baja sobre los futuros a largo plazo del gas para el invierno de 2026-2027, como reflejo de las sucesivas olas de expansión del

suministro de gas natural licuado procedente de Estados Unidos y Catar. Dado que los precios de los futuros ofrecen poco margen para una posterior reventa rentable, los operadores de almacenamiento de gas tienen en la actualidad escasos incentivos para inyectar gas. Los precios de los alimentos disminuyeron un 7 % debido a las expectativas de una fuerte oferta de maíz en 2026, así como a la debilidad de la demanda de granos de cacao. En cambio, los precios de los metales industriales crecieron un 10 %, 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 ese país.

**En Estados Unidos, el ritmo de avance del PIB real se aceleró en el tercer trimestre de 2025 hasta situarse en el 1,1 % en términos intertrimestrales.** La actividad económica se vio impulsada por el consumo privado y la demanda exterior neta, mientras que el crecimiento de la inversión fija privada se moderó. Es probable que el cierre de la Administración estadounidense durante el cuarto trimestre haya tenido un impacto negativo en el crecimiento. Sin embargo, los datos mensuales hasta noviembre de 2025 sugieren que el consumo siguió mostrando un fuerte dinamismo en el cuarto trimestre. En cambio, el mercado de trabajo de Estados Unidos continuó enfriándose. El crecimiento del empleo en el sector privado permaneció en niveles reducidos y se concentró mayormente en los sectores de atención sanitaria y asistencia social. La expansión del empleo en términos agregados en otros sectores se aproximó a cero, y se destruyó empleo en el comercio minorista y en las manufacturas. La inflación general y la subyacente medidas por el IPC de Estados Unidos se situaron en el 2,7 % y el 2,6 %, respectivamente, y no variaron en diciembre. No obstante, estas cifras podrían estar sesgadas a la baja debido a las dificultades experimentadas en la recogida de datos durante el cierre de la Administración, en particular la información relativa a la inflación de los alquileres, dado que las observaciones que faltaban fueron sustituidas por datos imputados. La inflación de los bienes ha sorprendido a la baja, aunque se mantiene en terreno positivo.

**China cumplió su objetivo de crecimiento del 5 % en 2025, pero su expansión sigue dependiendo de la demanda exterior.** El crecimiento intertrimestral del PIB alcanzó el 1,2 % en el cuarto trimestre de 2025, ligeramente por encima del 1,1 % registrado en el tercer trimestre. Esta evolución obedeció sobre todo a la mayor contribución de la demanda exterior neta, que superó las expectativas de mercado. Las señales recientes de la política económica apuntan a que continuará el apoyo fiscal en 2026, en consonancia con el objetivo declarado por las autoridades chinas de respaldar la demanda interna y lograr un objetivo de crecimiento similar en 2026. En 2025, la inversión en activos fijos experimentó una contracción anual por primera vez desde principios de la década de 1990, como resultado de los esfuerzos por reducir el exceso de capacidad y la deuda de las Administraciones locales. El mercado inmobiliario sigue siendo un lastre para la economía y continúa afectando a la confianza y el gasto de los consumidores. La fortaleza de las exportaciones, principalmente dirigidas a las economías emergentes, generó un superávit comercial histórico de 1,2 billones de dólares estadounidenses en 2025. Se espera que el ritmo de avance de las exportaciones siga apoyando la economía china en 2026, salvo que se produzca una nueva escalada de las tensiones comerciales con

Estados Unidos. La tasa de variación interanual de los precios de consumo en China se incrementó hasta el 0,8 % en diciembre, desde el 0,7 % registrado en noviembre, principalmente impulsada por el encarecimiento de los alimentos y por efectos de base. La inflación subyacente permaneció sin variación en una tasa interanual del 1,2 %. Aparte de los factores transitorios, se espera que la atonía de la demanda interna y el exceso de capacidad industrial continúen provocando una intensa competencia de precios entre las empresas, mientras que el impacto sobre la inflación derivado de los esfuerzos por reducir el exceso de capacidad aún no se ha materializado por completo.

**El dinamismo de la economía del Reino Unido siguió siendo débil en el último trimestre de 2025.** Entre agosto y noviembre, el PIB se incrementó un 0,1 % en conjunto, impulsado por el sector de servicios y por una normalización observada en la fabricación de automóviles tras las disruptivas desencadenadas por un ciberataque en septiembre. Los datos del PMI hasta enero de 2026 confirman un débil dinamismo de la actividad económica hacia el final de 2025 y un repunte limitado a comienzos de 2026. La inflación general aumentó hasta situarse en el 3,4 % en diciembre, desde el 3,2 % registrado el mes anterior, pero se mantuvo por debajo del máximo reciente del 3,8 % alcanzado en el tercer trimestre. La inflación subyacente permaneció el 3,2 %. Los datos hasta noviembre muestran que el crecimiento de los beneficios ordinarios del sector privado continuó moderándose, aunque partía de niveles elevados.

## 2

## Actividad económica

*El PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2025, de modo que el crecimiento fue positivo en todos los trimestres, pese a los numerosos retos que surgieron a lo largo del año. Los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles apuntan a una contribución positiva continuada de la demanda interna y a una menor aportación de la demanda exterior neta. Por sectores, la expansión ha estado impulsada principalmente por los servicios, en particular en el sector de la información y las comunicaciones. Es probable que las manufacturas tocaran fondo al final de 2025, demostrando capacidad de resistencia ante los factores adversos relacionados con el comercio internacional y la incertidumbre geopolítica. La construcción está repuntando, también con el apoyo de la inversión pública. Las encuestas apuntan a una recuperación a dos velocidades en la que los servicios crecen con más intensidad que las manufacturas. A más largo plazo, salvo que se produzcan episodios de volatilidad inesperada a corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere paulatinamente, respaldada por la demanda interna. El consumo debería beneficiarse del incremento de las rentas reales y del descenso gradual de la tasa de ahorro. El aumento de la inversión empresarial, junto con el considerable gasto público en infraestructuras y defensa, también debería apoyar la expansión económica. Con todo, los retos relacionados con las disrupciones en el comercio internacional y la escalada de las tensiones geopolíticas probablemente seguirán constituyendo un lastre para el crecimiento de la zona del euro en adelante.*

**El PIB de la zona del euro siguió aumentando en el cuarto trimestre de 2025, según la estimación preliminar de avance de Eurostat.** El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2025, de modo que el crecimiento fue positivo en todos los trimestres del año (gráfico 3). Se estima que el PIB creció un 1,5 % en el conjunto de 2025, frente a un 0,8 % en 2024<sup>1</sup>. El ritmo de avance se aceleró en 2025 en un entorno caracterizado por diversos retos globales relacionados con la geopolítica y el comercio, lo que pone de relieve la resiliencia de la economía de la zona del euro. Aunque no se dispone aún de la desagregación del gasto correspondiente al cuarto trimestre, los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles sugieren que la demanda interna contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la demanda exterior neta fue más débil. La expansión ha estado impulsada principalmente por los servicios, en particular en el sector de la información y las comunicaciones. Las manufacturas han demostrado capacidad de resistencia frente a los factores adversos relacionados con el comercio internacional y la incertidumbre geopolítica. La construcción está repuntando, también con el apoyo de la inversión pública. En el cuarto trimestre de 2025, la dinámica de crecimiento en los distintos países fue menos heterogénea que en trimestres

---

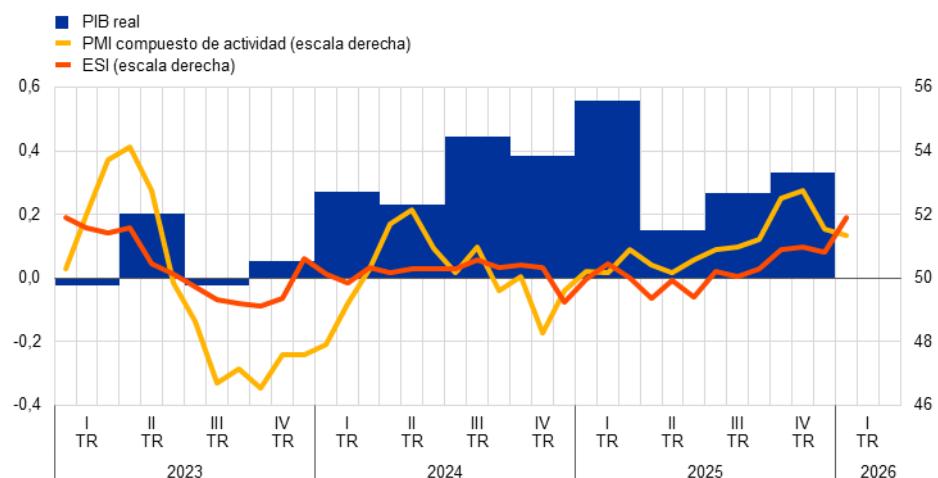
<sup>1</sup> La tasa de crecimiento interanual se basa en cifras desestacionalizadas y ajustadas de efectos de calendario. No se dispone de datos sin ajustar para todos los Estados miembros incluidos en las estimaciones de avance del PIB.

anteriores. El resultado del cuarto trimestre para la zona del euro genera un efecto arrastre del 0,4 % sobre el crecimiento anual en 2026<sup>2</sup>.

**Gráfico 3**

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

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



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

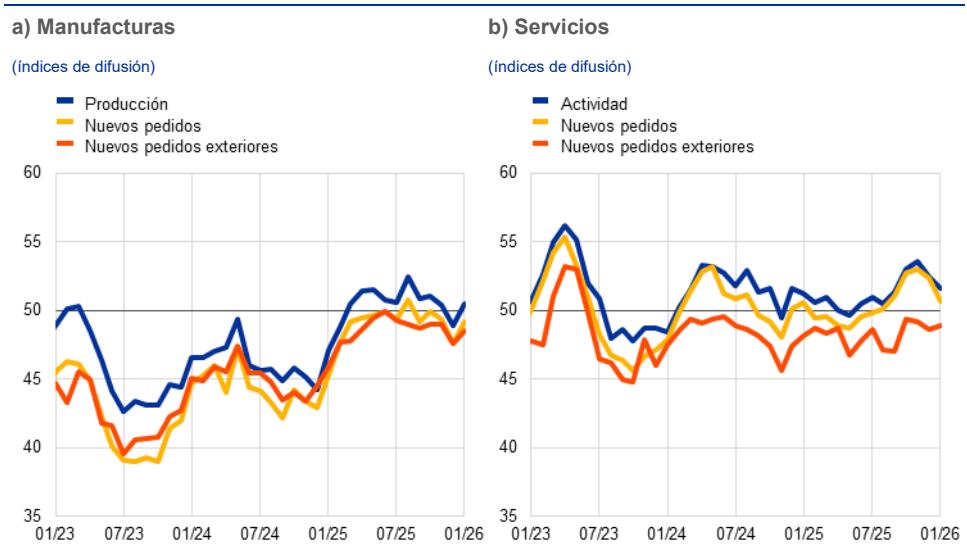
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. En el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad, la línea horizontal con valor de 50 señala el valor de referencia neutral que separa la expansión de la contracción. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el PMI compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para el PIB real y a enero de 2026 para el PMI compuesto de actividad y el ESI.

**Los limitados datos disponibles para el primer trimestre de 2026 apuntan a la persistencia de la fortaleza de los servicios y a que las manufacturas habrían tocado fondo.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad permaneció prácticamente estable entre diciembre de 2025 y enero de 2026, lo que indica un ritmo sostenido de crecimiento moderado, si bien algo más pausado que en el cuarto trimestre de 2025 (panel a del gráfico 4). El PMI de producción de las manufacturas aumentó ligeramente con respecto al cuarto trimestre y se situó en 50,5 en enero, lo que todavía apunta a un avance lento o a un estancamiento de la actividad. Pese a que las manufacturas muestran señales de haber tocado fondo, no se observan indicios de una clara recuperación de este sector en el futuro, debido a los prolongados efectos adversos de las subidas arancelarias, la incertidumbre aún elevada y el reciente fortalecimiento del euro. Otros indicadores, como el PMI de nuevos pedidos, ofrecen una imagen similar de perspectivas muy débiles a corto plazo para el sector industrial. Entretanto, el PMI de actividad de los servicios descendió desde una media de 53 en el cuarto trimestre hasta un valor de 51,6 en enero. Aunque esta evolución sugiere una desaceleración, la tasa de crecimiento de los servicios continúa siendo más elevada que la de las manufacturas, lo que sigue respaldando la idea de una recuperación a dos velocidades. Estas perspectivas se ven corroboradas por los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras (véase **recuadro 5**). En conjunto, los contactos señalaron un aumento

<sup>2</sup> Esto implica que el PIB crecería un 0,4 % en 2026 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral de este año fueran cero (es decir, si el PIB trimestral se mantuviera en el mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2025).

gradual del dinamismo y de la confianza en los últimos meses, aunque con diferencias notables entre sectores y países. El crecimiento sigue estando impulsado principalmente por la actividad de los servicios, respaldada por el gasto de los consumidores en servicios en lugar de bienes, así como por el fuerte avance del gasto de las empresas en servicios digitales (en particular los relacionados con la IA).

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



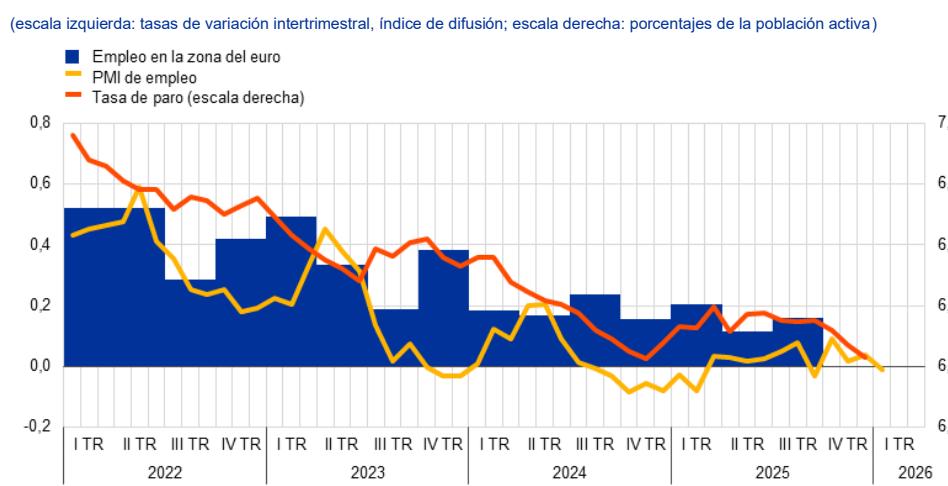
Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Notas: La línea horizontal con valor de 50 señala el valor de referencia neutral que separa la expansión de la contracción. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026.

**El mercado laboral continúa respaldando el crecimiento de las rentas, si bien la demanda de empleo ha seguido enfriándose.** El empleo aumentó un 0,2 % y el total de horas trabajadas un 0,4 % en el tercer trimestre de 2025, lo que se tradujo en una leve recuperación de las horas medias trabajadas (gráfico 5). En términos interanuales, el crecimiento del empleo continuó desacelerándose. Por otra parte, los nuevos puestos de trabajo siguen siendo ocupados por personas que se incorporan al mercado laboral. El ritmo de avance de la población activa se ralentizó hasta el 0 % en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral, aunque aún aumentó un 0,9 % en términos interanuales. Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,2 % en diciembre, después de alcanzar el 6,3 % en noviembre, y la tasa de vacantes descendió hasta el 2,2 % en el tercer trimestre, frente al máximo del 3,3 % registrado en el segundo trimestre de 2022.

## Gráfico 5

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 para el empleo en la zona del euro, a enero de 2026 para el PMI de empleo y a diciembre de 2025 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento débil del empleo en el cuarto trimestre de 2025.** El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 50,5, en promedio, en el citado trimestre, lo que sugiere que su avance fue débil. Los datos correspondientes a enero muestran un deterioro de las percepciones sobre el empleo. El indicador compuesto descendió desde un valor de 50,4 en diciembre hasta 49,9 en enero, debido al sector servicios, cuyo indicador pasó de 51,3 a 50,5. En cambio, el PMI mensual de empleo de las manufacturas registró un alza y se situó en 48,1 en enero, desde un nivel de 47,7 en diciembre.

**Es probable que el crecimiento del consumo privado se fortaleciera en el cuarto trimestre de 2025 y se espera que haya seguido siendo positivo a principios de 2026, atendiendo al aumento de las ventas minoristas, la confianza de los consumidores y la actividad esperada de los consumidores.**

La expansión del consumo se ralentizó en el tercer trimestre como reflejo del menor impulso de los servicios y de los bienes no duraderos, que se vio contrarrestado en parte por el incremento de la demanda de bienes duraderos y semiduraderos (panel a del gráfico 6). La tasa de ahorro de los hogares descendió ligeramente hasta situarse en el 15,1 % en el tercer trimestre, ya que el consumo creció más que las rentas, pero permaneció en un nivel históricamente elevado. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un fortalecimiento del dinamismo del consumo privado en el cuarto trimestre (panel b del gráfico 6). El crecimiento de las ventas minoristas en octubre y en noviembre mejoró con respecto al tercer trimestre. El indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea se mantiene por debajo de su media histórica pero siguió recuperándose en el cuarto trimestre, en gran medida impulsado por la mejora de las expectativas de los hogares sobre su situación financiera y la de la economía en general en los doce meses siguientes. Además, la «actividad esperada de los consumidores», un índice agregado

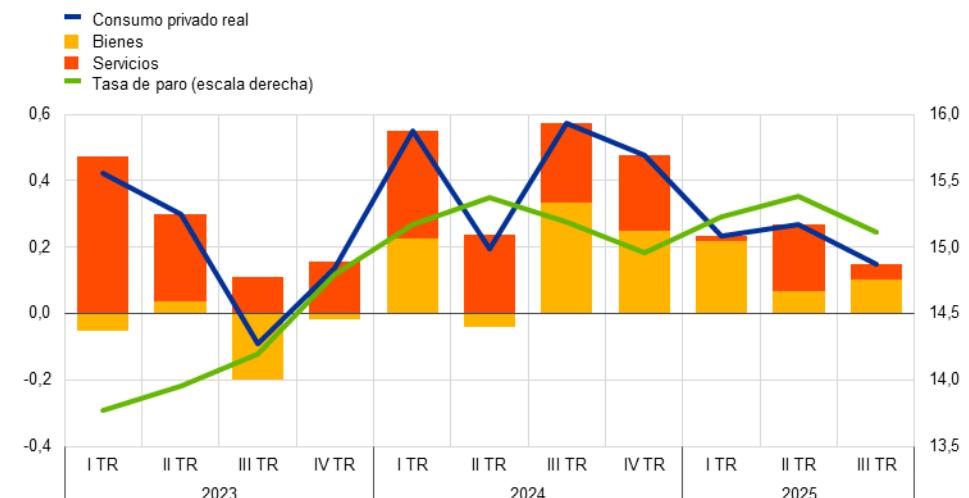
ponderado por el consumo basado en las expectativas de las empresas de la Comisión Europea sobre la actividad en los tres meses siguientes, mejoró en el cuarto trimestre y se situó muy por encima de su media a largo plazo. Esta valoración también se ve respaldada por la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, que indica una confianza creciente de los consumidores, así como por los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras, que señalan un crecimiento robusto del consumo de servicios (véase [recuadro 5](#)). En los próximos meses, el consumo privado debería seguir creciendo en un contexto de solidez de los balances y ganancias de renta real. Con todo, el débil crecimiento del empleo y de la actividad crediticia, unido a la prolongada incertidumbre, aunque cada vez menor, de los hogares, podría afectar al gasto de este sector y contribuir a una tasa de ahorro persistentemente elevada (véase [recuadro 3](#)).

## Gráfico 6

Consumo y ahorro de los hogares; confianza, actividad esperada e incertidumbre de los consumidores, y ventas minoristas

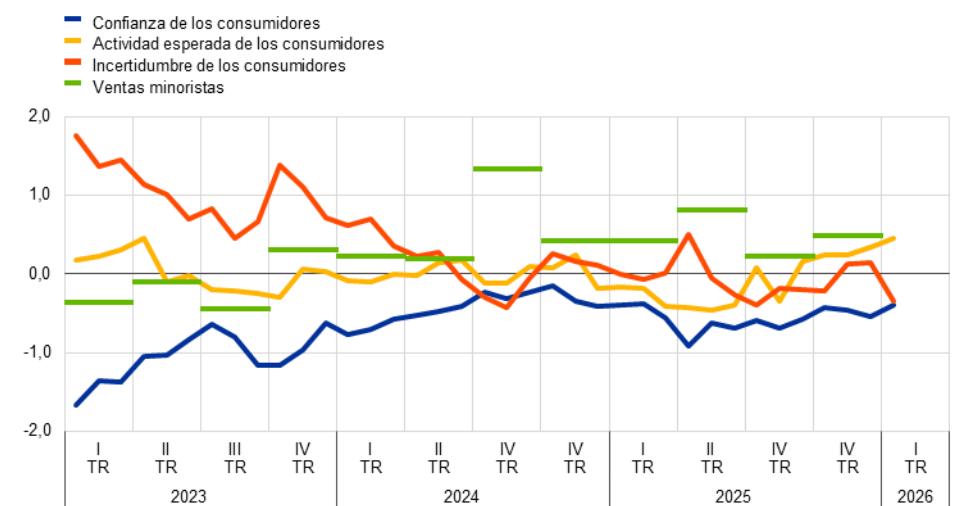
### a) Consumo y ahorro de los hogares

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



### b) Confianza, incertidumbre y expectativas de los consumidores, y ventas minoristas

(saldo neto normalizado; ventas minoristas: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, los niveles de consumo interno real de bienes y servicios se escalan para que sumados igualen el nivel de consumo privado real de las cuentas nacionales principales. En el panel b, «actividad esperada de los consumidores» se refiere a una media ponderada de las expectativas de las empresas para los tres meses siguientes sobre la producción en el sector manufacturero, el empleo en la construcción, la actividad comercial y la demanda de servicios de la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea, ponderada por el peso de cada sector en el consumo privado de la zona del euro de las tablas input-output FIGARO de 2023. «Incertidumbre de los consumidores» se refiere al índice de incertidumbre económica de los consumidores que elabora la Comisión Europea. Todas las series se normalizan para la muestra completa desde enero de 1999, excepto la «incertidumbre de los consumidores» que se normaliza para la totalidad de la muestra desde abril de 2019 por motivos de disponibilidad de datos. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 (panel a), y a diciembre de 2025 para las ventas minoristas y a enero de 2026 para los demás conceptos (panel b).

**Es probable que la inversión empresarial siguiera creciendo en torno al cambio de año.** En el tercer trimestre de 2025, la inversión empresarial (excluidos los productos de propiedad intelectual en Irlanda) aumentó un 1,1 %, en tasa intertrimestral, con un avance robusto de los activos tanto tangibles como intangibles. La expansión de la inversión en activos tangibles parece haber seguido

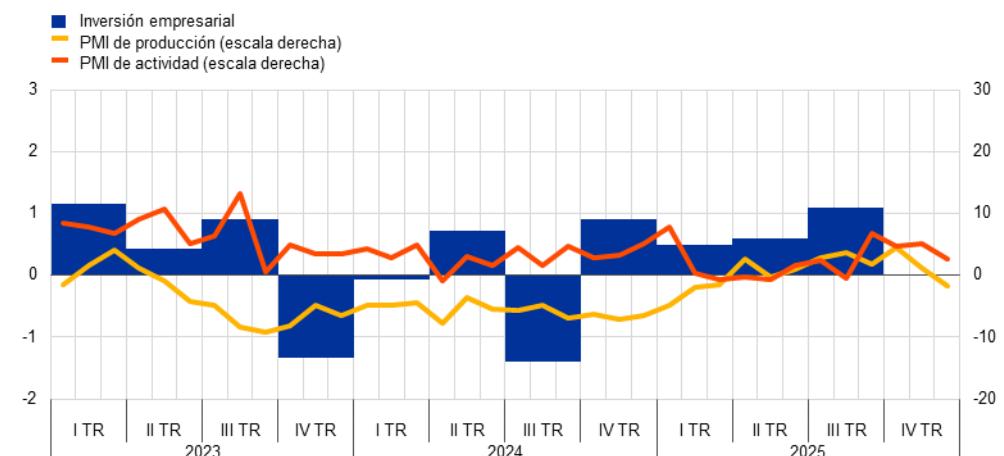
avanzando moderadamente en el cuarto trimestre del año, como pone de manifiesto el aumento de la producción de bienes de equipo hasta noviembre en comparación con el trimestre anterior. Por otra parte, el PMI de producción de bienes de equipo se situó por debajo de 50 en diciembre, lo que apunta a cierta desaceleración en torno al cambio de año (panel a del gráfico 7). En cambio, la inversión en intangibles mantuvo un intenso dinamismo, que se reflejó en el sólido crecimiento observado en la producción de servicios digitales en octubre con respecto al tercer trimestre, al tiempo que el PMI de actividad de los servicios intangibles permaneció por encima de 50 durante todo el cuarto trimestre. Los contactos de las empresas señalaron una mejora gradual de las perspectivas de inversión en enero, en particular para proyectos relacionados con electrificación, centros de datos, energía y defensa (véase [recuadro 5](#)). Entre los principales factores que impulsan la inversión, cabe señalar que los beneficios se están normalizando, la confianza ha mejorado y la dinámica de la demanda se ha mantenido próxima a sus niveles históricos en los últimos trimestres, mientras que las condiciones crediticias se han endurecido en cierta medida, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026. De cara al futuro, el aumento continuado de la demanda, de los beneficios y de la confianza, junto con el apoyo fiscal y la solidez de los balances, debería sostener la inversión en los próximos trimestres.

## Gráfico 7

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

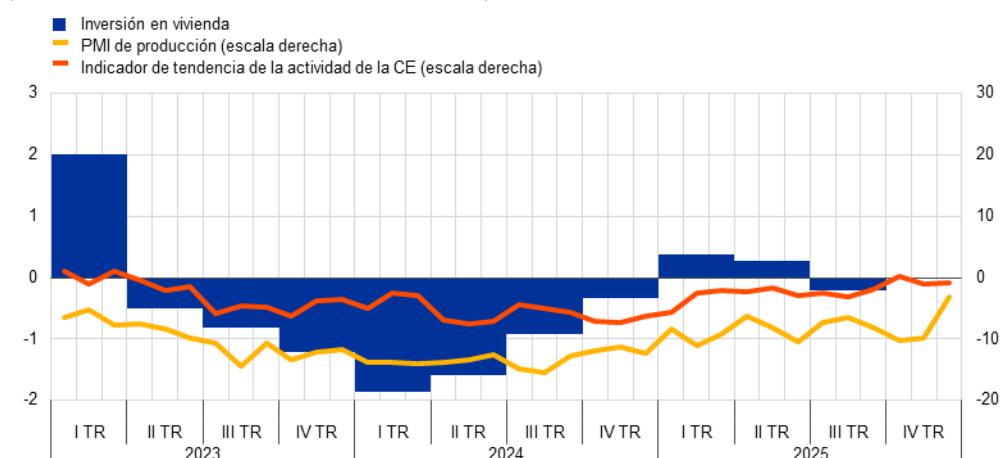
#### a) Inversión empresarial

(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 de Irlanda. El PMI de producción se refiere al sector de bienes de equipo y el PMI de actividad a los servicios de programación, consultoría y otras actividades relacionadas. 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 diciembre de 2025 para los PMI y el indicador de la Comisión Europea.

**Según las estimaciones, la inversión en vivienda habría retomado su senda de recuperación en el cuarto trimestre de 2025 y a principios de 2026.** Los indicadores coyunturales sugieren que el retroceso de la inversión en vivienda ha sido transitorio, tras la leve contracción —0,2 % en tasa intertrimestral— observada en el tercer trimestre de 2025. La producción de la construcción de edificios y las actividades de construcción especializada creció un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2025 con respecto al tercer trimestre. Los indicadores de opinión sobre la actividad de la construcción confirman esta tendencia positiva: el indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea mejoró gradualmente y el PMI de producción de

viviendas avanzó de forma sustancial, aunque todavía señala una contracción (panel b del gráfico 7). Además, en general, los contactos recientes del BCE con empresas constructoras y sus proveedores apuntan a mejoras moderadas de la actividad de construcción residencial. En conjunto, esta evolución sugiere una recuperación continuada de la demanda de vivienda. Ante esta recuperación de la demanda, un número creciente de empresas de la construcción han informado de escasez de oferta de mano de obra en los últimos trimestres. Por otra parte, la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea muestra que las expectativas de empleo en el sector de la construcción aumentaron en el cuarto trimestre de 2025 y alcanzaron el nivel más alto observado desde el segundo trimestre de 2023. Ello apunta a que las empresas esperan un recuperación sostenida de la demanda a corto plazo. Al mismo tiempo, las expectativas relativas a los tipos de interés hipotecarios registraron un ligero incremento en diciembre, según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores, en consonancia con la estabilización observada en los últimos meses del porcentaje de encuestados que consideran la vivienda como una buena inversión. No obstante, como los efectos de la reciente relajación de la política monetaria aún no se han transmitido íntegramente a la inversión en vivienda (véase [recuadro 4](#)), se espera que la recuperación gradual continúe más allá del corto plazo.

**Los aranceles estadounidenses, la fortaleza del euro y la debilidad de la demanda mundial han seguido limitando las exportaciones de la zona del euro, que se redujeron un 0,1 % en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2025.** Las exportaciones a Estados Unidos aumentaron, en general, como resultado del acusado crecimiento de los envíos de productos farmacéuticos irlandeses asociados a medicamentos para la pérdida de peso en septiembre, que compensó ampliamente la caída observada en otros bienes exportados a ese país. Las exportaciones a otros destinos continuaron siendo reducidas, en un contexto de apreciación del tipo de cambio y de pérdidas continuadas de cuotas de exportación en distintos destinos y sectores. Los indicadores adelantados señalan la persistente atonía de los pedidos exteriores del sector manufacturero. Las importaciones reales de la zona del euro registraron una caída significativa —1,1 %— en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2025, con la excepción de las importaciones procedentes de China, que continúan viéndose favorecidas por precios muy competitivos, un exceso de capacidad en la industria manufacturera y la depreciación del tipo de cambio frente al euro. Asimismo, las restricciones a las exportaciones chinas ponen de manifiesto las vulnerabilidades de las cadenas de suministro, ya que este país sigue siendo un proveedor clave de materiales de tierras raras críticos para las industrias de la zona del euro, al tiempo que los indicadores de opinión apuntan a que los plazos de entrega de los proveedores se están alargando algo, sobre todo en sectores que dependen de proveedores externos para abastecerse de componentes críticos.

**Más allá del corto plazo, y salvo que se produzcan episodios de volatilidad inesperada, se espera que la actividad en la zona del euro continúe recuperándose gradualmente.** En el horizonte de proyección más largo, se prevé que la demanda interna siga siendo el principal motor del crecimiento, como reflejan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona

del euro de diciembre de 2025. El incremento de las rentas del trabajo, junto con un descenso de la tasa de ahorro de los hogares, debería estimular el consumo privado. La inversión empresarial debería aumentar en mayor medida, y las encuestas indican que las empresas están invirtiendo cada vez más en nuevas tecnologías digitales. Además, el importante gasto público en infraestructuras y defensa debería contribuir también a la demanda interna. Sin embargo, el entorno exterior sigue planteando retos, debido a las subidas arancelarias y a la apreciación del euro durante el año pasado.

### 3

## Precios y costes

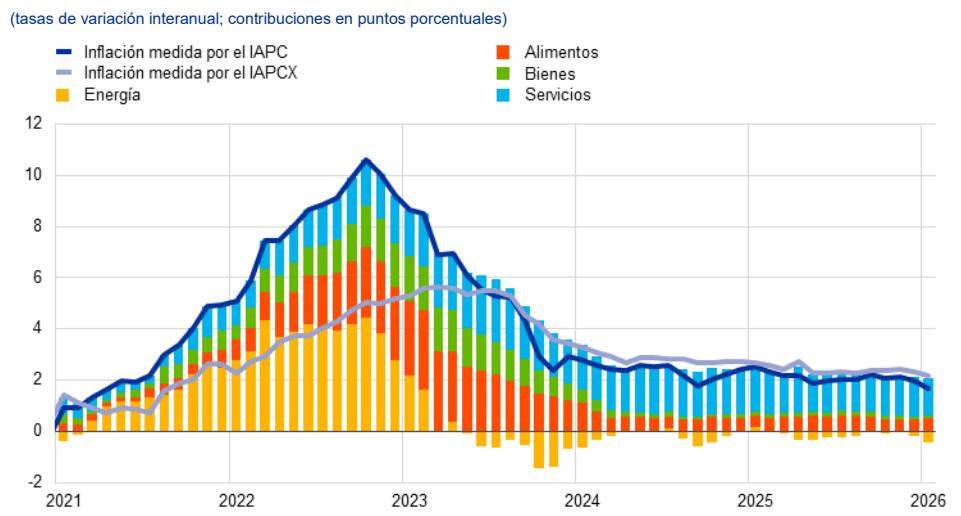
*La inflación general interanual de la zona del euro se redujo hasta el 1,7 % en enero de 2026, desde el 2 % registrado en diciembre de 2025, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía y de la inflación, excluidos la energía y los alimentos<sup>3</sup>. Los indicadores de la inflación subyacente han variado poco en los últimos meses y siguen siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 4 % en el tercer trimestre de 2025, sin cambios con respecto al trimestre anterior. El crecimiento de los salarios negociados y los indicadores adelantados, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a una moderación continuada de los costes laborales. 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.*

**La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta el 1,7 % en enero de 2026, desde el 2 % registrado en diciembre de 2025 (gráfico 8).** Esta reducción refleja la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). En el cuarto trimestre de 2025, la inflación general de la zona se situó en el 2,1 %, básicamente en consonancia con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema para la zona del euro de diciembre de 2025.

---

<sup>3</sup> El 4 de febrero de 2026 entraron en vigor varios cambios metodológicos que afectan al IAPC. Ahora, el índice se elabora con arreglo a la nueva Clasificación europea del consumo individual por finalidad versión 2 (ECOICOP 2, por sus siglas en inglés). Otros cambios incluyen una revisión de las ponderaciones históricas, la incorporación de los juegos de azar como una nueva partida y un cambio de base del índice al nuevo año de referencia común: 2025 = 100.

**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 enero de 2026 (estimación de avance).

**La inflación de la energía se mantuvo en niveles negativos en enero de 2026 y siguió descendiendo hasta situarse en el -4,1 %, desde el -1,9 % registrado en diciembre de 2025.** Este descenso tuvo su origen fundamentalmente en un considerable efecto de base a la baja, ya que los precios energéticos aumentaron en tasa intermensual, pero a un ritmo más lento que en enero de 2025. Los datos disponibles hasta diciembre de 2025 sobre los principales subcomponentes de la energía reflejan la caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de la electricidad, el gas y los combustibles para transporte, y la disminución más acusada correspondió a estos últimos.

**La inflación de los alimentos repuntó y se situó en el 2,7 % en enero de 2026, frente al 2,5 % de diciembre de 2025.** Este aumento se vio impulsado por la mayor tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, que se incrementó hasta el 4,2 % en enero, desde el 3,5 % observado en diciembre, debido a una evolución intermensual no desestacionalizada más intensa de lo que suele ser habitual en enero. En ese mismo período, la inflación de los alimentos elaborados se mantuvo sin variación en el 2,1 %.

**La inflación medida por el IAPCX cayó hasta el 2,2 % en enero de 2026, frente al 2,3 % de diciembre de 2025.** Esta caída fue atribuible a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios, que en parte se vio compensada por el ligero avance de la correspondiente a los bienes industriales no energéticos. La inflación de los servicios siguió descendiendo y se situó en el 3,2 % en enero, frente al 3,4 % y el 3,5 % en diciembre y noviembre, respectivamente. Según los datos disponibles hasta diciembre, esta desaceleración se debió principalmente a las menores tasas de variación interanual del subcomponente de actividades recreativas, en particular de los paquetes turísticos y los servicios de alojamiento, que se vieron parcialmente compensadas por el aumento de la tasa de avance interanual de los precios de los servicios de transporte. En cambio, la tasa

de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos repuntó hasta alcanzar el 0,4 % en enero, tras registrar un descenso y situarse en el 0,3 % en diciembre, desde el 0,5 % de noviembre. El motivo de que esta tasa fuera relativamente baja en diciembre en comparación con noviembre fue la caída de las tasas de crecimiento interanual de los precios de los bienes semiduraderos y no duraderos.

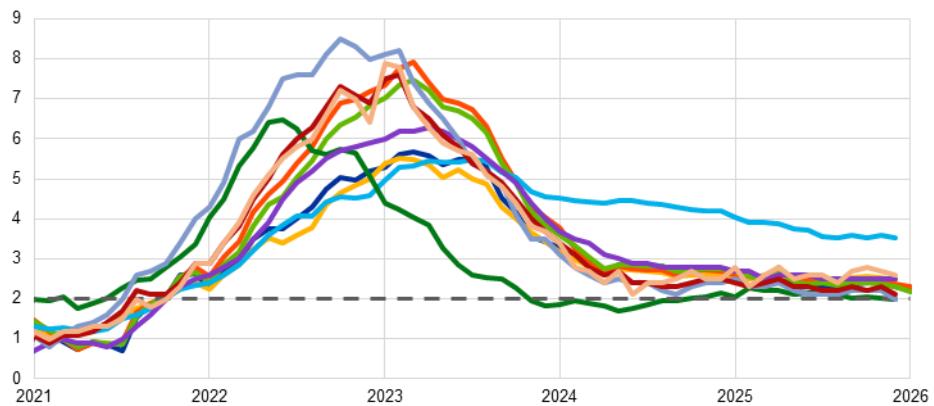
**Los indicadores de la inflación subyacente siguieron siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo en diciembre de 2025 y en enero de 2026 (gráfico 9).** En diciembre de 2025, los valores de los indicadores oscilaron entre el 2 % y el 2,6 %. Entre noviembre y diciembre, la mayoría de los indicadores basados en la exclusión de componentes se redujeron 0,1 puntos porcentuales o no experimentaron variaciones. El IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado, se mantuvo sin cambios en el 2,5 %. En el mismo período, las medias recortadas disminuyeron 0,2 puntos porcentuales. Por lo que respecta a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se mantuvo invariable en el 2 %, mientras que el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, permaneció en el 2,5 % por sexto mes consecutivo. La inflación interna, que abarca componentes con un contenido importador bajo, descendió ligeramente y se situó en el 3,5 % en diciembre, desde el 3,6 % de noviembre. Los datos que ya estaban disponibles para enero de 2026 muestran que la mayor parte de los indicadores basados en la exclusión de componentes cayeron 0,1 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2025. El IAPC, excluida la energía, descendió desde el 2,4 % de diciembre hasta el 2,3 % en enero.

## 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.

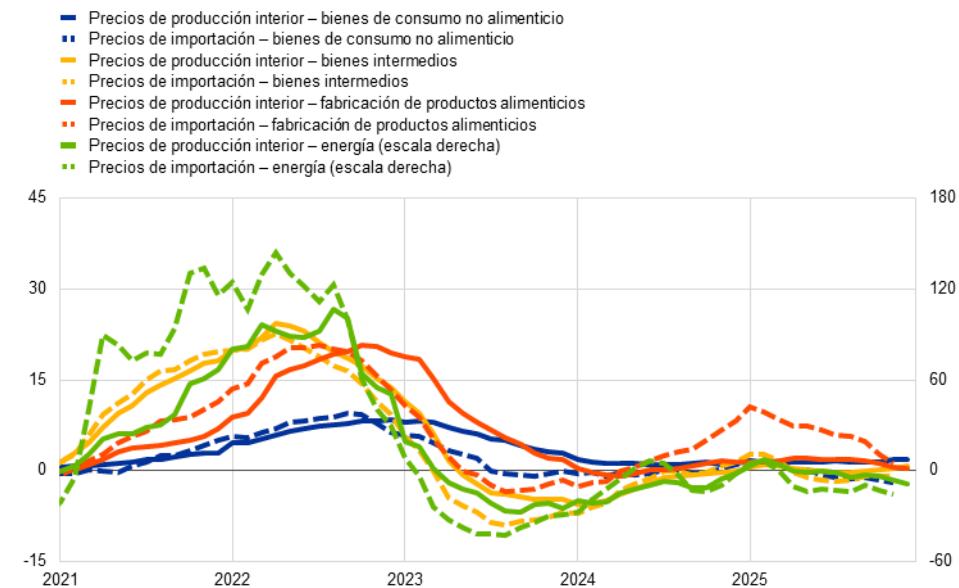
Notas: El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado; el PCCI es el componente común y persistente de la inflación. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026 (estimación de avance) para el IAPCX, el IAPC, excluida la energía, y el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y a diciembre de 2025 para los demás indicadores.

**Los indicadores más recientes de las presiones latentes sugieren que las presiones inflacionistas sobre los precios de los bienes prácticamente no han variado (gráfico 10).** En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de crecimiento de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores aumentó hasta situarse en el 0,8 % en diciembre, desde el 0,4 % registrado en noviembre, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios no registró cambios y se mantuvo en el -0,8 % en noviembre por tercer mes consecutivo. En las fases posteriores del citado proceso, la tasa de avance interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio permaneció inalterada en el 1,8 % en diciembre, al tiempo que la de los precios de importación se adentró más en territorio negativo y cayó desde el -1,6 % en octubre hasta el -2 % en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados disminuyó hasta el 0,4 % en diciembre, desde el 0,6 % observado en noviembre, y la de los precios de importación descendió desde el 2,7 % registrado en octubre hasta el 1,1 % en noviembre, lo que señala una reducción de las presiones de costes en un contexto de caída de los precios internacionales de las materias primas alimenticias. En conjunto, la evolución más débil de los precios de importación reflejó la apreciación del euro y las presiones a la baja derivadas de las importaciones de bienes más baratos procedentes de China, mientras que la dinámica de los precios de producción interior continuó siendo más persistente.

## Gráfico 10

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

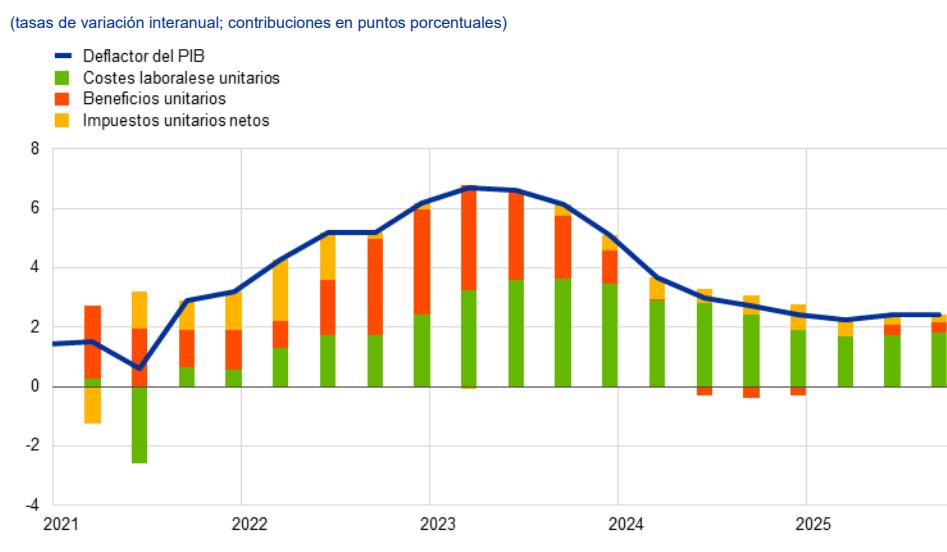
Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025 para los precios de producción interior y a noviembre de 2025 para los precios de importación.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, no registraron variaciones en el tercer trimestre de 2025, después de haber disminuido de forma ininterrumpida durante dos años (gráfico 11).** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se mantuvo prácticamente estable, en el 2,4 %, en el tercer trimestre de 2025, debido a que las contribuciones de los costes laborales unitarios y de los beneficios unitarios no variaron, pero también a que la aportación de los impuestos unitarios fue ligeramente menor. La tasa de avance interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta situarse en el 3,3 % en ese trimestre, desde el 3,1 % del segundo trimestre. Esta evolución tuvo su origen en la menor productividad del trabajo (que cayó del 0,8 % al 0,7 % en ese período), al tiempo que la tasa de avance de la remuneración por asalariado se mantuvo inalterada en el 4 %. La disminución del crecimiento de los salarios negociados, desde el 4 % en el segundo trimestre hasta el 1,9 % en el tercero, se vio compensado por un incremento del componente de deriva salarial, de -0,3 puntos porcentuales a 1,9 puntos porcentuales durante ese período. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que se han actualizado con datos sobre convenios colectivos negociados hasta mediados de enero de 2026— señalan que las presiones sobre el crecimiento de los salarios se reducirán, dado que la tasa de avance de los salarios se sitúa en el 3,1 % en el cuarto trimestre de 2025 y el 3 % en 2025, y posteriormente seguiría moderándose hasta el 2,7 % durante 2026<sup>4</sup>. Esta moderación se ha visto confirmada también por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento de los

<sup>4</sup> Para información más detallada, véase «Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios siguen sugiriendo una normalización de las presiones de los salarios negociados en 2026», nota de prensa, BCE, 11 de febrero de 2026.

salarios, como los resultados de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE, que indican que se espera que el crecimiento salarial se sitúe en el 3,2 % en 2025 (0,1 puntos porcentuales menos que en la encuesta anterior) y que siga ralentizándose hasta situarse en el 2,7 % en 2026 (0,1 puntos porcentuales por encima de lo indicado en la encuesta precedente) y el 2,5 % en 2027<sup>5</sup>.

**Gráfico 11**  
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025.

**Las expectativas de inflación a largo plazo de los expertos en previsión económica y de los analistas de política monetaria se mantuvieron estables en torno al 2 %, al tiempo que las percepciones y las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores apenas variaron en diciembre de 2025.** La mediana de las expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) correspondiente a febrero de 2026 y la de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2026 permanecieron sin variación en el 2 % (panel a del gráfico 12). Por lo que respecta a las percepciones y las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores, según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2025, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores fue del 3,2 %, es decir, 0,1 puntos porcentuales más que en noviembre. La tasa mediana de la inflación esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin cambios desde noviembre, en el 2,8 %, mientras que la correspondiente a la inflación esperada a tres años vista aumentó ligeramente y se situó en el 2,6 %, frente al 2,5 % del mes anterior (panel b del gráfico 12). En el mismo período, las

<sup>5</sup> Para más información, véase G. de Bondt, R. Morris y M. Roma, «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

expectativas de inflación a cinco años vista se incrementaron hasta el 2,4 %, desde el 2,2 %.

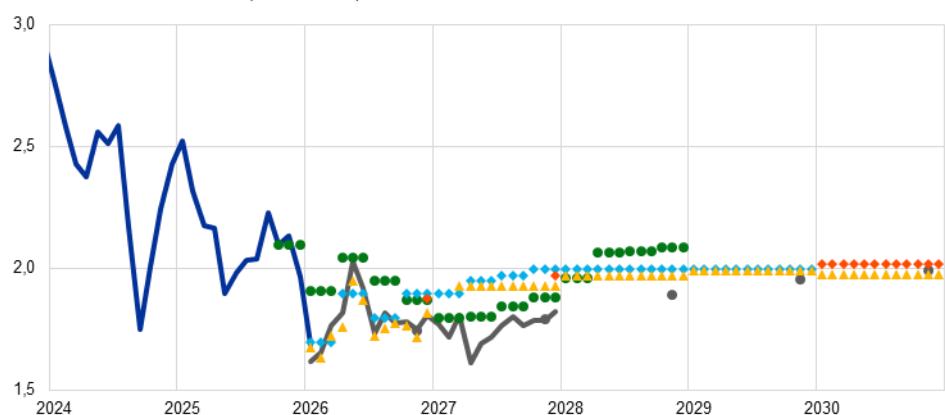
### Gráfico 12

#### Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

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

(tasas de variación interanual)

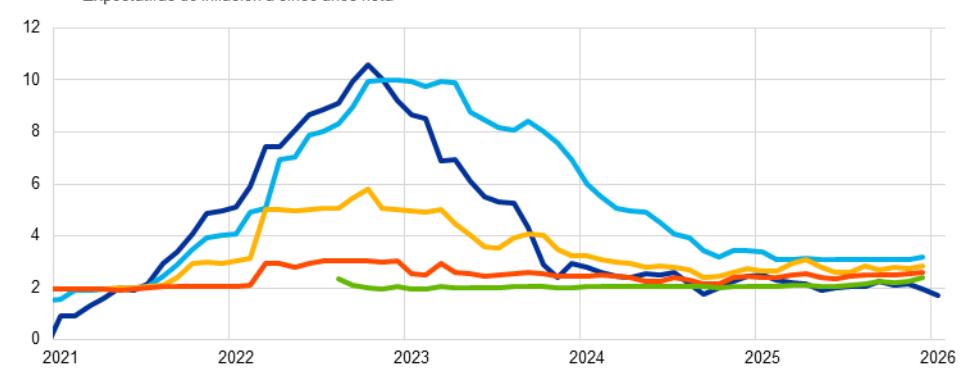
- IAPC
- Fixings (4 de febrero de 2026)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (4 de febrero de 2026)
- Proyecciones macroeconómicas del Eurosistémico para la zona del euro (diciembre de 2025)
- ◆ SMA (febrero de 2026)
- ◆ EPE (I TR 2026)
- ▲ Consensus Economics (enero de 2026)



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

(tasas de variación interanual)

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



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistémico para la zona del euro, diciembre de 2025, y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en el tipo al contado a un año, el tipo *forward* a un año dentro de un año, el tipo *forward* a un año dentro de dos años, el tipo *forward* a un año dentro de tres años y el tipo *forward* a un año dentro de cuatro años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 4 de febrero de 2026. Los *inflation fixings* son contratos de swaps vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2026 se realizó entre el 7 y el 12 de enero de 2026. La encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) correspondiente a febrero de 2026 se llevó a cabo entre el 19 y el 21 de enero. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue el 12 de enero de 2026. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistémico para la zona del euro 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. En el panel b, las líneas referentes a la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) representan las tasas medianas. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026 (estimación de avance) para el IAPC y a diciembre de 2025 para los demás indicadores.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 18 de diciembre de 2025, los indicadores de mercado de la compensación por inflación han aumentado a corto plazo pero continúan señalando una inflación ligeramente inferior al 2 %, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen firmemente ancladas (panel a del gráfico 12). Durante el período analizado, los *inflation fixings*, que son contratos de *swaps* vinculados al IAPC, excluido el tabaco, repuntaron para la primera mitad de 2026 y se situaron en niveles más elevados para la segunda, debido al incremento de los precios de la energía y de los metales industriales. Esto implica que los inversores esperaban que la inflación tocara fondo en los primeros meses del año, antes de recuperarse hasta situarse en una media de alrededor del 1,8 % para el conjunto del año. Por otra parte, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año se situó en el 1,8 %. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado permanecieron bien ancladas al objetivo de inflación del Consejo de Gobierno, como se reflejó en el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, ajustado por las primas de riesgo de inflación, que se situó próximo al 2 %.

## 4

## Evolución de los mercados financieros

*Los mercados financieros de la zona del euro registraron episodios de volatilidad durante el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026. Las expectativas relativas a los tipos de interés disminuyeron en el contexto del reavivamiento de las tensiones comerciales y geopolíticas. Sin embargo, a medida que esas tensiones se atenuaron, la caída de las expectativas se revirtió parcialmente. En conjunto, la curva forward de los tipos libres de riesgo finalizó el período analizado en niveles ligeramente inferiores en los plazos cortos, al tiempo que sugería que los mercados no esperaban cambios en los tipos de interés oficiales en 2026. Los tipos de interés nominales libres de riesgo a medio y a largo plazo de la zona del euro descendieron ligeramente en el período examinado, mientras que los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron estables, en general, y siguieron viéndose respaldados por la capacidad de resistencia del crecimiento económico y la solidez de la demanda de bonos soberanos con rendimientos más elevados. Los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico estuvieron sometidos a presiones a la baja temporales derivadas de las crecientes tensiones geopolíticas. Sin embargo, posteriormente, los precios de las acciones de la zona del euro se recuperaron y aumentaron, en general, durante el período analizado. Los diferenciales de los bonos corporativos registraron una leve disminución adicional, manteniéndose en niveles reducidos desde una perspectiva histórica. En los mercados de divisas, el euro se apreció ligeramente frente al dólar estadounidense, pero perdió algo de valor en términos efectivos nominales.*

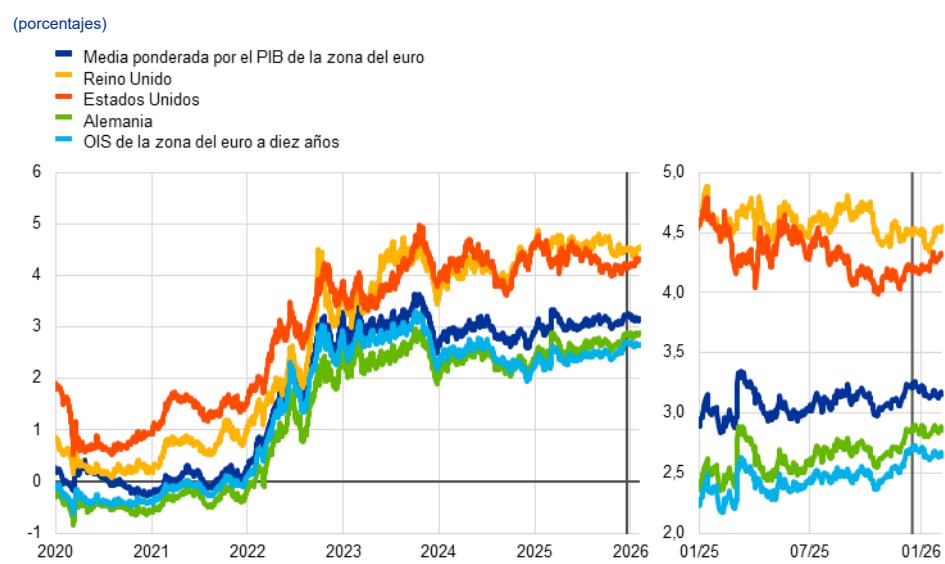
**Los tipos libres de riesgo de la zona del euro descendieron en los plazos cortos, al tiempo que se estabilizaron en niveles moderadamente más bajos en los plazos más largos.** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro ( $\text{€STR}$ ) permanecía en el 1,93 % al final del período analizado, tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en su reunión del 18 de diciembre de 2025 de mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El exceso de liquidez disminuyó unos 36 mm de euros, hasta la cifra de 2.434 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo en el marco de sus programas de compras de activos. La curva *forward* del  $\text{€STR}$  se desplazó a la baja en enero, en un contexto de tensiones comerciales y geopolíticas. Sin embargo, este movimiento a la baja se revirtió parcialmente al reducirse las tensiones. En conjunto, al final de período de referencia, la curva *forward* del  $\text{€STR}$  indicaba que los mercados no esperaban cambios en los tipos de interés oficiales en ninguna dirección este año y que descontaban una senda algo más moderada de subidas de tipos más allá de 2026. En consecuencia, el tipo OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años disminuyó unos 4 puntos básicos y se situó en el 2,6 % al final del período analizado.

**Los rendimientos soberanos de la zona del euro se mantuvieron estables, en general, y siguieron viéndose respaldados por la mejora de los fundamentos económicos y por la solidez de la demanda de bonos soberanos con rendimientos más elevados (gráfico 13).** El rendimiento de la deuda soberana a

diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 5 puntos básicos durante el período analizado, mientras que los diferenciales de dicha deuda con respecto a los tipos OIS libres de riesgo permanecieron estables en general. Las tensiones geopolíticas y la incertidumbre en torno al comercio contribuyeron a la volatilidad de los mercados. Sin embargo, estas turbulencias, unidas a la corrección al alza del precio de la deuda pública a largo plazo de Japón, tuvieron solo un impacto limitado en los bonos soberanos de la zona del euro, que siguieron estando respaldados por la solidez de los datos económicos y la demanda robusta de bonos soberanos con rendimientos más elevados. Durante el período de referencia, los rendimientos de la deuda soberana francesa registraron la mayor caída entre los principales países de la zona del euro, descendiendo unos 10 puntos básicos, en un contexto de disminución de la incertidumbre política. En conjunto, la dispersión entre países de los rendimientos soberanos de la zona del euro permanece en niveles históricamente bajos. Fuera de la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos creció 16 puntos básicos durante el período analizado, hasta el 4,3 %, y el correspondiente a la deuda soberana al mismo plazo del Reino Unido aumentó 7 puntos básicos y se situó en el 4,6 %.

### Gráfico 13

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (18 de diciembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 4 de febrero de 2026.

**Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia, pese a experimentar descensos temporales debido a las tensiones geopolíticas y a la incertidumbre en torno al comercio.** Los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico registraron ventas masivas en el punto álgido de esas fricciones, y después repuntaron al reducirse en cierta medida las tensiones. En conjunto, los índices bursátiles de la zona del euro se revalorizaron un 4,5 % en el período analizado, con incrementos del 4,9 % en el sector financiero y del 3,8 % en las sociedades no financieras (SNF), respectivamente. Las elevadas

tensiones geopolíticas siguieron impulsando las cotizaciones del sector de la defensa, que registraron fuertes subidas. Los valores de renta variable de los sectores que se están beneficiando de gastos de capital más elevados, como el de telecomunicaciones y el de suministros básicos (*utilities*), también obtuvieron mejores resultados que sus homólogos, respaldados por las expectativas de aumento de la inversión en infraestructuras e inteligencia artificial. Los mercados bursátiles estadounidenses subieron en torno al 1,5 % en el período de referencia, con ganancias del 1,6 % en el caso de las SNF y del 0,2 % en el del sector financiero.

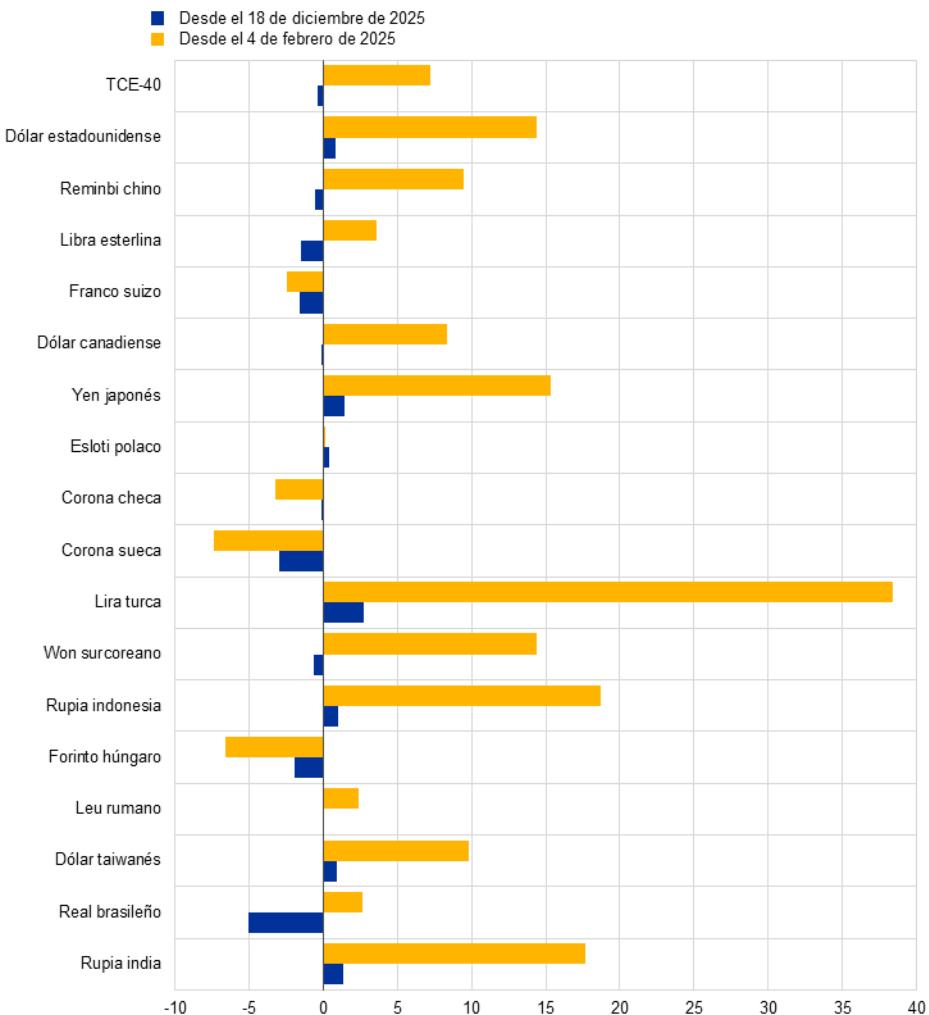
**Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro permanecieron en niveles reducidos desde una perspectiva histórica y registraron una leve disminución adicional en el período de referencia.** Los diferenciales de los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento disminuyeron 5 y 11 puntos básicos, respectivamente. En el de grado de inversión, los diferenciales de los bonos de las SNF se redujeron 5 puntos básicos, mientras que los de los bonos del sector financiero registraron un descenso de 7 puntos básicos. En el segmento de alto rendimiento, los diferenciales se estrecharon 10 puntos básicos en el primer caso y 14 puntos básicos en el segundo.

**En los mercados de divisas, el euro se apreció ligeramente frente al dólar estadounidense, pero perdió algo de valor en términos efectivos nominales (gráfico 14).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— perdió algo de valor (−0,4 %). El euro se apreció ligeramente (+0,9 %) frente al dólar y se situó de forma transitoria en su nivel más alto desde mediados de 2021, debido a las tensiones geopolíticas y a la incertidumbre en torno al comercio. Entre las monedas de las principales economías y las de las emergentes, el euro se depreció levemente frente al renminbi chino (−0,6 %) y también cayó frente a la libra esterlina (−1,5 %), en un entorno de mejora de los resultados macroeconómicos en el Reino Unido, así como frente al franco suizo (−1,6 %) debido a su persistente condición de moneda refugio. Estos movimientos se vieron compensados, en parte, por la apreciación de la moneda única frente al yen japonés (+1,4 %), reflejo de la evolución política interna en el país nipón.

**Gráfico 14**

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-40 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 40 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 4 de febrero de 2026.

## 5

## Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares se han mantenido, en general, estables desde el verano, en un contexto de tipos de interés oficiales del BCE que permanecieron sin variación. En diciembre de 2025, los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas aumentaron hasta situarse en el 3,6 %, mientras que los tipos aplicados a las nuevas hipotecas continuaron estables en el 3,3 %. El crecimiento de los préstamos a hogares siguió con su tendencia al alza, mientras que el de los préstamos a empresas apenas se modificó. En el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026, el coste de la financiación mediante valores de renta fija descendió, mientras que el de la financiación mediante acciones se mantuvo básicamente sin cambios. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026, las entidades endurecieron los criterios de aprobación del crédito a empresas en el cuarto trimestre de 2025, mientras que la demanda de nuevos préstamos a este sector continuó incrementándose. Los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda se relajaron levemente y los aplicados al crédito para consumo siguieron endureciéndose, mientras que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó aumentando de forma moderada. Las tensiones comerciales y la incertidumbre asociada contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al cuarto trimestre de 2025, que se llevó a cabo entre el 19 de noviembre y el 15 de diciembre de 2025, las empresas señalaron un incremento de los tipos de interés bancarios, así como un endurecimiento continuado de otras condiciones del crédito. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta situarse en el 2,8 % en diciembre.*

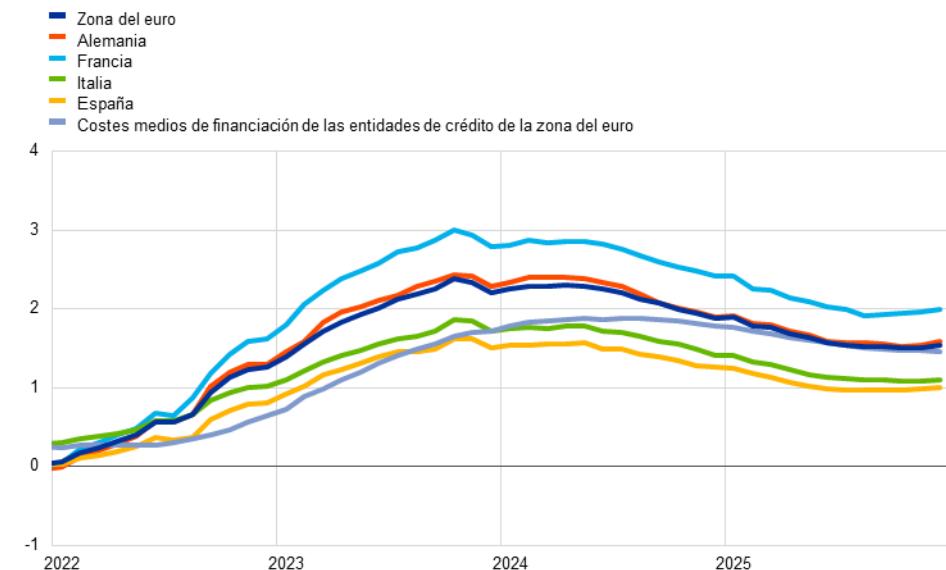
**Los costes de financiación de las entidades de crédito permanecieron estables en general en diciembre de 2025.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se situó en el 1,5 % en diciembre (panel a del gráfico 15). Según los datos disponibles a principios de febrero de 2026, la rentabilidad de los bonos bancarios —que había aumentado en diciembre— descendió hasta situarse algo por debajo del 3 %, básicamente en consonancia con una tendencia más amplia observada desde el comienzo de 2025 y como reflejo de la evolución de los tipos de interés libres de riesgo a más largo plazo (panel b del gráfico 15). Los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos con preaviso apenas variaron en diciembre, al igual que los tipos de interés interbancarios, mientras que los de los depósitos a plazo de las empresas y 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 cambios en diciembre. El tipo de interés sintético de los depósitos permaneció estable en el 0,9 %, unos 50 puntos básicos por debajo del máximo registrado en mayo de 2024.

## Gráfico 15

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

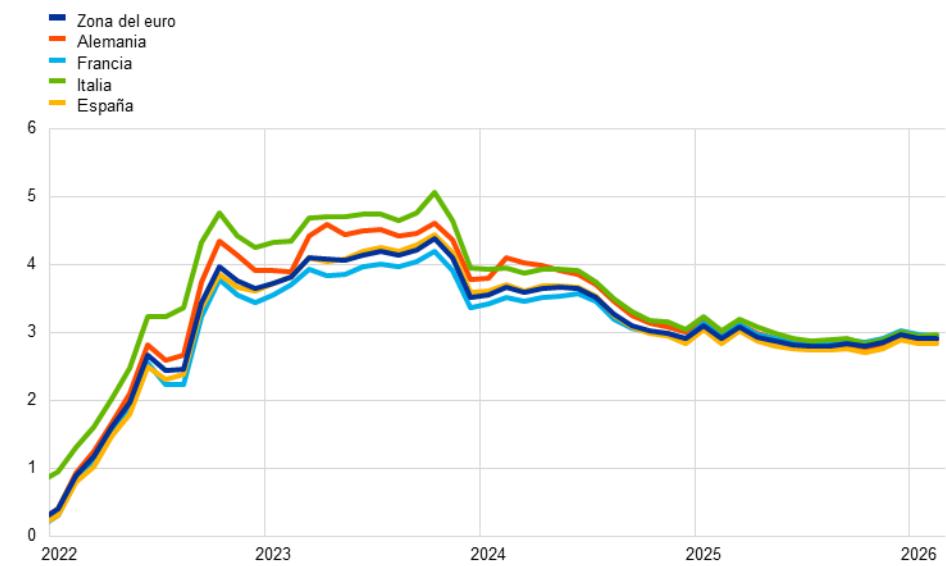
### a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito

(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 diciembre de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 4 de febrero de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas aumentaron en diciembre, mientras que los aplicados a los hogares se mantuvieron, en**

**general, estables.** El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras (SNF) repuntó hasta situarse en el 3,6 % en diciembre, frente al 3,5 % de noviembre, alrededor de 1,7 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023. El incremento fue generalizado en los países de la zona del euro de mayor tamaño (panel a del gráfico 16). Esta evolución es también acorde, en general, con los datos procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026, en la que las entidades de crédito señalaron un endurecimiento de las condiciones generales aplicadas a los préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2025, especialmente los tipos de interés de los préstamos. Por períodos de fijación de tipos, el incremento de los costes de financiación se debió a los préstamos a corto plazo (menos de un año) y a los préstamos a largo plazo (más de cinco años). El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros disminuyó notablemente en diciembre. Esta disminución fue generalizada en los países de la zona del euro de mayor tamaño y estuvo determinada, sobre todo, por las subidas de los tipos de interés aplicados a los préstamos de gran cuantía concedidos a sociedades. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no varió y fue del 3,3 % en diciembre —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 16). El diferencial entre los tipos del crédito a hogares y los de los préstamos concedidos a las empresas se sitúa actualmente en 25 puntos básicos, después de haber descendido de forma significativa desde que alcanzó un máximo de 140 puntos básicos en marzo de 2024. El diferencial positivo refleja principalmente el hecho de que los préstamos a hogares tienden a tener períodos de fijación de tipos más largos en muchos países de la zona del euro. Esto hace que sean más sensibles a los tipos de interés de mercado a más largo plazo, que son más altos que los tipos de mercado a más corto plazo, que son los que tienen mayor importancia para los préstamos a empresas.

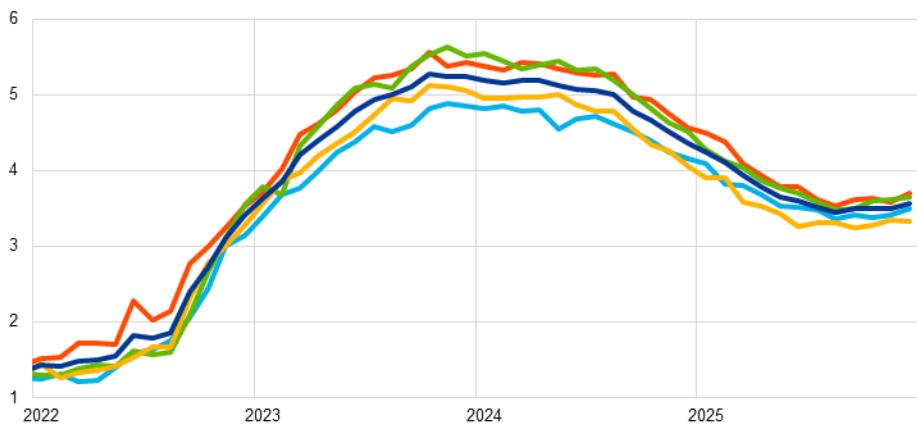
## Gráfico 16

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

### a) Tipos de los préstamos a SNF

(porcentajes anuales)

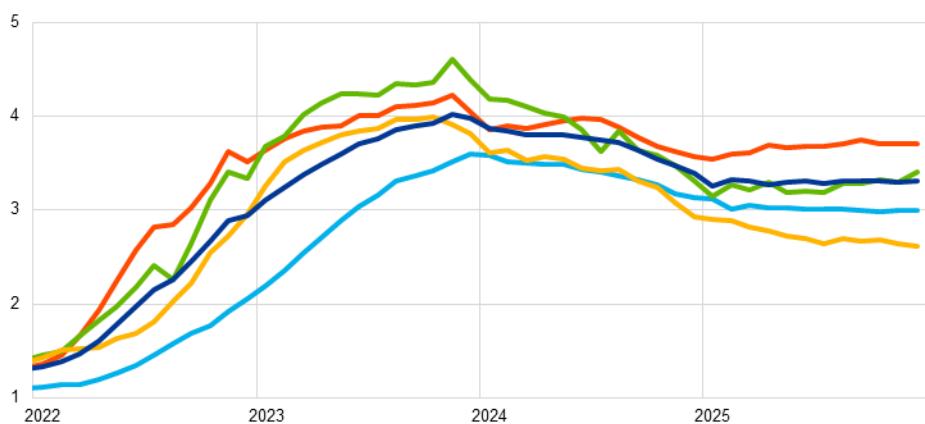
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



### 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 diciembre de 2025. En el panel a, «SNF» corresponde a «sociedades no financieras».

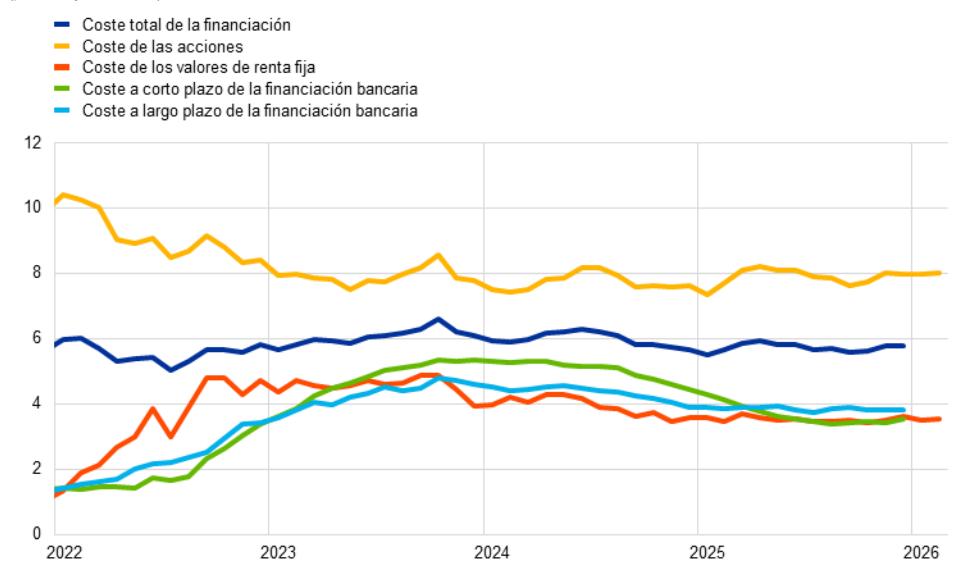
**En el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026, el coste de la financiación mediante valores de renta fija descendió, mientras que el de la financiación mediante acciones se mantuvo básicamente sin cambios, tras los incrementos modestos registrados en noviembre de 2025.** 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— fue del

5,8 % en diciembre, sin cambios con respecto a noviembre y por encima del 5,6 % de octubre (gráfico 17)<sup>6</sup>. Esta evolución reflejó el coste más elevado de la financiación mediante acciones y de los valores de renta fija, así como un incremento de los costes de la financiación bancaria. Los datos diarios del período de referencia —comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026— muestran movimientos a la baja del coste de los valores de renta fija y prácticamente ningún cambio en el coste de las acciones. La reducción del coste de los valores de renta fija se debió al desplazamiento a la baja de los tipos de interés libres de riesgo y al descenso de los diferenciales de los bonos corporativos.

### Gráfico 17

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

(porcentajes anuales)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada de los costes a corto y a largo plazo de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), determinados por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 4 de febrero de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a diciembre de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

**El crecimiento de los préstamos a hogares siguió con su tendencia al alza, mientras que el de los préstamos a empresas apenas se modificó en diciembre.** La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas descendió ligeramente hasta situarse en el 3 % en diciembre de 2025, desde el 3,1 % de noviembre, todavía muy por debajo de su media histórica del 4,3 % (panel a del gráfico 18). El crecimiento interanual de la financiación con deuda corporativa se mantuvo sin variación en el 3,2 % en diciembre. Los préstamos a hogares siguieron recuperándose de forma gradual, dado que la tasa de avance interanual aumentó hasta el 3 % en diciembre, desde el 2,9 % de noviembre, y también permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 18). Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda siguieron

<sup>6</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 diciembre de 2025.

incrementándose, mientras que el ritmo de avance del crédito para consumo se redujo. 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 relajado en diciembre y esperaban que esta tendencia continuase en los doce meses siguientes. El ritmo de crecimiento de los préstamos, todavía relativamente lento, refleja en parte la mayor incertidumbre en torno a las políticas económicas globales. Este factor tuvo un peso importante en la primera mitad de 2025 y ha vuelto a cobrar relevancia a raíz de la reciente evolución de la política comercial en Estados Unidos y los elevados riesgos geopolíticos<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Véase «[More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#)», *The ECB Blog*, BCE, 2 de octubre de 2025.

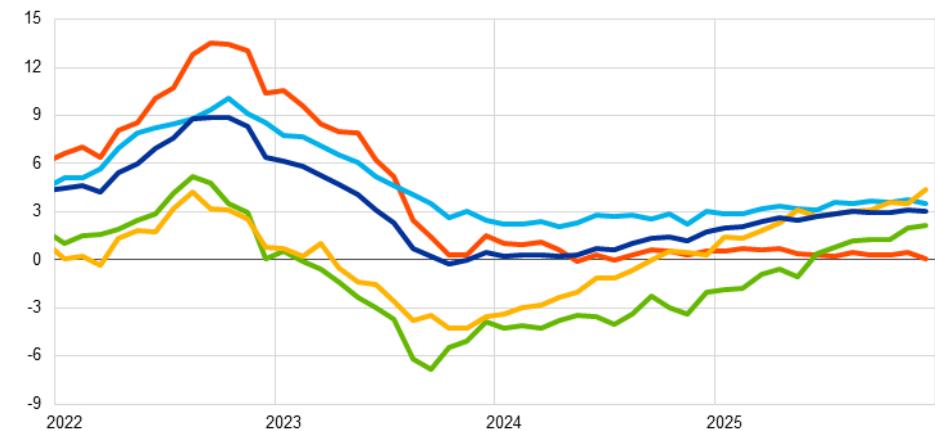
## Gráfico 18

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)

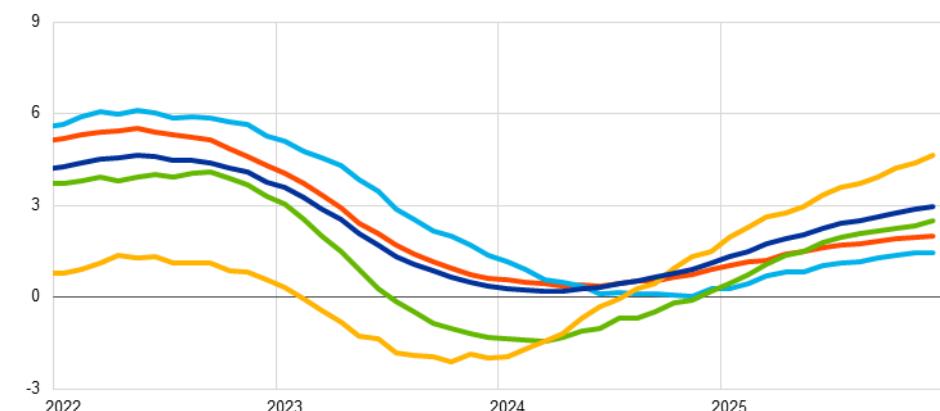
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



### 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 diciembre de 2025.

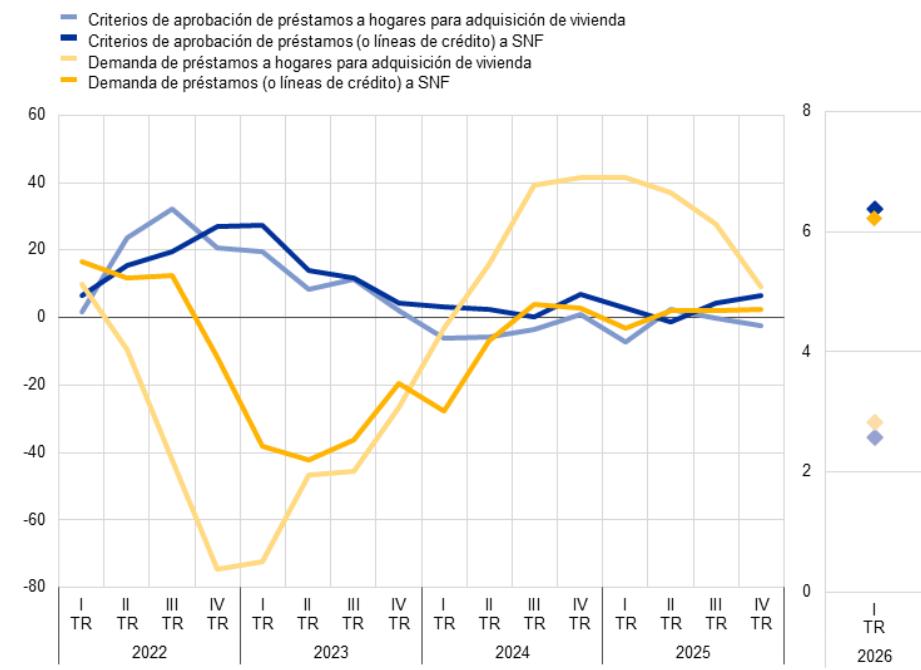
**En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026 se señaló un endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2025 y una leve relajación neta de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda (gráfico 19).** El endurecimiento inesperado de los criterios de concesión de los préstamos o líneas de crédito a las empresas de la zona del euro obedeció principalmente al aumento de la percepción de riesgos para las perspectivas

económicas y a la menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito. Si bien el endurecimiento es acorde con un alto grado de aversión al riesgo por parte de las entidades, el período de la encuesta finalizó el 13 de enero, es decir, antes de que Estados Unidos anunciara el 17 de enero la imposición de aranceles adicionales (que canceló el 21 de enero) a las importaciones de varios países europeos. Los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda se suavizaron ligeramente y los aplicados al crédito para consumo siguieron endureciéndose en el cuarto trimestre de 2025. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, la competencia favoreció la relajación de los criterios de concesión, mientras que la percepción de riesgos de las entidades contribuyó a su endurecimiento. La menor tolerancia al riesgo de las entidades y el aumento de su percepción de riesgos fueron los principales factores determinantes del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito para consumo. Las entidades de crédito comunicaron que la proporción de solicitudes denegadas había aumentado, en términos netos, en el caso de los préstamos a empresas y el crédito para consumo, y que no había variado en el de los préstamos para adquisición de vivienda. De cara al primer trimestre de 2026, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación se endurezcan de forma moderada en el caso de los préstamos a empresas, se endurezcan ligeramente en los préstamos para adquisición de vivienda y experimenten un endurecimiento acusado en el del crédito para consumo.

### Gráfico 19

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

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



Fuente: BCE (encuesta sobre préstamos bancarios).

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

**En la encuesta, las entidades de crédito indicaron que, en el cuarto trimestre de 2025, la demanda de préstamos a empresas aumentó ligeramente y la de préstamos para adquisición de vivienda creció a un ritmo sólido aunque se estaba moderando.** El aumento de la demanda de préstamos a empresas fue similar al registrado en el trimestre anterior. Esta evolución fue atribuible sobre todo al incremento de la demanda de existencias y de capital circulante y a las mayores necesidades de financiación para refinanciar o reestructurar la deuda, mientras que el nivel de tipos de interés también sustentó la demanda de crédito. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda siguió creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior, lo que reflejó principalmente la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda. La demanda de crédito para consumo disminuyó ligeramente en el cuarto trimestre y fue algo menor de lo que habían esperado las entidades, después de que la demanda apenas variara en el tercer trimestre. La menor confianza de los consumidores lastró la demanda de crédito para consumo, mientras que los tipos de interés tuvieron un efecto positivo en la demanda. Para el cuarto trimestre de 2025, las entidades esperan un nuevo incremento de la demanda de préstamos a empresas y un leve aumento de la

demandas tanto de préstamos para adquisición de vivienda como de crédito para consumo.

**Según las respuestas de las entidades a las preguntas *ad hoc*, los riesgos percibidos para la calidad crediticia continuaron lastrando los criterios de aprobación del crédito, mientras que las tensiones comerciales y la incertidumbre asociada contribuyeron al endurecimiento de esos criterios y frenaron la demanda de préstamos.** En el cuarto trimestre de 2025, la capacidad de las entidades de crédito para acceder a la financiación minorista y a los mercados monetarios se deterioró levemente, mientras que el acceso se relajó en el caso de la financiación mediante valores de renta fija y las titulizaciones. Las entidades esperan que el acceso a los mercados de financiación minorista y a los mercados monetarios, así como a los mercados de titulización, se mantenga prácticamente sin cambios en los próximos tres meses, al tiempo que esperan que el acceso a la financiación mediante valores de renta fija mejore ligeramente. Las medidas supervisoras y regulatorias contribuyeron al aumento de los niveles de capital exigidos a las entidades de crédito y de sus tenencias de activos líquidos. A su vez, esto propició un endurecimiento de los criterios de concesión en todas las modalidades de préstamo y para 2026 se espera un nuevo endurecimiento neto. Las entidades también indicaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al ligero endurecimiento neto de los criterios de concesión en todas las modalidades de préstamo en el cuarto trimestre de 2025. Para el primer trimestre de 2026, las entidades de la zona del euro prevén que la calidad crediticia influya en un leve endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y del crédito para consumo, mientras que esperan que el impacto sea básicamente neutral en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. Los criterios de aprobación del crédito se endurecieron en los sectores de la construcción, de comercio mayorista y minorista, de manufacturas intensivas en energía y de actividades inmobiliarias (con inmuebles de uso no residencial) en la segunda mitad de 2025, y el endurecimiento neto más acusado se produjo en el sector de fabricación de vehículos de motor. La demanda de préstamos se redujo en términos netos en los servicios no financieros distintos de los inmuebles de uso no residencial y se mantuvo estable o disminuyó ligeramente en otros sectores. Para la primera mitad de 2026, las entidades de crédito esperan que los criterios de aprobación sigan endureciéndose o que apenas cambien en los principales sectores económicos, y que la demanda de crédito experimente un aumento en la mayoría de los sectores, excepto en los de fabricación de vehículos de motor, comercio mayorista y minorista, y actividades inmobiliarias no residenciales. En respuesta a una nueva pregunta sobre el impacto de los cambios en las políticas comerciales y la incertidumbre relacionada, casi la mitad de las entidades participantes en la encuesta consideraron que su exposición a dichos cambios es «importante». Las entidades señalaron que las tensiones habían contribuido al endurecimiento de los criterios de concesión, principalmente por la menor tolerancia al riesgo, y habían tenido un efecto moderador en la demanda de préstamos a empresas. Asimismo, esperan un impacto similar para 2026.

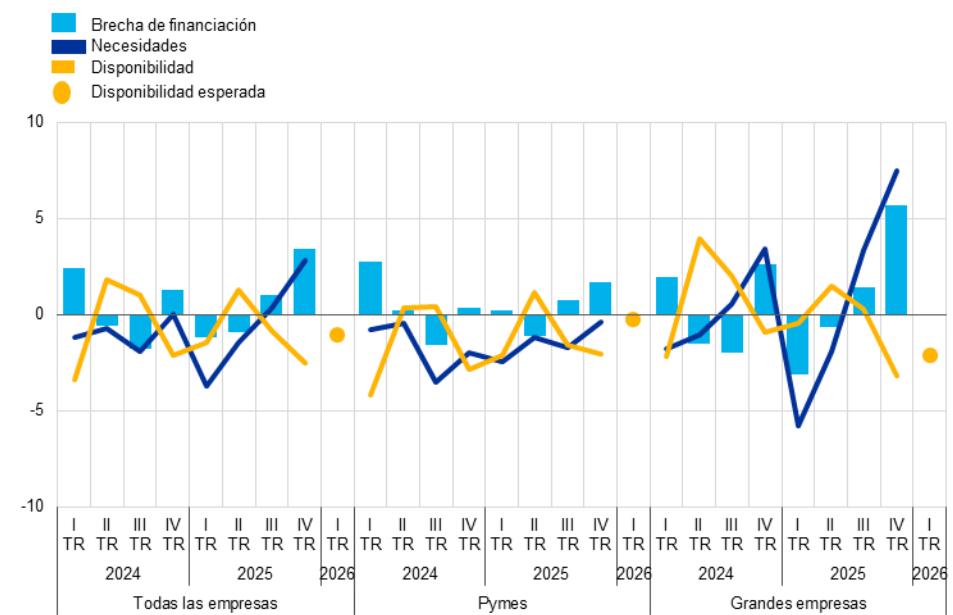
**En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) más reciente, realizada entre el 19 de noviembre y el 15 de diciembre de 2025, las empresas señalaron un endurecimiento de las condiciones del crédito bancario en un contexto de incrementos de los tipos de interés aplicados a los préstamos.** En el cuarto trimestre de 2025, un porcentaje neto del 12 % de las empresas manifestaron que habían subido los tipos de interés bancarios, frente a un porcentaje neto del 2 % en el trimestre anterior. Las grandes empresas y las pequeñas y medianas empresas (pymes) indicaron percepciones similares con respecto al aumento de los tipos de interés. Las empresas también señalaron un endurecimiento neto adicional de otras condiciones del crédito, en particular de otros costes de financiación como gastos y comisiones, y las garantías requeridas.

**Las empresas señalaron un incremento modesto de sus necesidades de préstamos bancarios, así como su percepción de ligero descenso de la disponibilidad (gráfico 20).** En el cuarto trimestre de 2025, las empresas indicaron que habían aumentado levemente las necesidades de préstamos bancarios (un porcentaje neto del 3 % en comparación con el 0 % en el trimestre anterior). Este aumento estuvo determinado por las grandes empresas, mientras que las pymes declararon que las necesidades prácticamente no habían cambiado. El porcentaje neto de empresas que señalaron una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 2 % frente al 1 % en el trimestre anterior, y esta tendencia se observó tanto en las pymes como en las grandes empresas. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios —un índice que capta la diferencia entre las necesidades y la disponibilidad de estos préstamos— se amplió hasta un porcentaje neto del 3 % (frente al 1 % en el trimestre precedente). De cara al futuro, las empresas esperan que la disponibilidad de financiación externa apenas registre cambios en los tres meses siguientes, igual que en el trimestre anterior.

## Gráfico 20

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

(porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: BCE (SAFE) y cálculos del BCE.

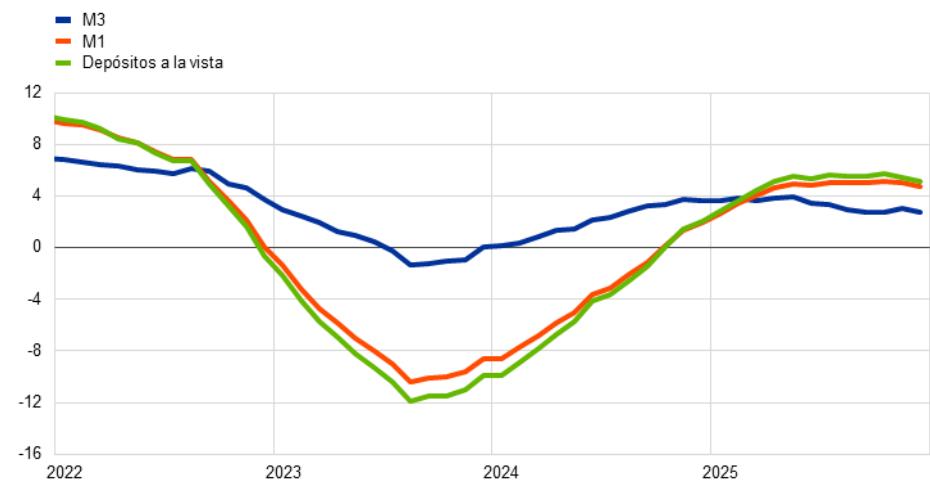
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (o necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Las cifras se refieren a las ediciones 30 a 37 de la encuesta SAFE (entre enero-marzo de 2024 y octubre-diciembre de 2025).

**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo en diciembre y se mantuvo muy por debajo de las medias históricas (gráfico 21).** Disminuyó hasta el 2,8 % en diciembre tras un repunte del 3 % en noviembre, como consecuencia de la persistencia del modesto ritmo de avance de M3 observado durante 2025 y permaneció muy por debajo de la media de largo plazo del 6,1 %. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los componentes más líquidos de M3, descendió hasta el 4,7 % en diciembre, desde el 5 % registrado en noviembre. 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, los componentes que más contribuyeron a la creación de dinero en diciembre fueron los préstamos a hogares y a empresas y, en menor medida, las entradas monetarias netas del exterior, que se han vuelto más volátiles recientemente y parecen haber perdido fuerza en comparación con 2024. Las compras de deuda pública a más largo plazo por parte de las entidades de crédito, así como la contracción continuada del balance del Eurosystema —con una reducción pasiva de la cartera del programa de compras de activos y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia—, siguieron lastrando el crecimiento de M3.

## Gráfico 21

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.