BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 6/2026

Índice

Evolución económica, financiera y monetaria **3**

Resumen 3

1 Entorno exterior 8

2 Actividad económica 16

3 Precios y costes 25

4 Evolución de los mercados financieros 33

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito 39

6 Evolución de las finanzas públicas 45

Recuadros **49**

1 ¿Qué países son más vulnerables al auge industrial de China? Análisis de la exposición desigual de Europa 49

2 Navegar en la incertidumbre: cómo el conflicto en Oriente Próximo está configurando las expectativas y las estrategias de respuesta de las empresas 56

3 Principales resultados de las últimas proyecciones demográficas para la zona del euro 62

4 La transmisión dispar de los precios mayoristas del gas y la electricidad hasta llegar a las facturas de los consumidores 68

5 Evolución de las condiciones financieras en la zona del euro y en Estados Unidos desde la perspectiva del FCI macrofinanciero 75

6 Evolución del mercado de renta variable en Estados Unidos durante el auge de la IA 83

7 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 6 de mayo y el 28 de julio de 2026 90

Artículos **96**

1 La expansión de las empresas europeas: argumentos a favor de un régimen de Derecho de sociedades de la UE para impulsar la inversión transfronteriza, la innovación y el crecimiento 96

2 El gasto en defensa y sus efectos macroeconómicos a corto y a más largo plazo 99

Estadísticas **103**

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 10 de septiembre de 2026, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. El conflicto en Oriente Próximo continúa generando presiones inflacionistas y se prevé que la inflación se mantenga muy por encima del objetivo durante un período prolongado. La decisión de incrementar los tipos de interés subraya el compromiso del Consejo de Gobierno de definir su política monetaria de manera que asegure que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo.

El escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026 sitúa la inflación general, en promedio, en el 3,0 % en 2026, el 2,5 % en 2027 y el 2,1 % en 2028, y la inflación, excluidos la energía y los alimentos, en el 2,5 % en 2026, el 2,6 % en 2027 y el 2,3 % en 2028. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, la proyección de referencia para la inflación en 2026 no ha variado, pero se ha revisado al alza para 2027 y 2028. La proyección de referencia para el crecimiento económico se sitúa en el 0,9 % en 2026, el 1,4 % en 2027 y el 1,5% en 2028. Esta revisión al alza para 2026 y 2027 refleja principalmente una capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro mayor de la esperada.

Las perspectivas siguen sujetas a una elevada incertidumbre, con riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento económico. Por lo que respecta a la perturbación energética, los escenarios actualizados elaborados por los expertos del BCE muestran una amplia variedad de resultados para el crecimiento y para la inflación en función de los diferentes supuestos sobre la intensidad y la duración de la perturbación, así como sus efectos indirectos y de segunda vuelta. Estos escenarios se publicaron como parte de las proyecciones de septiembre de 2026 en el sitio web del BCE.

Con su decisión del 10 de septiembre, el Consejo de Gobierno continúa estando en una buena posición para navegar la incertidumbre causada por el conflicto en Oriente Próximo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

Actividad económica

La economía mostró resiliencia en el segundo trimestre de 2026, pese a las dificultades derivadas de la perturbación energética. El crecimiento fue generalizado en los distintos países y sectores, y es probable que este patrón se haya mantenido en el tercer trimestre. La evolución del sector manufacturero sigue siendo sólida debido al aumento del gasto público en defensa e infraestructuras. La confianza de los consumidores ha repuntado desde niveles bajos, lo que contribuye a la recuperación de los servicios de la perturbación energética inicial. El crecimiento de la actividad relacionada con la IA es visible en los servicios digitales, en la inversión empresarial y en las exportaciones.

El mercado de trabajo ha mantenido su fortaleza y la tasa de desempleo permaneció sin variación en julio en el 6,4 %. El crecimiento del empleo y de la población activa continúa ralentizándose, aunque la productividad se ha recuperado gradualmente.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento a corto plazo han mejorado en comparación con las proyecciones de junio de 2026, debido, en particular, a la resiliencia del consumo privado y del gasto público. A medio plazo, el consumo debería verse respaldado por un descenso gradual de los precios de la energía y por un mercado de trabajo vigoroso. El crecimiento se verá impulsado de forma creciente por la inversión empresarial y residencial. Las exportaciones deberían beneficiarse de un aumento de la demanda exterior, pero su avance se está viendo limitado por problemas de competitividad y por la incertidumbre sobre las políticas comerciales en todo el mundo.

Un mayor crecimiento potencial requiere reformas estructurales y debe estar respaldado por unas finanzas públicas saneadas. Simplificar y armonizar las normas en el conjunto del mercado único de la UE, acelerar la transición energética y completar la unión de ahorros e inversiones son elementos esenciales. Ahora que el proceso para acordar el marco legislativo para el euro digital entra en su fase final, el Consejo de Gobierno reiteró la importancia de alcanzar un acuerdo sobre el Paquete de la moneda única lo más rápido posible. Las respuestas fiscales a la perturbación energética deben ser temporales, específicas y adaptadas.

Inflación

En agosto de 2026, la inflación aumentó hasta el 3,3 %, desde el 2,9 % registrado en julio. La tasa de variación de los precios de la energía ascendió hasta el 14,3 %, tras el 10,3 % de julio, debido probablemente a una importante contribución de los márgenes de refino de los combustibles líquidos y a la subida de los precios de las materias primas energéticas. La inflación de los alimentos se mantuvo en el 1,2 %. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, disminuyó hasta el 2,4 %, desde el 2,5 % registrado en julio, reflejando el aumento de la inflación de los bienes desde el 0,9 % hasta el 1,2 % y la disminución de la de los servicios desde el 3,3 % hasta el 3,0%.

La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente se mantuvieron en general estables en julio. Los salarios no muestran una respuesta significativa a la perturbación energética en esta fase. La tasa de crecimiento anual de la remuneración por asalariado se situó en el 3,3 % en el segundo trimestre de 2026, por debajo del 3,5 % registrado en el primer trimestre. La mejora de la productividad del trabajo también ha contribuido a contener el avance de los costes laborales unitarios, que se ralentizó hasta el 2,6 %, desde el 3,5 % del primer trimestre. Al mismo tiempo, el crecimiento de los beneficios unitarios aumentó desde el 0,3 % hasta el 2,2 %. De cara al futuro, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios sugiere un pequeño repunte, hasta el 2,7 %, del crecimiento de los salarios negociados en el primer semestre de 2027. Aunque las expectativas de inflación en horizontes más cortos se mantienen en niveles elevados, la mayoría de las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en niveles próximos al objetivo a medio plazo.

El conflicto en Oriente Próximo y los últimos acontecimientos en la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania han presionado adicionalmente al alza la senda de los precios energéticos, lo que probablemente hará que la inflación general se mantenga claramente por encima del objetivo en el primer semestre de 2027. Posteriormente, la inflación de la energía debería descender y pasar a ser negativa hasta mediados de 2028, lo que reduciría la inflación general. Se espera que la subida de los precios energéticos se transmita gradualmente a la inflación subyacente y a la inflación de los alimentos. La mejora de las perspectivas económicas también debería contribuir a un ligero incremento de la inflación subyacente, que se espera que siga aumentando hasta principios de 2027 y que se mantenga en niveles elevados durante el resto del año, antes de moderarse en 2028. En conjunto, se prevé que la inflación general vuelva a situarse en niveles en torno al objetivo a finales de 2027, apoyada por los efectos de unos tipos de interés más elevados. El Consejo de Gobierno seguirá vigilando de cerca la magnitud y persistencia de la subida de los precios de la energía y su impacto en la formación de precios y salarios, en las expectativas de inflación y en la dinámica económica general.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento apuntan a la baja, debido, en particular, al conflicto en Oriente Próximo y a la evolución de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania. Nuevas perturbaciones del suministro de energía podrían hacer que los precios energéticos suban en mayor medida y durante más tiempo de lo previsto actualmente, lo que afectaría a las rentas reales, al gasto y a la inversión. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales o un efecto de contagio a los mercados internacionales de renta fija podrían endurecer las condiciones crediticias, lo que frenaría la demanda. Un resurgimiento de las tensiones comerciales entre las principales economías también podría alterar adicionalmente las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y debilitar el consumo y la inversión. Por el contrario, el crecimiento podría ser mayor si la economía y los mercados energéticos se adaptaran más rápido de lo previsto a la

disrupción causada por los actuales conflictos o si estos se resolvieran de manera duradera. Asimismo, la adopción de nuevas tecnologías por las empresas de la zona del euro y el gasto en defensa e infraestructuras, así como las reformas orientadas a mejorar la productividad y completar el mercado único de la UE, podrían impulsar el crecimiento más de lo esperado.

Los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza. Ello se debe, en particular al conflicto en Oriente Próximo y a la evolución de la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania. La perturbación energética podría intensificarse aún más y sus efectos sobre otros precios y sobre los salarios podrían ser mayores de lo previsto actualmente. Los precios del gas, en particular, podrían aumentar si se produjeran nuevas perturbaciones en el suministro o un invierno inusualmente frío, coincidiendo con los bajos niveles de almacenamiento. Cuanto más tiempo se mantengan los precios de la energía en niveles elevados, mayor será la probabilidad de que impulsen al alza la inflación general a través de efectos indirectos y de segunda vuelta. Nuevas tensiones comerciales podrían dar lugar a una mayor fragmentación de las cadenas de suministro mundiales, restringir el abastecimiento de materias primas críticas y agudizar las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Fenómenos meteorológicos extremos, que podrían verse reforzados por una intensificación de las condiciones asociadas a El Niño, y, más en general, la propagación de las crisis climática y de la naturaleza, podrían hacer que los precios de los alimentos suban más de lo esperado. Por el contrario, la inflación podría ser menor si los conflictos geopolíticos en curso se resolvieran de forma duradera o si los efectos indirectos o de segunda vuelta de la reciente perturbación de los precios de la energía fueran menos pronunciados de lo previsto. 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.

Condiciones financieras y monetarias

Los tipos de interés de mercado han aumentado desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 23 de julio de 2026, reflejando una evolución similar en los mercados internacionales. Tras la subida de los tipos de interés en junio de 2026, los tipos de interés del crédito bancario a las empresas aumentaron hasta el 3,8 % en junio y julio, desde el 3,6 % en mayo. El coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija se situó en el 4,0 % en julio, igual que en meses anteriores y claramente por encima de su nivel antes del conflicto en Oriente Próximo. La tasa de crecimiento interanual del crédito bancario a las empresas, que normalmente responde con mayor retardo a los cambios en la política monetaria, siguió aumentando hasta el 4,4 % en julio, desde el 4,0 % en mayo y junio. La tasa de crecimiento interanual de las emisiones de bonos corporativos se situó en el 3,4 %, tras el 3,6 % y el 3,3 % de junio y mayo, respectivamente. Los tipos de interés hipotecarios se mantuvieron sin cambios en junio y julio, en el 3,5 %, mientras que el crecimiento de los préstamos hipotecarios se moderó ligeramente hasta al 3,0 % en julio, desde el 3,1 % en mayo y junio.

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 10 de septiembre de 2026, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito aumentaron hasta el 2,50 %, el 2,65 % y el 2,90 %, respectivamente, con efectos a partir del 16 de septiembre de 2026.

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

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

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

1 Entorno exterior

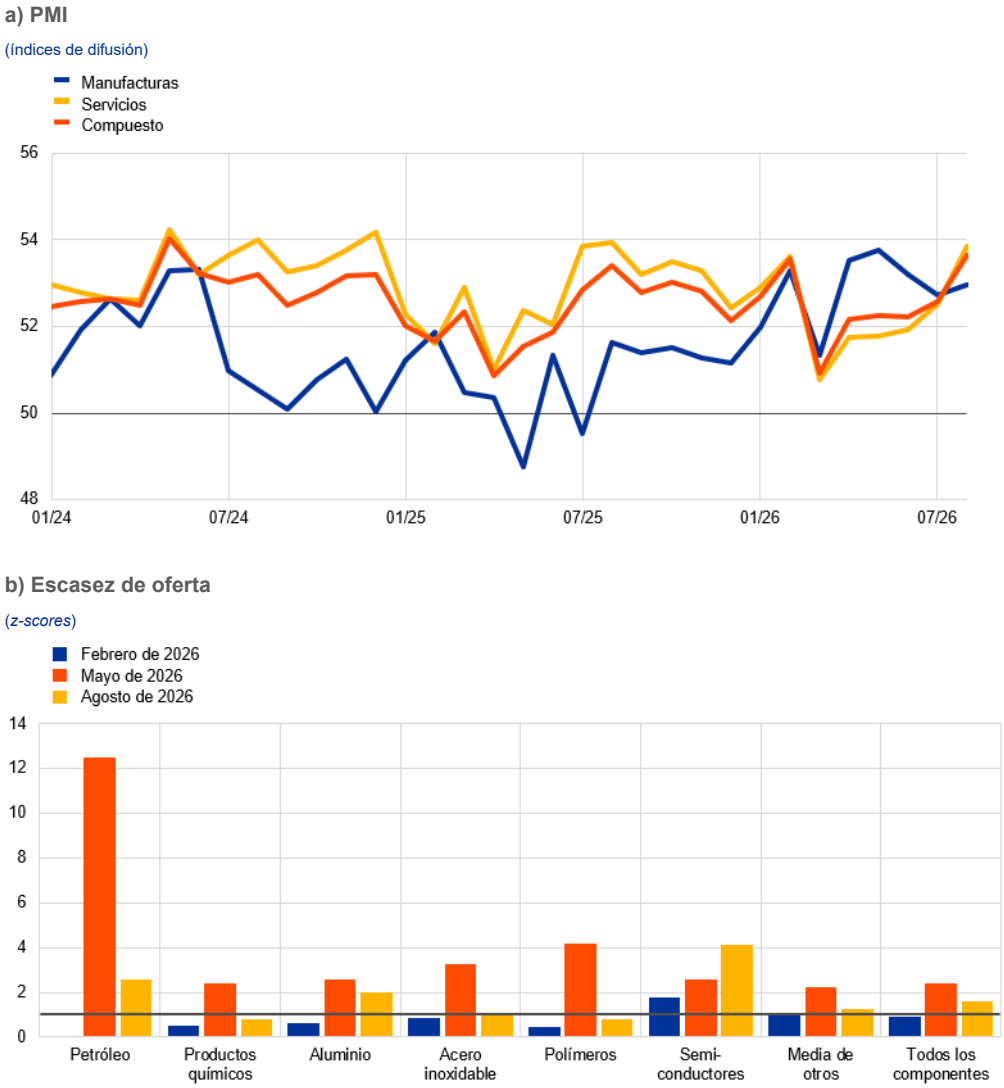
La economía mundial mantuvo su capacidad de resistencia en el segundo trimestre de 2026 porque la inversión sostenida relacionada con la inteligencia artificial (IA) compensó los factores adversos derivados del conflicto en Oriente Próximo. La actividad resistió mejor de lo esperado, dado que el mayor dinamismo de las economías exportadoras de IA, como Malasia, Corea del Sur y Taiwán, y las sorpresas positivas en la India compensaron con creces el menor crecimiento observado en Estados Unidos y China. El comercio internacional sorprendió notablemente al alza, respaldado por los envíos de productos relacionados con la IA y por el adelanto temporal de las compras de bienes sensibles a los aranceles o intensivos en energía. Los indicadores más recientes apuntan a que se mantendría la capacidad de resistencia en el tercer trimestre. La inflación global aumentó en el segundo trimestre en consonancia con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2026, debido a la transmisión de la subida de los costes de la energía a los precios de consumo, mientras que las presiones inflacionistas sobre los bienes asociados a la IA también se intensificaron. Las perspectivas de crecimiento mundial incluidas en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2026 se han revisado ligeramente al alza con respecto a las proyecciones de junio, lo que refleja la disminución de la escasez de oferta, la mayor inversión en IA y la bajada de los precios del petróleo. El crecimiento del comercio internacional se ha revisado al alza de forma más sustancial, como consecuencia de los datos más favorables del segundo trimestre y de la elevada intensidad comercial de la inversión en infraestructuras de IA. Las perspectivas de inflación global se mantienen sin cambios, puesto que el efecto a la baja del descenso de los precios del crudo y de la menor escasez de oferta se ve ampliamente contrarrestado por el aumento de los márgenes de refino de los productos derivados del petróleo, el incremento de los precios del gas y las mayores presiones inflacionistas sobre los bienes relacionados con la IA.

La actividad global mantuvo su capacidad de resistencia en el segundo trimestre de 2026, y los indicadores más recientes apuntan a que la fortaleza continuará en el corto plazo. Los datos de las cuentas nacionales disponibles sugieren que el PIB real mundial, excluida la zona del euro, creció un 0,8 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2026. El menor crecimiento registrado en Estados Unidos y China se vio compensado con creces por los datos más favorables observados en las economías exportadoras de IA, como Malasia, Corea del Sur y Taiwán, y por las sorpresas positivas en el crecimiento de la India. Los indicadores de opinión siguieron mejorando en agosto, en un entorno de fuerte aumento del índice de directores de compras (PMI) de actividad global de los servicios y de un índice global de manufacturas firmemente en terreno expansivo (panel a del gráfico 1). En las encuestas sectoriales detalladas se sigue señalando que el sector tecnológico es una importante fuente de fortaleza, mientras que la actividad de la industria manufacturera de bienes de consumo se moderó con la desaparición del impulso favorable transitorio procedente del adelanto de las compras. Los datos del PMI global indican que la escasez de oferta en los sectores relacionados con la energía se ha reducido notablemente desde mayo, mientras que

otros sectores no se han visto afectados, excepto el de los semiconductores, donde la escasez se ha intensificado en un contexto de fuerte demanda relacionada con la IA (panel b del gráfico 1). Los datos más recientes apuntan a un sólido crecimiento mundial en el tercer trimestre, y la herramienta del BCE de previsión a muy corto plazo (*nowcasting*) indica un crecimiento intertrimestral de alrededor del 1 %, acorde, en líneas generales, con las expectativas del consenso de los expertos en previsión económica del sector privado.

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro) y escasez de oferta



Fuentes: S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a, la línea horizontal con valor de 50 señala el valor de referencia neutral que separa la expansión de la contracción. En el panel b, «Media de otros» indica la escasez de oferta media de sectores no presentados de forma individual. La escasez de oferta se calcula a partir del número de directores de compras que señalan que ha habido escasez de oferta de un componente específico durante el mes de la encuesta y se expresa en *z-scores*. Un valor de 1 (indicado por la línea de color gris) significa que la escasez de oferta está en consonancia con la media de largo plazo. Los valores por encima (por debajo) de 1 indican que la escasez de oferta se considera superior (inferior) a la normal. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2026.

Las perspectivas de crecimiento mundial se han revisado ligeramente al alza en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre

de 2026, debido al aumento de la inversión relacionada con la IA, a la disminución de la escasez de oferta y a la mayor resiliencia del consumo privado en Estados Unidos. El crecimiento del PIB real mundial, excluida la zona del euro, se moderaría hasta situarse en el 3,1 % en 2026, desde el 3,7 % en 2025, y después se recuperaría gradualmente y se situaría en el 3,3 % en 2027 y el 3,4 % en 2028. En comparación con las proyecciones de junio de 2026, el crecimiento se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales para cada uno de los años del horizonte de proyección (2026-2028). Las revisiones al alza reflejan una mayor inversión en infraestructuras de IA en las economías integradas en la cadena de valor tecnológico, una reevaluación de la resiliencia del consumo en Estados Unidos y una perturbación de oferta menos adversa porque la escasez de suministro se ha reducido desde junio. No obstante, el crecimiento mundial proyectado se mantiene por debajo de su media anterior a la pandemia durante el horizonte de proyección[1].

El recrudecimiento de las tensiones en Oriente Próximo impulsó al alza los precios del petróleo y del gas, y el aumento de los precios europeos del gas se vio amplificado por los bajos niveles de existencias. Los precios del petróleo se incrementaron un 18 % durante el período de referencia (del 11 de junio al 9 de septiembre de 2026), por lo que se situaron un 54 % por encima de los observados antes del conflicto en Oriente Próximo. Los precios se redujeron al comienzo del período analizado tras la firma del memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán, pero posteriormente repuntaron al no lograr el acuerdo una desescalada duradera del conflicto. Más recientemente, los nuevos ataques entre las dos partes generaron dudas acerca de la normalización de los flujos de petróleo a través del estrecho de Ormuz, lo que contribuyó a intensificar las presiones al alza. El aumento de los precios se vio compensado en parte por el debilitamiento de la demanda, ya que los elevados márgenes de refino, impulsados por las tensiones en Oriente Próximo y los ataques de Ucrania contra refinerías rusas, afectaron al consumo de petróleo. Los precios europeos del gas también se elevaron de forma acusada, un 62 %, hasta situarse en torno a un 150 % por encima de los niveles previos al conflicto en Oriente Próximo, dado que la presión alcista causada por este se vio agravada por unos niveles de existencias históricamente bajos en Europa. Aunque las reducidas existencias pueden deberse, en parte, a la reticencia anterior a reponerlas a precios elevados, preocupa la posibilidad de que los participantes en el mercado tengan que apresurarse para asegurar el suministro antes del invierno. Los alimentos se encarecieron un 22 %, como consecuencia del incremento de los precios del cacao, debido a que las continuas revisiones al alza de la intensidad del episodio de El Niño este año acentuaron la preocupación por la oferta de cacao. Las subidas de precios también se vieron favorecidas por los precios del trigo y del maíz, puesto que la reciente escalada de la guerra de Rusia contra Ucrania amenaza las exportaciones de cereales procedentes de la región. Los precios de los metales aumentaron un 1 %, empujados por los precios del cobre en el mercado de metales de Londres. Este incremento reflejó el temor de que Estados Unidos pudiera imponer aranceles al cobre, lo que llevó a los inversores a redirigir los

[1] Para más detalles, véase el recuadro 1 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2026.

envíos a ese país antes de que se introdujeran y, con ello, a elevar los precios fuera de Estados Unidos.

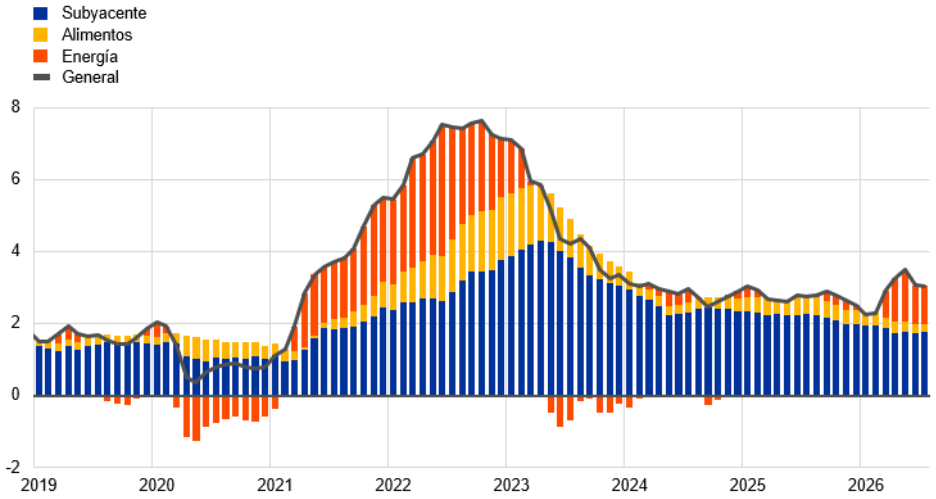
La inflación mundial se redujo en junio y julio de 2026, tras aumentar de forma acusada en los meses anteriores, y la tasa de variación de los precios de la energía descendió. En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), excluida Turquía, la inflación general global disminuyó hasta situarse en el 3 % en junio y permaneció estable en julio, después de alcanzar un máximo del 3,5 % en mayo (gráfico 2). Aunque la contribución de la subida de los costes de la energía siguió siendo elevada, la tasa de variación de los precios energéticos cayó desde el 16 % observado en mayo de 2026 hasta el 11,9 % en julio, al atenuarse las presiones sobre las cadenas de suministro. Al mismo tiempo, las presiones inflacionistas se intensificaron en los bienes relacionados con la tecnología, especialmente en las economías integradas en las cadenas de valor asociadas a la IA. Sin embargo, la exposición se concentra en una pequeña gama de productos con un peso reducido en las cestas de consumo, como los ordenadores portátiles y los teléfonos inteligentes (*smartphones*). De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026, la inflación general mundial se incrementará desde el 3,1 % en 2025 hasta el 3,5 % en 2026 y descenderá hasta el 3 % en 2027 y el 2,5 % en 2028[2]. Las perspectivas se mantienen sin cambios con respecto a las proyecciones de junio, puesto que el efecto a la baja del descenso de los precios del crudo y de la disminución de la escasez de oferta se ve ampliamente contrarrestado por la subida de los precios del gas y de los alimentos, el aumento de los márgenes de refino y las mayores presiones inflacionistas sobre los bienes relacionados con la IA. Como consecuencia del conflicto no resuelto en Oriente Próximo, de los posibles efectos de segunda vuelta y de la mayor intensidad del episodio de El Niño, los riesgos para la inflación global están orientados al alza.

[2] Las proyecciones elaboradas por los expertos del BCE sobre la inflación general global medida por el IPC abarcan un conjunto más amplio de países que el agregado de la OCDE que suele mostrarse en el Boletín Económico, e incluyen las principales economías emergentes como Brasil, China, India y Rusia.

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.
Notas: El agregado de la OCDE incluye a los países de la zona del euro que son miembros de la OCDE y excluye a Turquía. Se calcula utilizando ponderaciones anuales del índice de precios de consumo (IPC) de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2026.

El crecimiento de las importaciones mundiales siguió siendo vigoroso en el segundo trimestre, impulsado por el comercio relacionado con la IA y por el adelanto temporal de las compras. Los datos de las cuentas nacionales disponibles indican que las importaciones a escala global crecieron un 1,8 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2026, muy por encima de la tasa prevista en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2026. La importante sorpresa al alza refleja intercambios comerciales más intensos de lo esperado entre los exportadores asiáticos de tecnología, el adelanto de las importaciones estadounidenses de bienes de consumo en previsión de las medidas arancelarias previstas en julio y las compras por motivos de precaución de bienes intensivos en energía en un contexto de preocupación por nuevas alteraciones del suministro. Se espera que los efectos temporales del adelanto desaparezcan, pero el ciclo mundial de inversión en IA debería seguir respaldando el comercio. La fortaleza de las importaciones en relación con la actividad refleja la elevada intensidad importadora de la inversión en centros de datos e infraestructuras de IA asociadas, amplificada por el efecto de propagación a través de las cadenas de valor tecnológicas mundiales dispersas geográficamente. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2026, el crecimiento de las importaciones mundiales se situará en el 4,7 % en 2026 y en el 4,5 % en 2027, y descenderá hasta situarse en el 3,5 % en 2028. En comparación con las proyecciones de junio, esto representa una revisión al alza de 0,5 puntos porcentuales para 2026 y de 0,9 puntos porcentuales para 2027, debido a los datos más favorables del segundo trimestre y al aumento de los intercambios comerciales de bienes relacionados con la IA y la tecnología.

En Estados Unidos, la demanda interna ha mantenido su capacidad de resistencia, respaldada por el consumo y por la inversión asociada a la IA. El crecimiento del PIB real se ralentizó hasta registrar una tasa intertrimestral del 0,4 % en el segundo trimestre de 2026, ya que las existencias y la demanda exterior neta afectaron a la actividad, mientras que la demanda interna final mantuvo su fortaleza. El consumo privado creció con vigor y la inversión siguió beneficiándose del desarrollo de la IA. Sin embargo, las fuentes de crecimiento están ahora más concentradas. Se estima que la actividad relacionada con la tecnología contribuyó con un tercio al crecimiento del PIB en el segundo trimestre. La tasa de ahorro de los hogares cayó hasta el 2,7 % en junio, mientras que el aumento de la riqueza se registró principalmente en los hogares con rentas más altas y considerables tenencias de renta variable, lo que hace que el consumo esté más expuesto a una corrección en los mercados financieros. Es probable que se produzca una ligera corrección con respecto al fuerte gasto en consumo del segundo trimestre, puesto que las ventas minoristas se moderaron en julio al desaparecer los factores transitorios de apoyo y el efecto del adelanto de las compras. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2026, el crecimiento del PIB real se situará en el 2 % en cada año del período 2026-2028. En comparación con las proyecciones de junio, el crecimiento se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales para 2026, tras los peores datos del segundo trimestre, pero al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2027 y en 0,1 puntos porcentuales para 2028, debido a la mayor resiliencia del consumo privado y al mayor dinamismo de la inversión en infraestructuras de IA.

La inflación en Estados Unidos se mantiene por encima del objetivo, mientras que las señales procedentes de los indicadores de las presiones inflacionistas subyacentes son dispares. La inflación general medida por el IPC se redujo hasta el 3,4 % en julio al bajar los precios de la energía, pero las presiones inflacionistas se han hecho evidentes en algunos productos de consumo intensivos en tecnología, aunque su peso en la cesta de la inflación general es limitado. La inflación subyacente medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) se mantuvo por encima del 3 % en junio, mientras que la media recortada de la inflación medida por el PCE se situó próxima al 2 %, lo que pone de relieve la divergencia entre los indicadores de las presiones inflacionistas subyacentes. Esta divergencia puede reflejar la concentración de perturbaciones asociadas al suministro de energía, los aranceles y los bienes relacionados con la IA, y dificulta evaluar en qué medida las presiones inflacionistas se están moderando. Al mismo tiempo, el mercado de trabajo parece estar prácticamente equilibrado y las presiones salariales se mantienen contenidas, con una desaceleración del índice de costes laborales en el segundo trimestre y un fuerte crecimiento de la productividad que limita las presiones de los costes laborales unitarios. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2026, la inflación general medida por el IPC se situará, en promedio, en el 3,4 % en 2026 y descenderá hasta el 2,9 % en 2027 y el 2,2 % en 2028. La proyección para 2026 se ha revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales, debido principalmente a los datos más favorables del segundo trimestre y al aumento de los precios de las importaciones relacionadas con la IA. En su reunión de julio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva

Federal mantuvo el rango objetivo del tipo de interés de los fondos federales sin variación en el 3,50 %-3,75 %.

En China, el deterioro de la demanda interna continuó en el tercer trimestre, pese al apoyo continuado de las exportaciones y de la inversión relacionada con la IA. El crecimiento del PIB real se ralentizó hasta situarse en el 0,9 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2026, como consecuencia de la debilidad de la demanda de los hogares y del lastre derivado de la subida de los precios de la energía. Los indicadores de actividad correspondientes a julio sorprendieron a la baja, y el crecimiento interanual de las ventas al por menor, la producción industrial y la inversión en activos fijos se situaron significativamente por debajo de las expectativas del consenso de los analistas. La desaceleración del sector inmobiliario residencial siguió lastrando la confianza, el consumo y la inversión, mientras que el debilitamiento de las rentas y de las condiciones del mercado de trabajo contribuyeron a los factores adversos que afrontaban los hogares. Una encuesta a hogares realizada por el Banco Central de la República Popular China apunta a un deterioro sostenido de la confianza en las rentas futuras y el empleo actual, en consonancia con la desaceleración del crecimiento de la masa salarial. Las exportaciones mantuvieron su capacidad de resistencia, respaldadas por la demanda relacionada con la IA, pero las importaciones también aumentaron con fuerza. El superávit de la balanza de bienes de China frente a la Unión Europea (UE) siguió creciendo, como consecuencia de la exposición limitada de la UE a la demanda china de importaciones relacionadas con la IA. Los precios de exportación abandonaron el territorio deflacionista, y los productos relacionados con la IA representaron alrededor de dos tercios de la tasa de variación total de los precios de exportación en mayo de 2026. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2026, el crecimiento del PIB real descenderá desde el 5,1 % en 2025 hasta el 4,5 % en 2026, el 4,3 % en 2027 y el 4 % en 2028. En comparación con las proyecciones de junio, el crecimiento se ha revisado a la baja en 0,2 puntos porcentuales para 2026, tras los débiles datos del segundo trimestre, pero al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2027 debido al mayor dinamismo de la inversión en infraestructuras de IA. Se prevé que la inflación general medida por el IPC se mantenga contenida en el 1,2 % en 2026, el 1,3 % en 2027 y el 1,5 % en 2028, en un contexto de persistente holgura de la economía y debilidad de la demanda de los hogares.

En el Reino Unido, la actividad económica mostró una capacidad de resistencia mayor de lo esperado en el segundo trimestre, mientras que la subida de las facturas energéticas de los hogares impulsó al alza la inflación en julio. El PIB real creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2026, respaldado principalmente por la inversión privada y el consumo, y los indicadores de opinión apuntaban a un crecimiento tímido a principios del tercer trimestre. De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE de septiembre de 2026, el PIB real crecerá un 1,2 % tanto en 2026 como en 2027 y un 1,5 % en 2028. Las proyecciones para 2026 y 2027 se han revisado al alza en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, lo que refleja los datos más favorables del segundo trimestre y la disminución de la escasez de oferta. La inflación general medida por el IPC aumentó desde el 2,6 % en junio

hasta el 2,9 % en julio, debido sobre todo al incremento del tope a los precios regulados de la energía, mientras que la inflación subyacente permaneció sin variación en el 2,6 %. La evidencia de efectos indirectos y de segunda vuelta sigue siendo limitada, al relajarse las expectativas de inflación de los hogares y moderarse el crecimiento de los salarios en el sector privado. Se espera que la inflación general se sitúe en el 3 % en 2026, el 2,7 % en 2027 y el 2 % en 2028. En su reunión de julio, el Banco de Inglaterra mantuvo su tipo de interés oficial en el 3,75 %.

2 Actividad económica

El crecimiento de la zona del euro superó las expectativas en el segundo trimestre de 2026 y aumentó hasta el 0,6 %, en tasa intertrimestral, impulsado por la demanda interna y las exportaciones, así como por un fuerte repunte del PIB de Irlanda. Incluso si se excluyen los datos volátiles de este país, el crecimiento económico siguió siendo vigoroso y se situó en el 0,3 %, en términos intertrimestrales, pese al conflicto en Oriente Próximo. La información reciente apunta a la continuación de la expansión en el tercer trimestre, aunque el entorno geopolítico sigue siendo complejo. Las manufacturas deberían continuar beneficiándose del gasto en defensa y tecnologías digitales, así como de la acumulación de existencias por parte de las empresas para mitigar los riesgos asociados a las cadenas de suministro. Entretanto, la actividad de los servicios seguiría recuperándose tras el acusado debilitamiento provocado por la perturbación energética a raíz del conflicto en Oriente Próximo, respaldada, entre otros factores, por la fortaleza de la demanda relacionada con la inteligencia artificial (IA). Al mismo tiempo, las empresas parecen estar actuando con cautela al adoptar decisiones sobre dotación de personal, dado que contratan menos, pero tampoco prescinden de más trabajadores, por lo que la tasa de paro no ha variado. A medio plazo, el ritmo de crecimiento debería verse respaldado por el fortalecimiento del consumo privado, la inversión en nuevas tecnologías digitales y en actividad relacionada con la IA, el gasto público en defensa e infraestructuras, así como por cierta recuperación de las exportaciones.

Estas perspectivas se reflejan en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se situé, en promedio, en el 0,9 % en 2026, el 1,4 % en 2027 y el 1,5 % en 2028. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, la expansión del PIB se ha revisado ligeramente al alza para 2026 debido a una capacidad de resistencia mayor de lo esperado, como ponen de manifiesto las sorpresas al alza en los datos y los indicadores de opinión positivos. La evolución más favorable de lo previsto en 2026 implica un efecto arrastre en 2027, lo que se traduce en una corrección al alza, mientras que el crecimiento no se ha revisado para 2028. Las perspectivas económicas para la zona del euro siguen sujetas a una incertidumbre elevada en el contexto del actual conflicto en Oriente Próximo y la continuada volatilidad de los precios de la energía. Para reflejar esta incertidumbre, el escenario de referencia se complementa con versiones actualizadas de los escenarios moderado, adverso y severo incluidos en las proyecciones de junio de 2026[3].

La economía de la zona del euro mostró capacidad de resistencia en el segundo trimestre de 2026, con un crecimiento generalizado en los distintos sectores y países. Según la última estimación de Eurostat, el PIB real de la zona aumentó un 0,6 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre, después de registrar un crecimiento nulo en el primer trimestre. Si se excluyen los datos volátiles

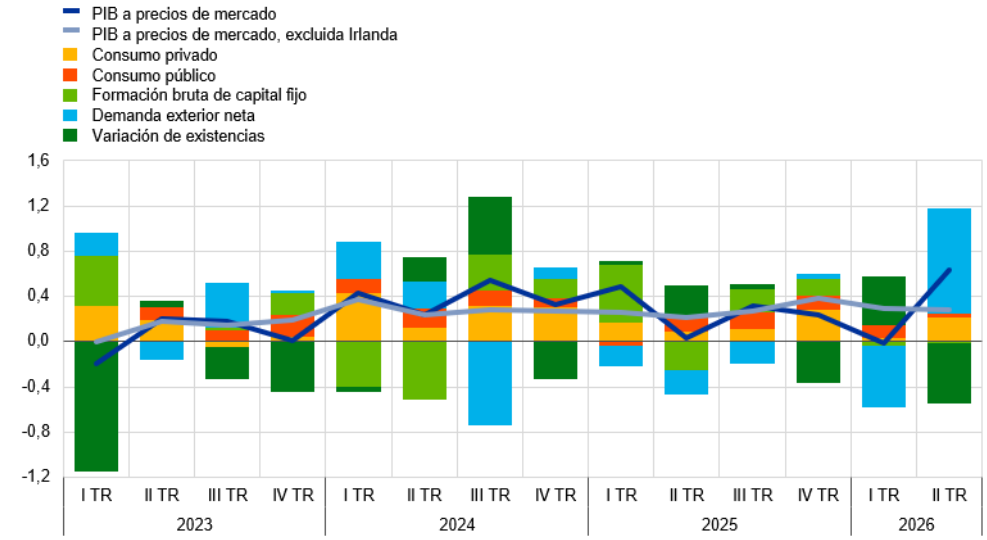
[3] Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2026

de Irlanda, la expansión del PIB real se situó en el 0,3 %, igual que en el primero. La dinámica de crecimiento de los componentes de la demanda interna fue dispar en el segundo trimestre (gráfico 3). El avance del consumo público y del consumo privado siguió siendo positivo, mientras que la inversión volvió a contraerse ligeramente. Al mismo tiempo, la contribución de la variación de existencias a la expansión del PIB fue negativa. Aunque la aportación de la demanda exterior neta fue claramente positiva en las cifras generales, resultó ser más moderada tras excluir los volátiles flujos comerciales de Irlanda. En el segundo trimestre, la producción estuvo impulsada tanto por la industria como por los servicios, y estos últimos de nuevo se vieron respaldados por los servicios de información y comunicaciones. El dinamismo del sector de la construcción aumentó con respecto al primer trimestre, lo que llevó a un repunte del crecimiento. La evolución de las manufacturas fue mayormente positiva en las distintas economías de la zona del euro, pero se vio muy afectada por la volatilidad registrada en algunos países, en particular por el aumento del 22 % comunicado por Irlanda. Aunque este sector sigue enfrentándose a dificultades derivadas de las subidas arancelarias y la incertidumbre geopolítica, también está siendo sostenido por la creciente producción relacionada con la industria de defensa. Pesa a las notables diferencias entre países, la mayoría de los Estados miembros registraron un crecimiento positivo del PIB en el segundo trimestre de 2026.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



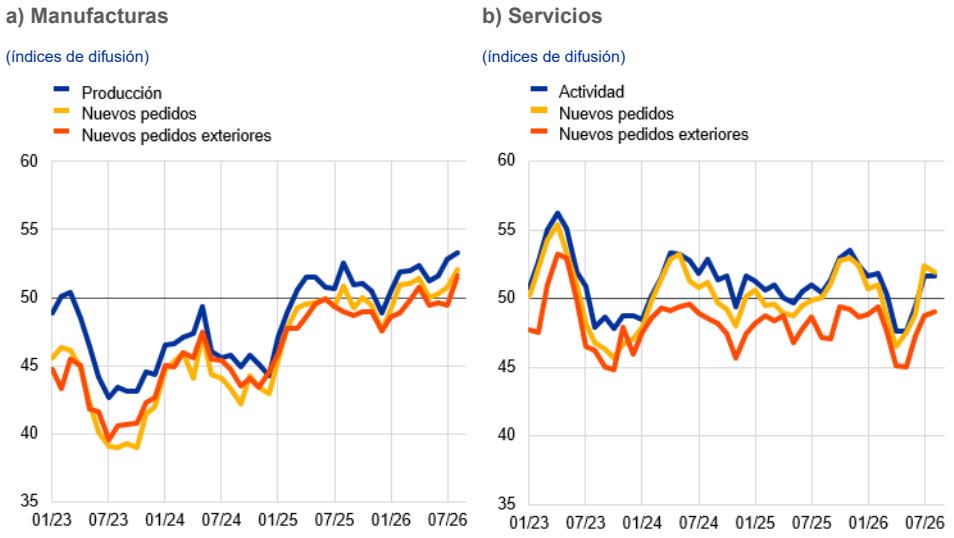
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico también muestra el PIB, excluida Irlanda, ya que los datos de este país presentan una volatilidad particularmente elevada. No obstante, los subcomponentes muestran la desagregación del PIB, incluida Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

La información reciente apunta a una expansión continuada de la actividad económica en el tercer trimestre de 2026, aunque el entorno geopolítico continúa siendo complejo. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro aumentó hasta alcanzar un valor de 52, en promedio, en julio y agosto, una clara mejora con respecto a las señales de contracción

observadas en el segundo trimestre (49,1). Esta mejora fue generalizada en todos los sectores, lo que apunta a que la zona del euro continúa mostrando capacidad de resistencia. El índice de producción de las manufacturas se elevó de 51,8 a 53,1 en el mismo período, mientras que el índice de actividad de los servicios repuntó y pasó de 48,2 a 51,7 (gráfico 4). Esta evolución sugiere que el sector manufacturero debería seguir resistiendo gracias al gasto en defensa e infraestructuras, así como a la acumulación de existencias por parte de las empresas para mitigar los riesgos asociados a las cadenas de suministro[4]. Entretanto, se prevé que la actividad de los servicios siga recuperándose, tras el acusado debilitamiento provocado por la perturbación energética. Los resultados a futuro de las encuestas sobre nuevos pedidos señalan una mejora más pronunciada en los servicios que en la industria. Además, aunque se considera que los plazos de entrega de los proveedores son mayores de lo normal, en julio y en agosto se acortaron con respecto al segundo trimestre. Las encuestas de la Comisión Europea a empresas y consumidores arrojan un panorama similar de fortalecimiento en los distintos sectores en el tercer trimestre.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2026.

El mercado de trabajo sigue enfriándose pero a un ritmo menor que en los últimos meses. Las empresas siguieron contratando menos personal, de modo que las tasas de crecimiento interanual del empleo disminuyeron ligeramente hasta situarse en el 0,50 % en el segundo trimestre 2026, desde el 0,53 % registrado en el primer trimestre y una media del 0,7 % en 2025. Al mismo tiempo, parece que los ajustes de plantilla están siendo graduales, sin un aumento significativo de los despidos. Así, la tasa de paro permaneció en el 6,4 % en julio, sin cambios con respecto a junio, y se ha mantenido estable, en general, desde mediados de 2024 (gráfico 5). Además, el crecimiento de la población activa se ralentizó en el segundo

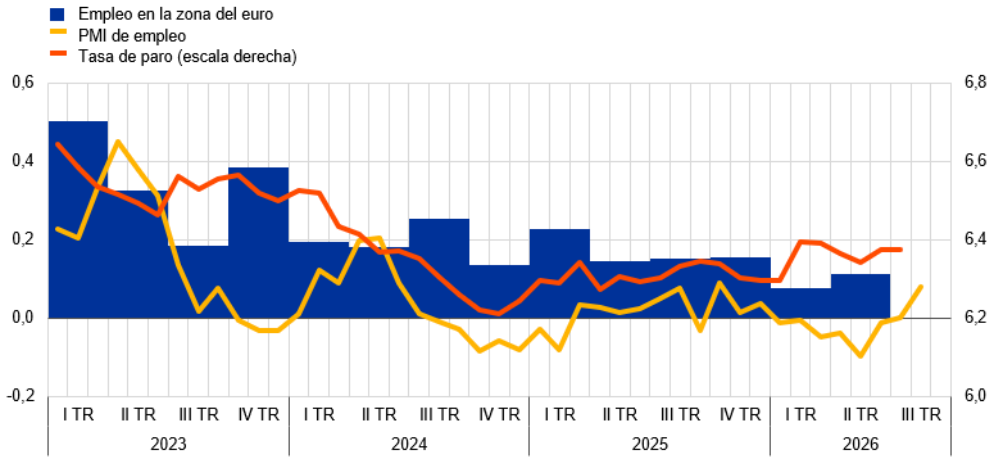
[4] Véase el artículo titulado «Defence spending and its short and longer-term macroeconomic effects» en este Boletín Económico.

trimestre en comparación con el primero, debido en parte a la disminución de la inmigración, que había contribuido de forma significativa al aumento de la población activa entre 2022 y 2024 (véase recuadro 3). Coincidiendo con la moderación de la expansión del empleo y el repunte del crecimiento del PIB, el avance interanual de la productividad se aceleró hasta el 0,7 % en el segundo trimestre, tras un crecimiento nulo en el primer trimestre. La productividad, excluidos los efectos de los datos volátiles del PIB de Irlanda, también creció un 0,7 %, en tasa interanual, en el segundo trimestre, y ha registrado una recuperación sostenida y cada vez más sólida en los últimos trimestres.

Gráfico 5

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

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



Fuentes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026 para el empleo en la zona del euro, a agosto de 2026 para el PMI de empleo y a julio de 2026 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren que su debilitamiento podría estar mostrando las primeras señales de haber tocado fondo. El PMI mensual compuesto de empleo subió por tercer mes consecutivo en agosto. Los subíndices correspondientes a los servicios y a las manufacturas aumentaron, lo que apunta a que, aunque la confianza en el empleo sigue siendo débil, mejoró ligeramente, mientras que el subíndice de la construcción descendió. Al mismo tiempo, las ofertas de empleo publicadas en el sitio web de empleo Indeed siguieron disminuyendo en agosto, si bien a un ritmo menor que en los últimos meses, y la información cualitativa procedente de las presentaciones de resultados (*earning calls*) de las empresas sugiere que estas aluden menos tanto a contrataciones como a despidos. Además, el temor a que el conflicto en Oriente Próximo deje una huella significativa en el mercado de trabajo no se ha materializado hasta ahora, ya que las empresas participantes en la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación han indicado que el impacto del conflicto en sus expectativas de empleo ha sido mínimo (véase recuadro 2).

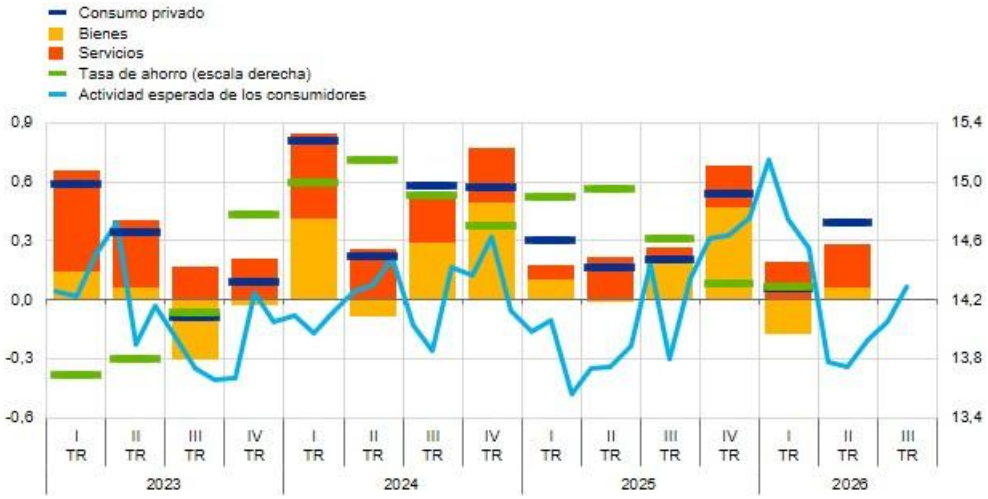
El consumo privado se aceleró en el segundo trimestre de 2026, pero es probable que su dinamismo se modere a corto plazo. El consumo privado

aumentó un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del año, tras registrar un crecimiento nulo en el trimestre anterior (gráfico 6). El gasto interno estuvo respaldado tanto por los servicios —en un contexto de flujos turísticos positivos— como por los bienes, pese a la caída del gasto en bienes de consumo no duradero. La tasa de ahorro se mantuvo estable en el 14,3 % en el primer trimestre. Por lo que se refiere al tercer trimestre, los indicadores de alta frecuencia señalan una moderación del ritmo de avance del gasto de los hogares a medida que el impacto económico del conflicto en Oriente Próximo se va materializando (véase recuadro 4). Las ventas minoristas disminuyeron un 0,6 % en términos intermensuales en julio y se situaron un 0,4 % por debajo de su nivel medio del segundo trimestre, principalmente como consecuencia de la caída de las ventas por internet, así como de las de equipos electrónicos y de combustible. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea se recuperó en julio y agosto, en promedio, debido sobre todo a las expectativas de los hogares acerca de las perspectivas económicas generales. Este repunte está contribuyendo a que los servicios se recuperen de la perturbación energética inicial. Según las encuestas de opinión empresarial de la Comisión Europea a distintos sectores, la actividad esperada de los consumidores también mejoró en julio y agosto, impulsada por el comercio minorista, los servicios de alojamiento y restauración, los servicios de turismo y viajes, y los productos alimenticios, una evolución que se vio compensada, en parte, por los productos energéticos. Estas señales se vieron confirmadas por la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), en la que se indicó que la confianza y el gasto de los consumidores se recuperaron parcialmente en julio, en particular en el caso de las partidas discrecionales, como los servicios de turismo y viajes. De cara al futuro, los precios elevados de la energía y la incertidumbre relacionada con el conflicto en Oriente Próximo deberían lastrar el consumo. Además, según la CES y la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, pese a que las restrictivas condiciones de oferta de crédito se están relajando, podrían seguir frenando el dinamismo del gasto de los hogares. Con todo, estos efectos negativos podrían verse mitigados por la resiliencia de las dinámicas de la renta y la riqueza, que han respaldado el consumo privado desde finales de 2022, en un contexto de niveles históricamente bajos de endeudamiento y apalancamiento de los hogares.

Gráfico 6

Consumo, actividad esperada de los consumidores y ahorro de los hogares

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: «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 del sector manufacturero, el empleo en la construcción, la actividad comercial y la demanda de servicios según 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. La serie se normaliza para la muestra completa desde enero de 1999. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 para la tasa de ahorro, al segundo trimestre de 2026 para el consumo privado, los bienes y los servicios, y a agosto de 2026 para la actividad esperada de los consumidores.

La inversión empresarial se redujo ligeramente en el segundo trimestre de 2026, pero se espera que cobre impulso en la segunda mitad del año, respaldada por el gasto continuado en digitalización y en la expansión de las capacidades de defensa. La inversión sin construcción (excluidos los productos volátiles de propiedad intelectual irlandeses) disminuyó un 0,1 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre del año, en un contexto de intensificación de la incertidumbre y de costes energéticos elevados (panel a del gráfico 7). La contribución de la inversión en activos intangibles fue positiva, mientras que la maquinaria y los bienes de equipo lastraron la inversión de las empresas. En el tercer trimestre de 2026, tanto los activos tangibles como los intangibles están cobrando impulso, como pone de manifiesto el aumento de la confianza en los sectores de bienes de equipo y de servicios digitales. La tecnología de IA y la digitalización siguen siendo los motores de la inversión esperada en la segunda mitad del año y posteriormente. La inversión en activos tangibles se está viendo impulsada por la demanda de *hardware* relacionado con la IA, la robotización y los productos relacionados con la defensa, en particular en los países que producen semiconductores. Según una encuesta de la Comisión Europea, en el sector de bienes de equipo la demanda ya no es un factor tan limitante como el espacio y los equipos. La inversión en activos intangibles sigue viéndose favorecida por el impulso de la digitalización. La expansión de la nube y la adopción de la IA están haciendo que cada vez más centros de datos se construyan en los países del sur de Europa, gracias a las energías renovables, el suelo disponible y el acceso a los fondos Next Generation EU. Al mismo tiempo, la escasez de trabajadores cualificados y la preocupación por la disponibilidad de energía, la complejidad de los procesos de concesión de permisos y la implementación de la nueva normativa de

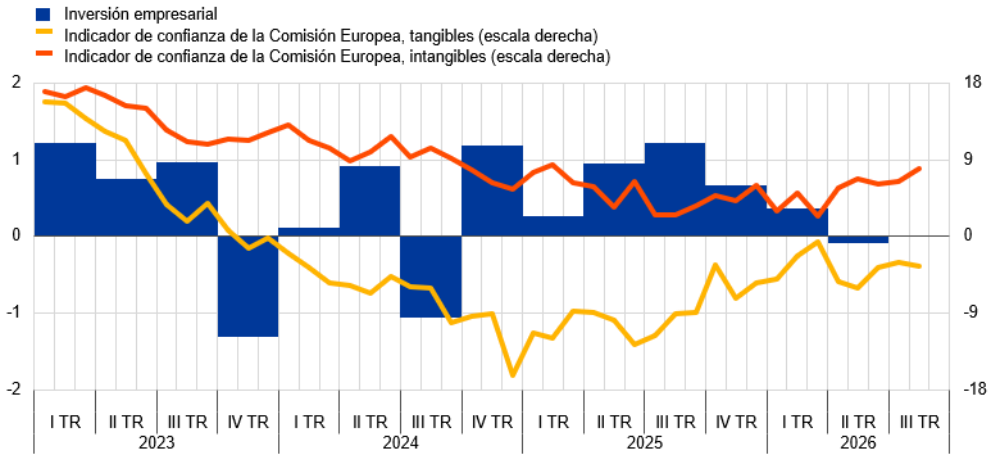
la UE plantean retos para la digitalización. De cara al futuro, el crecimiento de la inversión debería verse respaldado por el aumento de la demanda y del excedente bruto de explotación, así como por la mejora de la confianza, mientras que el incremento de los tipos de interés y de la incertidumbre sobre Oriente Próximo continúan representando un lastre (véase recuadro 2).

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

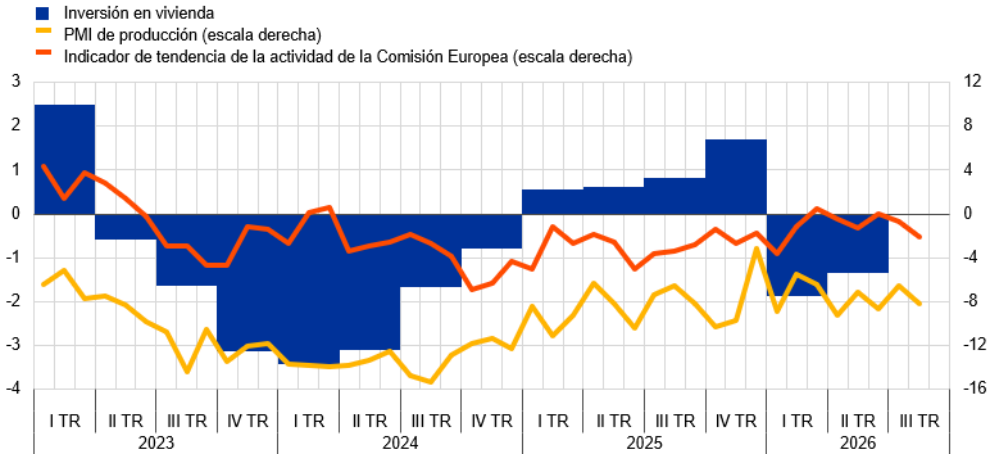
a) Inversión empresarial

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



b) Inversión en vivienda

(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. En cuanto a los indicadores de confianza, «tangibles» se refiere al sector de bienes de equipo (fabricantes de maquinaria y bienes de equipo tangibles), e «intangibles» es una media ponderada de los subsectores proveedores de productos de propiedad intelectual vinculados a la inversión, es decir, actividades de edición (NACE J58), programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática (NACE J62) y servicios de información (NACE J63). 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 la tendencia de la actividad de los segmentos de construcción de edificios y actividades de construcción especializada en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026 para la inversión y a agosto de 2026 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

La inversión en vivienda siguió disminuyendo en el segundo trimestre de 2026, pero se espera que vuelva a registrar un crecimiento positivo a corto

plazo. La inversión residencial se redujo un 1,3 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2026, tras registrar un descenso del 1,9 % en el trimestre anterior (panel b del gráfico 7). Este descenso fue relativamente generalizado en los países de mayor tamaño de la zona del euro, pero especialmente acusado en Italia, donde parte de la debilidad puede reflejar efectos temporales relacionados con la retirada gradual de los incentivos económicos a la rehabilitación de viviendas. Por otra parte, la producción de la construcción de edificios y las actividades de construcción especializada en el segundo trimestre se situó, en promedio, un 0,8 % por encima del nivel registrado en el trimestre precedente. Los indicadores de actividad basados en encuestas proporcionan señales dispares en relación con el tercer trimestre, ya que, en julio y agosto, el PMI de producción de viviendas superó, en promedio, su nivel del segundo trimestre, mientras que el indicador de la Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la construcción de edificios y las actividades de construcción especializada cayó por debajo del observado en el segundo trimestre y las limitaciones relacionadas con las condiciones meteorológicas alcanzaron máximos históricos. Por otra parte, el número de visados de obra nueva residencial siguió aumentando, y la tasa de crecimiento de tres meses sobre los tres meses anteriores se situó en el 1,2 % en mayo. Según la encuesta de la Comisión Europea a los consumidores, la intención de los hogares de realizar reformas repuntaría en el tercer trimestre, mientras que su intención de adquirir o construir una vivienda se mantendría prácticamente estable. Sin embargo, la encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio apunta a cierto debilitamiento de la demanda de crédito, dado que las entidades de crédito indicaron que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda había disminuido en el segundo trimestre y que esperaban que continuara descendiendo en el tercero. En general, es probable que la inversión residencial vuelva a registrar un crecimiento positivo a corto plazo, aunque se espera que la recuperación siga siendo gradual.

El repunte reciente de las exportaciones de bienes de la zona del euro no señala aún un fortalecimiento generalizado del dinamismo de la actividad exportadora. Las exportaciones reales de bienes a países no pertenecientes a la zona aumentaron un 2,1 % en los tres meses transcurridos hasta junio, tras la debilidad observada en el primer trimestre. Los datos de las cuentas nacionales correspondientes al segundo trimestre también reflejan un incremento de las exportaciones totales —el 3,4 % en tasa intertrimestral—. Sin embargo, este resultado debería interpretarse con cautela, ya que se vio afectado por la volatilidad de las exportaciones irlandesas asociadas a la actividad de las multinacionales, que guardan poca relación con el dinamismo subyacente del comercio de la zona del euro. Las exportaciones a Estados Unidos también repuntaron en junio, pero el aumento se concentró en bienes que no se vieron directamente afectados por los aranceles, incluidos algunos productos relacionados con la IA, como equipamiento de computación, de memoria, de almacenamiento y de redes para centros de datos, mientras que las exportaciones sujetas a aranceles siguieron disminuyendo. Esta evolución sugiere que las mayores barreras comerciales impuestas por Estados Unidos el año pasado aún pueden estar pesando sobre las categorías afectadas. Los indicadores de opinión permanecieron en niveles reducidos, y el PMI de nuevos pedidos exteriores apenas volvió a situarse en terreno positivo después de cuatro

años y medio, aunque los pedidos exteriores relacionados con tecnología continuaron exhibiendo una relativa fortaleza, respaldados por el despliegue de la IA a escala global. Parece que el impacto del conflicto en Oriente Próximo ha sido menos disruptivo de lo esperado previamente, dado que las restricciones de oferta siguen siendo limitadas y están disminuyendo, pero el aumento de los costes y de la incertidumbre sigue lastrando las perspectivas. En general, se prevé que las exportaciones de la zona del euro crezcan a un ritmo más lento que la demanda externa a corto plazo, lo que implica un nuevo descenso de las cuotas de exportación. Ello obedece en parte a la reciente fortaleza de la demanda mundial de bienes relacionados con la IA, sobre todo de componentes esenciales de centros de datos como el *hardware* de computación, de almacenamiento y de red, en los que la zona del euro está menos especializada que algunos de sus competidores. Durante el resto del horizonte de proyección, se espera que las cuotas de mercado sigan sometidas a presiones derivadas de problemas de competitividad más amplios. En cuanto a las importaciones, los datos de las cuentas nacionales indican que aumentaron un 1,5 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre, lo que implica una contribución positiva de 0,9 puntos porcentuales de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB de la zona del euro.

Las proyecciones del escenario de referencia apuntan a un crecimiento anual del PIB real del 0,9 % en 2026, el 1,4 % en 2027 y el 1,5 % en 2028. En comparación con las proyecciones de junio de 2026, el crecimiento del PIB se ha revisado ligeramente al alza para 2026, lo que refleja sorpresas en los datos e indicadores de opinión positivos que implican un efecto arrastre en 2027. Las perspectivas de crecimiento a corto plazo han mejorado en comparación con las últimas proyecciones, debido, en particular, a la capacidad de resistencia del consumo privado y del gasto público. A medio plazo, la disminución gradual de los precios de la energía y la fortaleza del mercado de trabajo deberían contribuir al aumento de la renta de los hogares y, a su vez, favorecer el consumo. El crecimiento se verá impulsado de forma creciente por la inversión empresarial y residencial. Las exportaciones deberían beneficiarse de un incremento de la demanda exterior, pero su avance se está viendo limitado por problemas de competitividad y por la incertidumbre sobre las políticas comerciales en todo el mundo. Las perspectivas económicas para la zona del euro siguen sujetas a una incertidumbre elevada en el contexto del actual conflicto en Oriente Próximo *y* la continuada volatilidad de los precios de la energía. Para reflejar esta incertidumbre, las proyecciones de referencia se complementan con versiones actualizadas de los tres escenarios alternativos (moderado, adverso y severo) incluidos en las proyecciones de junio de 2026 (véase las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE, septiembre de 2026»).

3 Precios y costes

La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó hasta el 3,3 % en agosto de 2026, desde el 2,9 % registrado en julio. Este aumento estuvo impulsado por el repunte de la tasa de crecimiento de los precios de la energía derivado del conflicto en Oriente Próximo, mientras que la de los precios de los alimentos no cambió[5]. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), descendió hasta el 2,4 % en agosto, frente al 2,5 % de julio, debido a la caída de la tasa de variación de los precios de los servicios que compensó con creces el incremento de la correspondiente a los bienes industriales no energéticos. Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses. Hasta ahora, los salarios no han mostrado una respuesta significativa a la perturbación energética. El avance interanual de la remuneración por asalariado se redujo hasta el 3,3 % en el segundo trimestre de 2026, desde el 3,5 % del primer trimestre.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026, la inflación general se situará, en promedio, en el 3 % en 2026 y descenderá hasta el 2,5 % en 2027 y el 2,1 % en 2028[6]. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, la inflación general se mantendría sin cambios en 2026, mientras que se ha revisado al alza para 2027 y 2028. Las perspectivas siguen sujetas a una incertidumbre elevada, con riesgos al alza para la inflación. Para ilustrar esta incertidumbre, las proyecciones de referencia se complementan con versiones actualizadas de los tres escenarios alternativos incluidos en las proyecciones de junio de 2026. Estos escenarios difieren en sus supuestos relativos a la magnitud y persistencia del conflicto en Oriente Próximo y de la perturbación de los precios de la energía, al impacto de la perturbación en el entorno internacional y en la incertidumbre, y a la intensidad de los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación.

Según la estimación de avance de Eurostat, la inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3,3 % en agosto de 2026, desde el 2,9 % registrado en julio (gráfico 8). Este aumento estuvo impulsado por el repunte de la tasa de crecimiento de los precios de la energía, mientras que la correspondiente a los precios de los alimentos permaneció estable y la inflación medida por el IAPCX descendió ligeramente. La tasa de variación interanual de los precios energéticos se incrementó notablemente en agosto, hasta el 14,3 %, frente al 10,3 % de julio, como consecuencia de una subida intermensual del 2,9 % de estos precios y de un efecto de base positivo significativo[7]. La inflación de los

---

5 La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 9 de septiembre de 2026. Según los datos completos del IAPC publicados por Eurostat el 17 de septiembre de 2026, la inflación interanual de la zona del euro se situó en el 3,2 % en agosto de 2026.

6 Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2026.

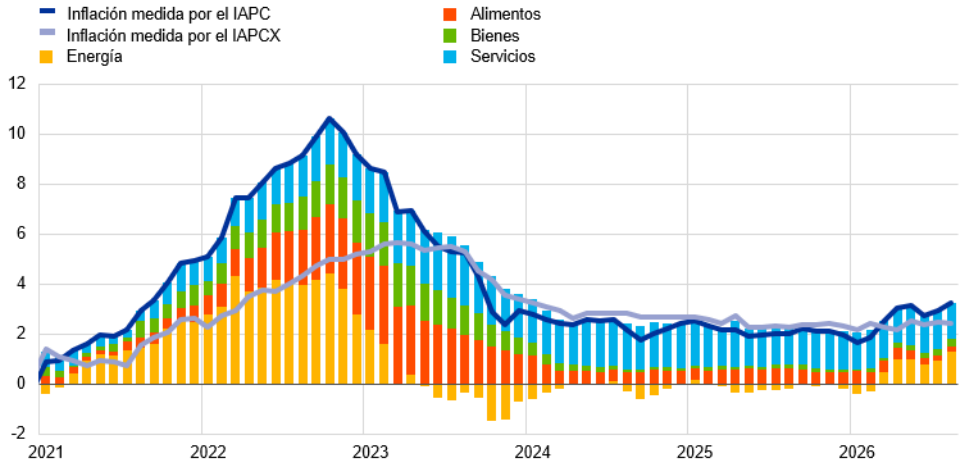
7 Para un análisis de los precios de la electricidad y del gas que pagan los consumidores, véase el recuadro titulado «La transmisión dispar de los precios mayoristas del gas y la electricidad hasta llegar a las facturas de los consumidores» en este Boletín Económico.

alimentos se mantuvo en el 1,2 % en agosto, sin cambios con respecto a julio. Dentro del componente de alimentos, el ritmo de avance de los precios de los alimentos elaborados disminuyó hasta el 0,6 % en agosto, desde el 0,7 % de julio, mientras que el de los alimentos no elaborados aumentó hasta el 2,7 %, desde el 2,4 % observado en el mismo período. Las variaciones intermensuales de los precios de los alimentos no elaborados fueron más pronunciadas de lo habitual en agosto, posiblemente como reflejo de ciertas presiones al alza generadas por las altas temperaturas y la sequía registradas en Europa durante el verano. La inflación medida por el IAPCX descendió hasta el 2,4 % en agosto, frente al 2,5 % de julio. Este descenso tuvo su origen en la caída de la tasa de crecimiento de los precios de los servicios, desde el 3,3 % hasta el 3 %, que compensó con creces la mayor tasa de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos, desde el 0,9 % hasta el 1,2 %.

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

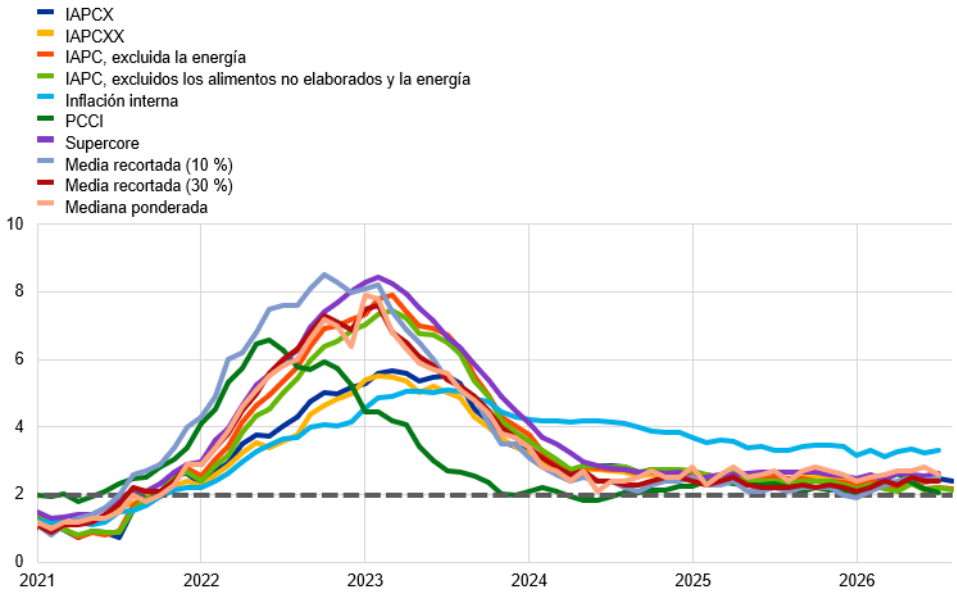


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos e «IAPCX» al IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2026 (estimación de avance).

Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses (gráfico 9), y en julio de 2026 fluctuaron entre el 2,1 % y el 2,6 %. Tras repuntar en julio, los indicadores de la inflación basados en la exclusión de componentes disponibles para agosto experimentaron un ligero descenso. En cuanto a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se redujo hasta el 2,1 % en julio, desde el 2,2 % de junio, mientras que el PCCI sin energía permaneció en el 2,1 %. El indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, aumentó levemente y se situó en el 2,6 % en julio, frente al 2,5 % registrado en junio. En ese mismo período, la inflación interna, que abarca componentes con un contenido importador bajo (principalmente partidas de los servicios), también se incrementó hasta el 3,3 %, desde el 3,2 %.

Gráfico 9
Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2026 (estimación de avance) para el IAPCX, el IAPCXX y el IAPC, excluida la energía, y a julio de 2026 para los demás indicadores.

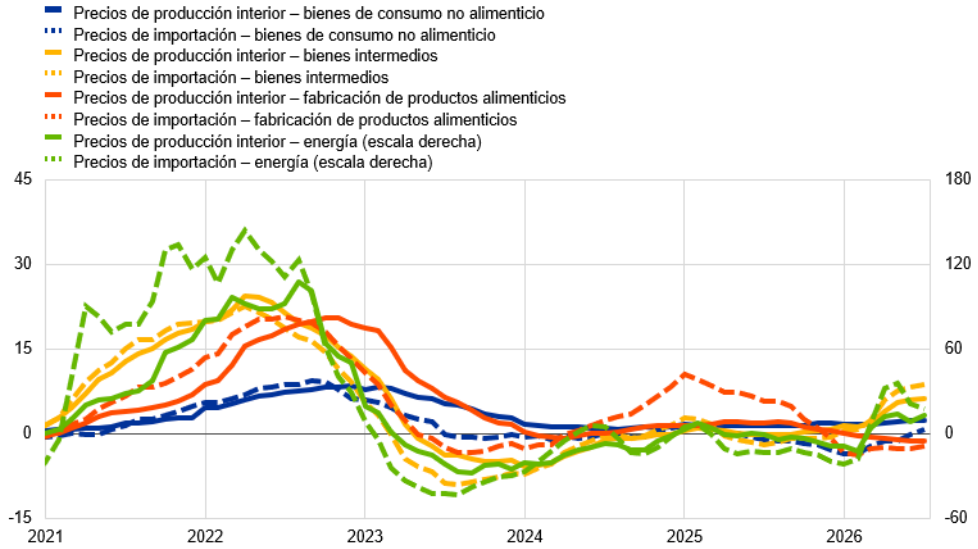
En julio de 2026, los indicadores de las presiones latentes aumentaron en la mayoría de las fases del proceso de formación de precios (gráfico 10). En las fases iniciales de este proceso, la tasa de variación de los precios de producción de la energía se incrementó hasta situarse en el 12,9 % en julio de 2026, frente al 8,8 % observado en junio, mientras que los precios de importación de la energía se redujeron desde el 21,8 % hasta el 18,2 % en ese mismo período. No obstante, los dos indicadores se mantuvieron en niveles altos, lo que apunta a la persistencia de intensas presiones inflacionistas relacionadas con la energía. Por lo que respecta a los bienes intermedios, las presiones también continuaron siendo elevadas como consecuencia del acusado aumento de los precios de producción interior y de los precios de importación, que en julio subieron hasta situarse en el 6,3 % y el 8,8 %, respectivamente. Ese mismo mes, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, los indicadores de las presiones latentes sobre los bienes de consumo no alimenticio señalaron una intensificación de las presiones inflacionistas, y las tasas de variación tanto de los precios de importación como de los precios de producción interior registraron alzas del 0,7 % y el 2,4 %, respectivamente. Tras las fuertes presiones observadas en 2025, las presiones inflacionistas latentes sobre los precios de los alimentos continuaron siendo débiles y permanecieron firmemente en territorio negativo. En el caso de los alimentos elaborados, la tasa de crecimiento interanual de los precios de producción se mantuvo invariable en el −1,2 % en julio, interrumpiendo la tendencia gradual a la baja que comenzó en septiembre de 2025, mientras que la tasa correspondiente a los precios de importación se incrementó ligeramente y se situó en el −2 % en julio, frente al −2,6 % de junio. Como consecuencia del conflicto en Oriente Próximo, la evolución de los precios de la

energía y de los alimentos, así como las presiones latentes más en general, están siendo objeto de un atento seguimiento.

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a julio de 2026.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, se mantuvieron sin variación, en el 2,4 %, en el segundo trimestre de 2026 (gráfico 11). Esta evolución refleja la menor contribución de los costes laborales unitarios (del 2 % al 1,5 %), y de los impuestos unitarios (del 0,3 % al 0,2 %), que se vio compensada por la mayor aportación de los beneficios unitarios (del 0,1 % al 0,7 %). La disminución de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios (del 3,5 % al 2,6 %) estuvo determinada por el mayor avance de la productividad del trabajo (del 0 % al 0,7 %), que se vio reforzado por la reducción de la tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado (del 3,5 % al 3,3 %). Esta reducción refleja la caída de la tasa de variación de los salarios negociados, que se desaceleró hasta situarse en el 2,4 % en el segundo trimestre de 2026, desde el 2,6 % del primer trimestre, así como un ligero descenso de 0,9 puntos porcentuales de la contribución del componente de deriva salarial, frente a 1 punto porcentual en el mismo 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 el final de agosto de 2026— sugieren que las presiones sobre los salarios negociados se estabilizarán en el 2,6 % en 2026 y que aumentarán levemente hasta situarse en el 2,7 % en el primer semestre de 2027[8]. Según las proyecciones de septiembre de 2026, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuirá del 3,8 % en 2025 al 3,3 % en 2026. En 2027 y 2028 se prevé que se mantenga en el 3,3 %, por encima de su

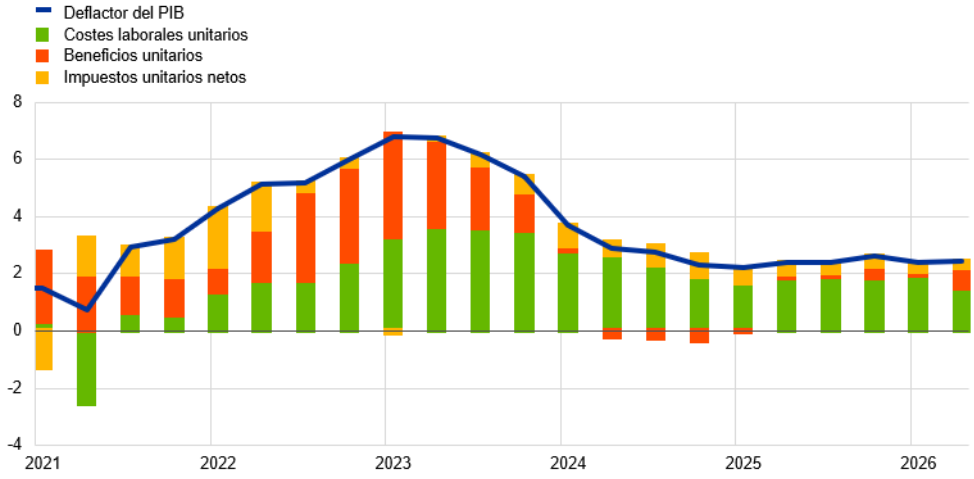
[8] Para más información, véase Banco Central Europeo (BCE) (2026), «Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios señalan una estabilización de las presiones de los salarios negociados en 2026», *nota de prensa*, 17 de junio.

media de largo plazo, respaldada por la mejora de las perspectivas económicas y la capacidad de resistencia del mercado de trabajo. Se considera que el descenso esperado de la inflación mantendrá contenidas las presiones salariales.

Gráfico 11

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

Durante el período de referencia comprendido entre el 11 de junio y el 9 de septiembre de 2026, los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo se incrementaron ligeramente en un contexto de mayor volatilidad, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo se mantuvieron firmemente ancladas en torno al 2 % (panel a del gráfico 12). Las perspectivas de inflación a corto plazo de los inversores siguieron de cerca las fluctuaciones de los precios del petróleo y continuaron siendo muy sensibles a la incertidumbre en torno a la evolución del conflicto en Oriente Próximo. Tras la firma del memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán el 17 de junio de 2026, los indicadores de mercado de la compensación por inflación disminuyeron. Sin embargo, a principios de julio se habían incrementado hasta situarse por encima de los niveles observados con anterioridad al 17 de junio ante el recrudecimiento del conflicto y la subida de los precios del petróleo. Al final del período analizado, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año había aumentado unos 15 puntos básicos y se situaba en el 2,3 %. A medio y largo plazo, los indicadores de la compensación por inflación permanecieron relativamente estables, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años apenas experimentó cambios durante el período analizado y se mantuvo aproximadamente en el 2,2 %. Una vez ajustadas por las primas de riesgo de inflación, las expectativas de inflación a medio y largo plazo basadas en los indicadores de mercado permanecieron firmemente ancladas en torno al 2 %. Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2026 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de septiembre de

2026, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo se mantuvieron en el 2 %.

Gráfico 12

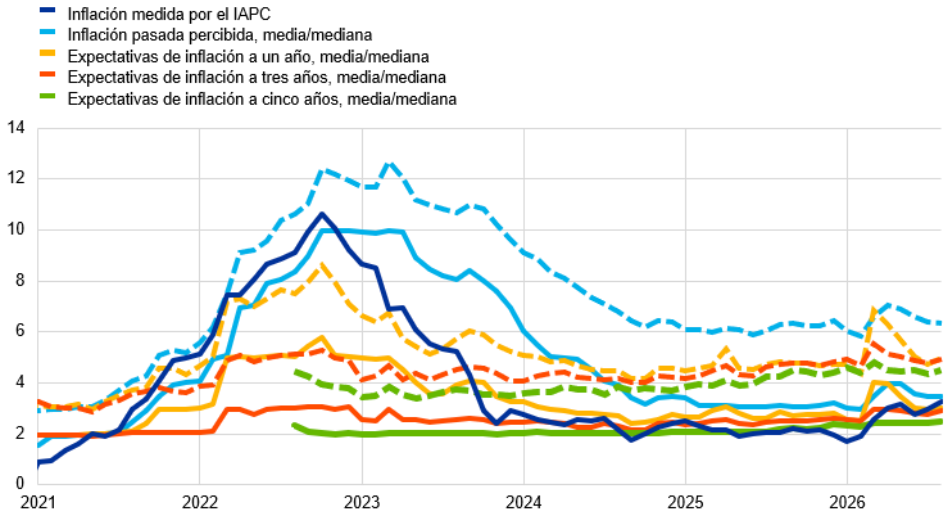
Indicadores de mercado de la compensación por inflación y expectativas de inflación de los consumidores

a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: LSEG, Eurostat, encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores y cálculos del BCE.
Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a dos horizontes diferentes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (11 de junio de 2026). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. En el panel a, las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2026. En el panel b, las últimas observaciones corresponden a agosto de 2026 tanto para la inflación medida por el IAPC (estimación de avance) como para la encuesta sobre las expectativas de los consumidores.

Las expectativas de inflación a corto y a medio plazo de los consumidores aumentaron en agosto de 2026, mientras que la inflación pasada percibida no registró variaciones (panel b del gráfico 12). Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de agosto de 2026, la tasa mediana de la

inflación percibida en los doce meses anteriores permaneció estable en el 3,5 %[9]. La tasa mediana de la inflación esperada en los doce meses siguientes se incrementó ligeramente hasta situarse en el 3 %, desde el 2,9 % de julio, mientras que la correspondiente a tres años vista se incrementó hasta el 2,9 %, desde el 2,7 % observado en ese mismo período. Al mismo tiempo, la tasa mediana de la inflación esperada a cinco años vista repuntó 0,1 puntos porcentuales y se situó en el 2,5 %. Al margen de la volatilidad intermensual, las expectativas de inflación de los consumidores continúan por encima de los niveles registrados antes del conflicto de Oriente Próximo. No obstante, se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses, lo que sigue señalando un retorno de la inflación al objetivo a medio plazo.

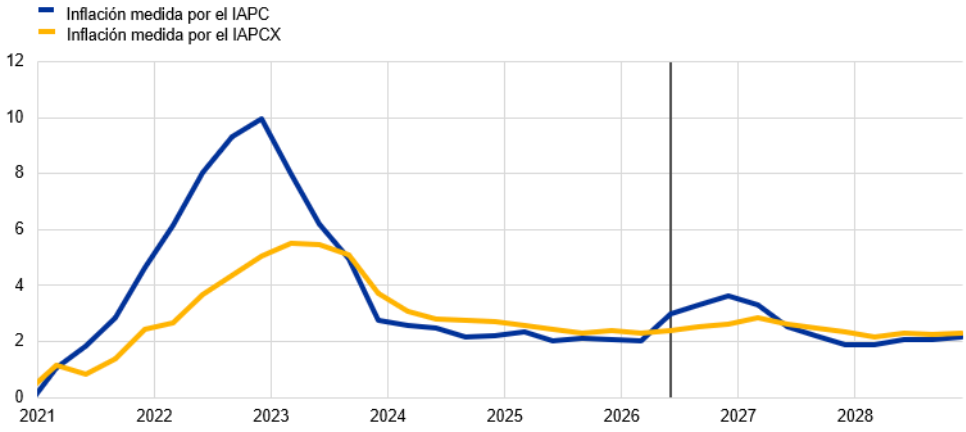
De acuerdo con las proyecciones de septiembre de 2026, la inflación general aumentará desde el 2,1 % en 2025 hasta el 3 % en 2026, y descenderá hasta el 2,5 % en 2027 y el 2,1 % en 2028 (gráfico 13). La inflación general se incrementaría hasta situarse en el 3,6 % en el cuarto trimestre de 2026. Se espera que la inflación de la energía alcance un máximo a finales de 2026, impulsada por las subidas los precios de las materias primas energéticas y por un incremento más acusado de los precios de los combustibles refinados para el transporte en comparación con los del petróleo. Posteriormente se prevé que la inflación de la energía disminuya de forma acusada en 2027 debido a la bajada de los precios de las materias primas energéticas y a los efectos de base negativos, y que vuelva a aumentar en 2028 con la introducción del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE2). La inflación de los alimentos se incrementaría a corto plazo, como consecuencia de la evolución gradual de los efectos indirectos de las anteriores subidas de los precios de la energía y del impacto de las condiciones meteorológicas adversas, antes de reducirse hasta situarse en el 2 % más adelante en el horizonte de proyección. Se espera que la inflación medida por el IAPCX aumente gradualmente a corto plazo y se sitúe, en promedio, en el 2,5 % en 2026 y en el 2,6 % en 2027, como reflejo de la acumulación progresiva de los efectos indirectos derivados del incremento de los precios energéticos, tanto a nivel interno como mundial, a medida que suben los precios de importación y los costes de los insumos del sector manufacturero. Posteriormente está previsto que disminuya hasta el 2,3 % en 2028. En comparación con las proyecciones de junio de 2026, las perspectivas de inflación general medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,2 puntos porcentuales para 2027 y en 0,1 puntos porcentuales para 2028. La inflación medida por el IAPCX se ha corregido al alza en 0,1 puntos porcentuales tanto para 2027 como para 2028.

[9] El trabajo de campo de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de agosto de 2026 finalizó el 24 de agosto de 2026.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro (septiembre de 2026).
Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026 (datos históricos) y al cuarto trimestre de 2028 (proyecciones). Las proyecciones de septiembre de 2026 se finalizaron el 28 de agosto de 2026 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 19 de agosto de 2026. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

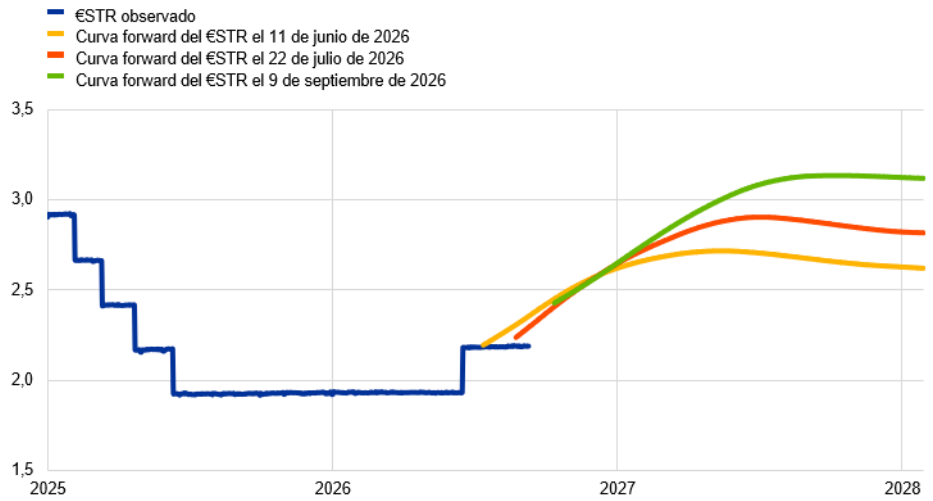
4 Evolución de los mercados financieros

En el período de referencia, comprendido entre el 11 de junio y el 9 de septiembre de 2026, los tipos de interés de mercado a corto plazo de la zona del euro estuvieron determinados principalmente por la evolución del conflicto en Oriente Próximo y sus efectos sobre los precios de la energía, lo que llevó a los participantes en los mercados a ajustar sus perspectivas de inflación a corto plazo. En un entorno de cierta volatilidad, los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo cerraron el período considerado sin apenas variaciones. Entretanto, los tipos libres de riesgo a largo plazo se elevaron hasta situarse en niveles históricamente altos, como consecuencia del incremento sincronizado de los rendimientos de la deuda a nivel mundial. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro se movieron bastante en línea con los tipos de interés libres de riesgo. Las valoraciones de las acciones se fortalecieron durante el período de referencia y los índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos registraron alzas similares en general apoyadas en la solidez de los beneficios empresariales. Las ganancias a ambos lados del Atlántico se concentraron en el sector financiero, reforzadas por la mayor pendiente de la curva de tipos, mientras que las acciones tecnológicas mantuvieron su volatilidad. Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento. En el mercado de divisas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (+1 %) y en términos efectivos nominales (+0,4 %).

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro cerraron el período de referencia sin apenas variaciones, a pesar de que se registró cierta volatilidad durante el mismo como consecuencia de la evolución del conflicto en Oriente Próximo, mientras que los tipos libres de riesgo a más largo plazo aumentaron a nivel mundial (gráfico 14). El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó en el 2,19 % al final del período analizado, debido a la decisión del Consejo de Gobierno de subir 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE adoptada en su reunión del 11 de junio de 2026 y a la decisión de mantenerlos sin variación tomada en su siguiente reunión del 23 de julio. El exceso de liquidez disminuyó unos 101 mm de euros, hasta la cifra de 2.117 mm de euros, principalmente a causa de la reducción sostenida de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria. Los tipos a corto plazo mostraron una intensa volatilidad durante el período, al reevaluar los participantes en los mercados las perspectivas de inflación en respuesta a la evolución del conflicto en Oriente Próximo y a las consiguientes fluctuaciones de los precios de la energía. Sin embargo, terminaron el período de referencia prácticamente sin cambios: el 9 de septiembre de 2026, la curva *forward* del €STR implicaba subidas acumuladas de los tipos de interés oficiales de unos 40 puntos básicos para el final del año, un nivel similar al que se descontaba al inicio del período. En horizontes posteriores a 2026, los tipos *forward* del €STR aumentaron con respecto a su nivel de junio.

Gráfico 14
Tipos *forward* del €STR

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg Finance L.P. y cálculos del BCE.
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

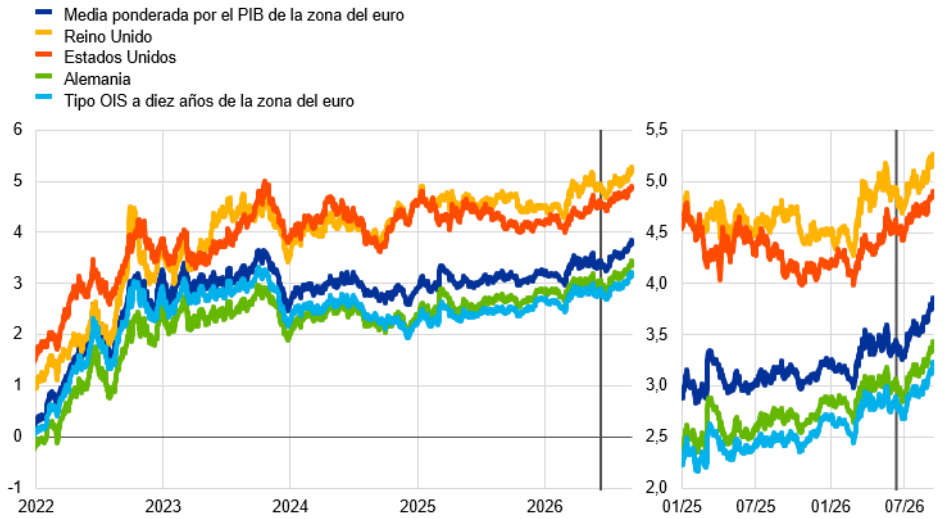
Los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se elevaron durante el período de referencia hasta situarse en los niveles más altos en décadas, como consecuencia del incremento sincronizado de los rendimientos de la deuda a nivel mundial (gráfico 15). El tipo OIS (*overnight index swap*) a diez años de la zona del euro registró un alza de 37 puntos básicos y se situó en el 3,2 %. El rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos aumentó alrededor de 38 puntos básicos hasta el 4,9 %, mientras que el de la deuda pública al mismo plazo del Reino Unido se incrementó en torno a 37 puntos básicos hasta el 5,3 %, aunque con fluctuaciones significativas dentro del período. El rendimiento en plazos superiores a diez años alcanzó los niveles más altos en décadas. La corrección de precios a escala mundial se produjo en un contexto de gran aumento de las emisiones de deuda corporativa para financiar la inversión relacionada con la inteligencia artificial (IA), particularmente en Estados Unidos. Además, las considerables emisiones de deuda soberana actuales y esperadas a nivel global han ejercido presión al alza sobre los rendimientos. El incremento de los rendimientos a largo plazo en el período analizado prolongó una tendencia alcista que se ha movido prácticamente a la par en las distintas jurisdicciones desde finales de 2024, impulsada en gran medida por el incremento de las primas por plazo reales[10].

[10] Los rendimientos a largo plazo de la zona del euro registraron un mínimo local a finales de 2024, tras el ciclo de subidas de tipos de 2022-2023.

Gráfico 15

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

(porcentajes)



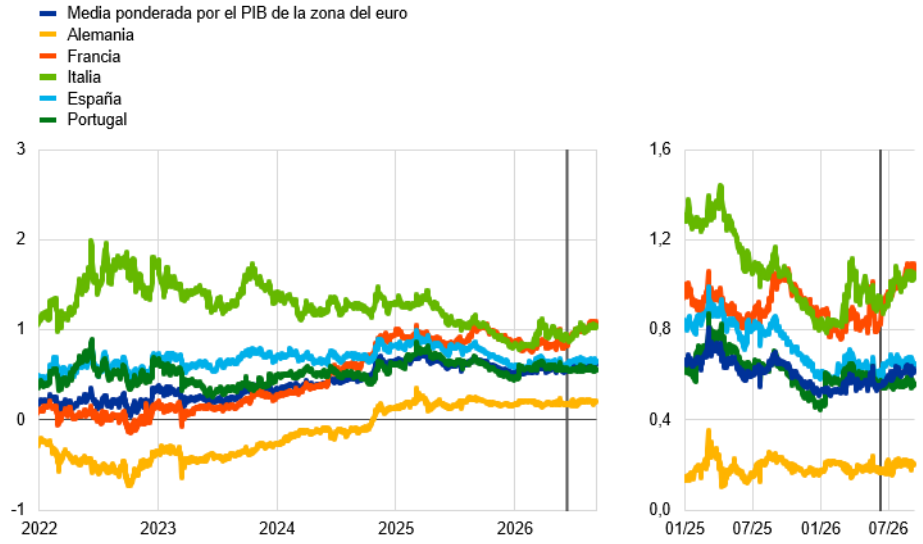
Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de junio de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2026.

Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron en el período de referencia y los diferenciales con respecto a los tipos de interés libres de riesgo se mantuvieron sin variación en general, a pesar de que se observó cierta heterogeneidad entre países (gráfico 16). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 45 puntos básicos durante el período analizado y lo cerró en el 3,9 %. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de los países de la zona del euro siguieron, en líneas generales, los movimientos de los tipos de interés libres de riesgo, aunque los diferenciales aumentaron ligeramente en aquellos con mayores niveles de deuda.

Gráfico 16

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

(puntos porcentuales)

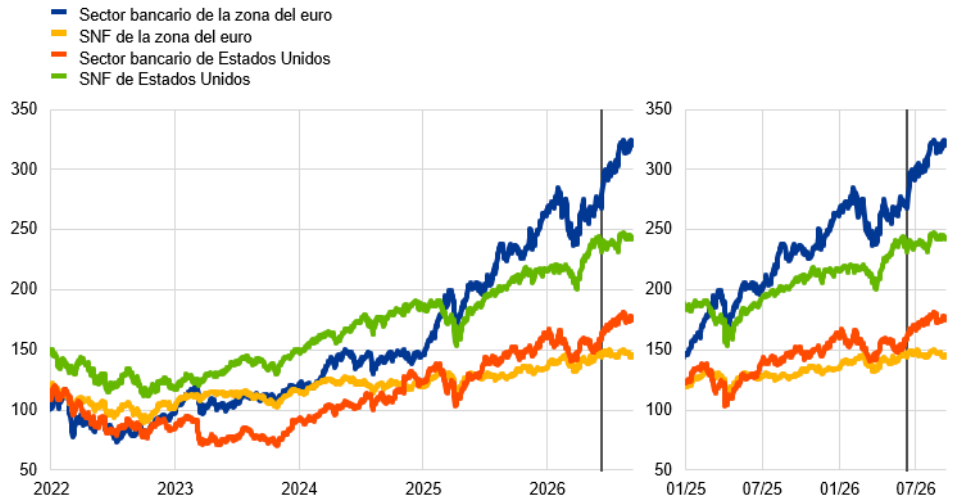


Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de junio de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2026.

Las acciones de la zona del euro se fortalecieron durante el período de referencia como consecuencia de los buenos resultados empresariales, en un entorno de volatilidad durante dicho período que reflejó la evolución del conflicto en Oriente Próximo y las preocupaciones en torno al desarrollo de infraestructuras de IA (gráfico 17). El índice bursátil de referencia de la zona del euro ganó un 2,7 % durante el período analizado, impulsado principalmente por las revalorizaciones en el sector financiero. Si bien el subíndice de las sociedades no financieras (SNF) perdió un 1,9 %, las cotizaciones del sector bancario aumentaron un 19,2 %, reforzadas por la mayor pendiente de la curva de tipos y por los buenos resultados empresariales. El comportamiento de las acciones en Estados Unidos fue comparable: el índice bursátil amplio subió un 2,8 %, con alzas del 2,4 % en las SNF y del 9,1 % en el sector bancario. Las acciones tecnológicas fueron particularmente volátiles en ambas jurisdicciones, a pesar de los buenos resultados, debido a su sensibilidad al incremento de los tipos de interés a largo plazo y a la recurrente preocupación acerca de las elevadas valoraciones. Esta volatilidad también reflejó la incertidumbre en torno a si la sustancial inversión en IA generaría un crecimiento de los beneficios suficiente para satisfacer las altas expectativas implícitas en las valoraciones actuales.

Gráfico 17
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 2 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de junio de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2026.

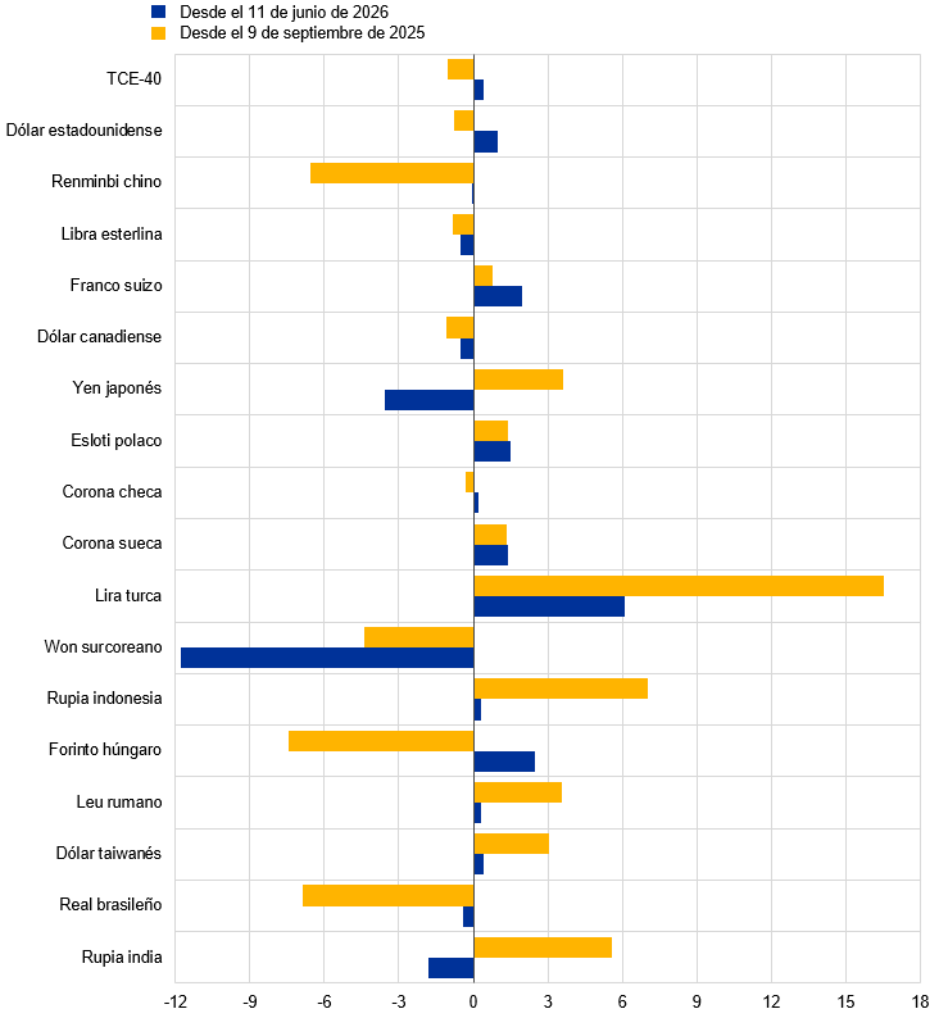
En el período de referencia, los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro se redujeron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento. El descenso fue más pronunciado en el segmento de alto rendimiento, en el que los diferenciales disminuyeron unos 9 puntos básicos. En el segmento de grado de inversión, los diferenciales se estrecharon alrededor de 3 puntos básicos, tanto en el caso de las SNF como en el del sector financiero.

En los mercados de divisas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 18). El fortalecimiento frente al dólar estadounidense (+1 %) se debió principalmente a los cambios en las expectativas de mercado acerca de la orientación de la política monetaria de la Reserva Federal. Al mismo tiempo, 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— repuntó un 0,4 % en un entorno de evolución dispar de los tipos de cambio bilaterales. El euro se apreció frente al franco suizo (+2 %), el esloti polaco (+1,5 %) y el forinto húngaro (+2,5 %), mientras que perdió valor frente a la libra esterlina (−0,5 %), el won surcoreano (−11,8 %) y yen japonés (−3,6 %). El tipo de cambio yen-euro mostró una volatilidad relativamente elevada durante el período de referencia. A finales de julio, Estados Unidos y Japón iniciaron una intervención coordinada en los mercados cambiarios, que al principio generó una apreciación del yen. No obstante, la mayoría de las ganancias se habían revertido a finales de agosto. El yen se ha apreciado significativamente frente al euro desde principios de septiembre, sobre todo como consecuencia de los cambios en las expectativas de mercado relativas a la orientación de la política monetaria del Banco de Japón.

Gráfico 18

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 9 de septiembre de 2026.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

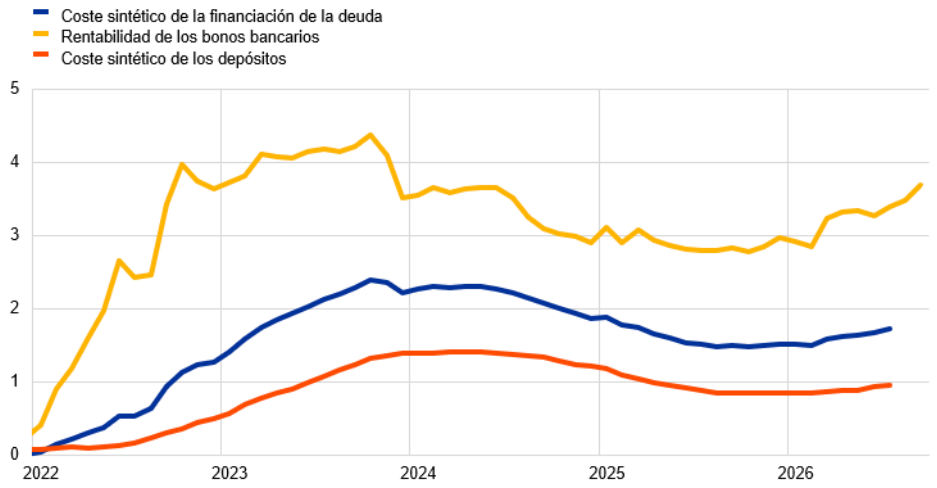
Las condiciones de financiación de las empresas y los hogares han permanecido estables, en términos generales, desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 23 de julio de 2026. En julio, los tipos de interés de los préstamos bancarios se situaron en el 3,8 % para las empresas, ligeramente por encima de los niveles observados en mayo, y se mantuvieron en el 3,5 % para los hogares. En el período de referencia comprendido entre el 11 de junio y el 9 de septiembre de 2026, tanto el coste de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras como el coste de las acciones se incrementaron, como consecuencia del alza de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo y de la mayor prima de riesgo bursátil. El crecimiento de los préstamos a empresas siguió elevándose en julio hasta situarse en el 4,4 %, mientras que el de los préstamos a hogares se mantuvo prácticamente sin variación en el 3,1 %. La tasa de avance interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 3,4 %.

En junio y en julio, los costes de financiación de las entidades de crédito se mantuvieron prácticamente sin cambios, tras registrar una tendencia general alcista desde marzo (gráfico 19). El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se situó en el 1,7 % en julio. La rentabilidad de los bonos bancarios experimentó un ligero aumento en el mismo mes, debido a las presiones al alza en los mercados mundiales de renta fija, pero sus diferenciales continuaron siendo reducidos. Los tipos de interés interbancarios se elevaron tras la decisión del Consejo de Gobierno de subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en junio. El tipo sintético de los depósitos —que mide el coste marginal de la financiación mediante depósitos bancarios— repuntó levemente hasta el 1 % en julio, reflejo del aumento de los tipos de interés aplicados a los depósitos a plazo al trasladar las entidades el incremento de los tipos oficiales. Al mismo tiempo, los tipos de los depósitos a la vista y de las cuentas de ahorro permanecieron sin variación en general.

Gráfico 19

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

(porcentajes anuales)



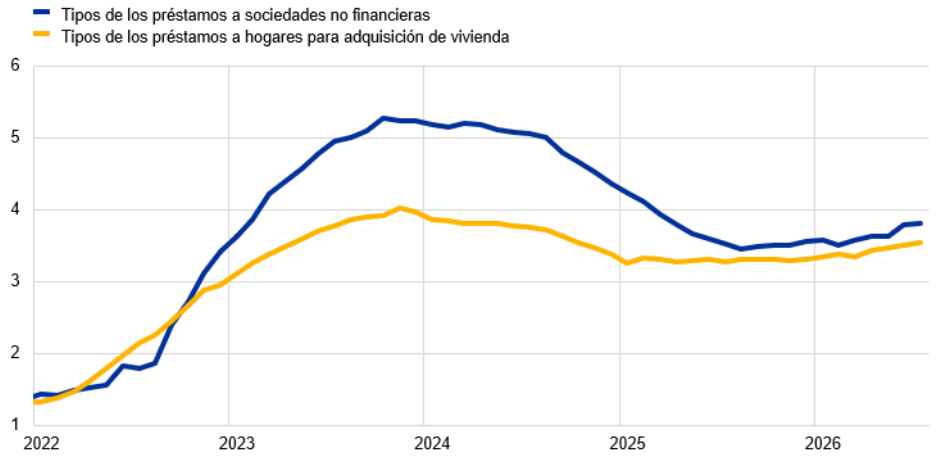
Fuentes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC y/o sus filiales, y cálculos del BCE.
Notas: El coste sintético de la financiación de la deuda es una media de los costes para las entidades de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2026 para el coste sintético de la financiación de la deuda y el coste sintético de los depósitos y al 9 de septiembre de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Hasta finales de julio, los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas aumentaron, mientras que los aplicados a los concedidos a los hogares se mantuvieron estables (gráfico 20). El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras se incrementó hasta el 3,8 % en junio y en julio, desde el 3,6 % de mayo. Las subidas de tipos se concentraron en los préstamos con períodos de fijación a más 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 otorgados a las empresas se endureció ligeramente, ya que los tipos de interés de los préstamos a pequeñas y medianas empresas se elevaron menos, en términos relativos, que los del crédito concedido a grandes empresas. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permaneció sin cambios en general en el 3,5 % en junio y en julio.

Gráfico 20

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

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2026.

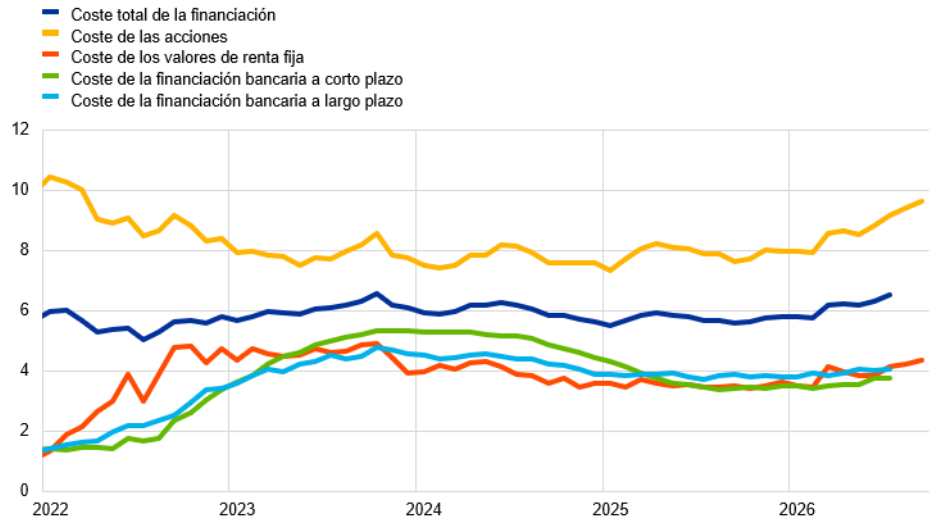
En el período de referencia comprendido entre el 11 de junio y el 9 de septiembre de 2026, el coste de los valores de renta fija emitidos por las empresas y el de las acciones aumentaron. El coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se incrementó por segundo mes consecutivo y se situó en el 6,5 % en julio (gráfico 21)[11]. Los principales determinantes de este incremento fueron el coste de las acciones y el de los valores de renta fija, mientras que el de la financiación bancaria solo repuntó marginalmente. Los datos diarios relativos al período de referencia completo muestran que el aumento del coste de los valores de renta fija se debió a los mayores tipos de interés libres de riesgo, que únicamente se vieron compensados en parte por una leve disminución de los diferenciales de los bonos corporativos, especialmente en el segmento de alto rendimiento (véase sección 4, «Evolución de los mercados financieros»). El coste de la financiación mediante acciones también se elevó durante el período de referencia, lo que fue atribuible, sobre todo, a la mayor prima de riesgo bursátil y, en menor medida, al alza de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo.

[11] 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 sociedades no financieras solo están disponibles hasta julio de 2026.

Gráfico 21

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 se basa en datos mensuales y se calcula como la media de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), y los costes de los valores de renta fija y de las acciones (datos de fin de mes), ponderada por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 9 de septiembre de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a julio de 2026 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos mensuales).

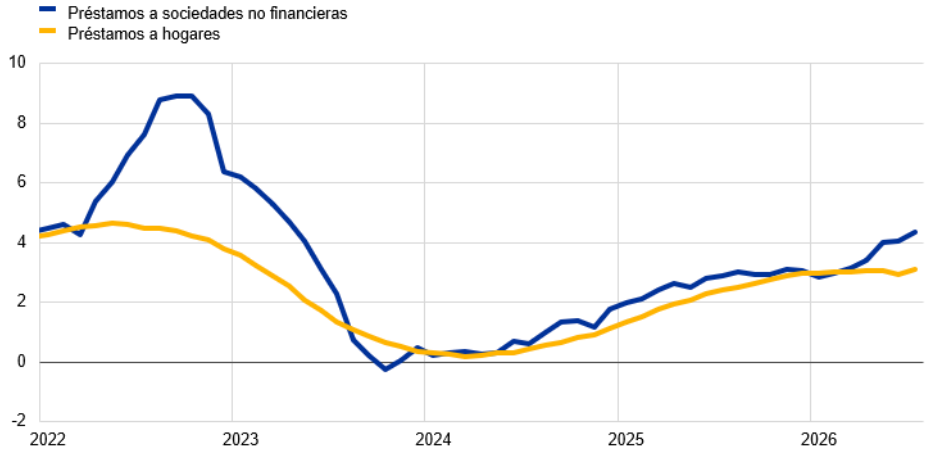
El crecimiento de los préstamos a empresas aumentó de nuevo en julio, mientras que el de los préstamos a hogares permaneció prácticamente sin cambios con respecto a los meses anteriores (gráfico 22). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a sociedades no financieras, que normalmente responde con mayor retardo a los cambios en la política monetaria, siguió incrementándose y fue del 4,4 % en julio. Tras aumentar desde el 4 % observado en mayo y en junio, se situó próxima a su media histórica del 4,3 % desde el comienzo de 1999. La tasa de avance interanual de la financiación externa de la deuda de las empresas se elevó hasta el 4,4 % en julio, un alza también con respecto al 4 % de mayo y de junio, debido al mayor crecimiento de la financiación bancaria de las empresas, mientras que las emisiones netas de bonos corporativos continuaron siendo modestas. En conjunto, los préstamos a corto plazo registraron un fuerte aumento en el primer semestre del año y en julio, probablemente como consecuencia de las mayores necesidades de capital circulante en el entorno de la perturbación energética. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo básicamente sin variación en el 3,1 % en julio y por debajo de su media histórica del 4,1 % desde el comienzo de 1999. El avance del crédito para consumo y de los préstamos hipotecarios siguió rondando el 5 % y el 3 %, respectivamente. El crédito a hogares para otros fines, incluido el concedido a empresarios individuales, mantuvo su falta de dinamismo en línea con los patrones históricos. Según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de julio de 2026, el conflicto en Oriente Próximo continúa afectando negativamente a las expectativas de los

hogares relativas al acceso al crédito, aunque estas preocupaciones se han moderado algo.

Gráfico 22

Préstamos de las IFM en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



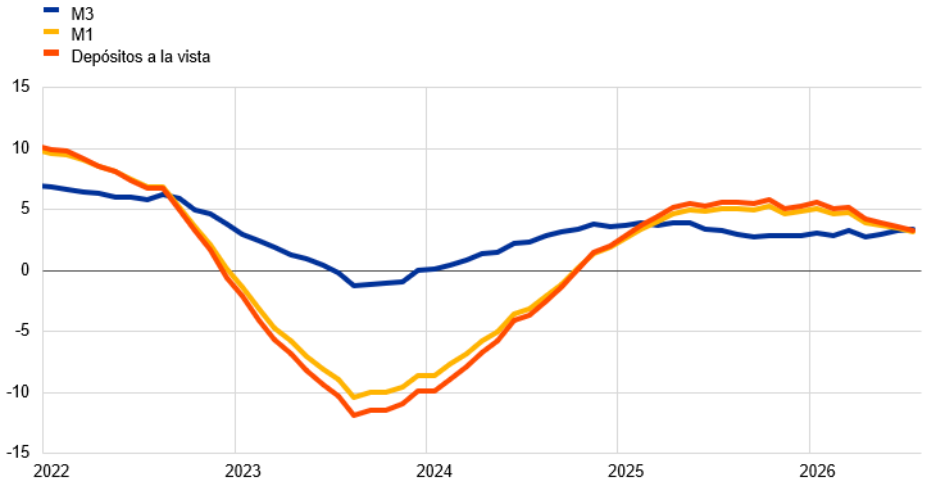
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2026.

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó ligeramente en junio y en julio, pero continuó siendo moderada en general (gráfico 23). El crecimiento interanual de M3 se elevó hasta el 3,4 % en julio, tras haber oscilado en torno al 3 % desde mediados de 2025, y se mantuvo muy por debajo de su media histórica del 5,2 % observada desde el comienzo de 1999. Sin embargo, los flujos mensuales registrados hasta julio mostraron mayor volatilidad, debido a las grandes fluctuaciones mensuales de los flujos netos del exterior. La tasa de avance interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye el efectivo en circulación y los depósitos a la vista— descendió hasta el 3,1 % en julio, desde el 3,7 % de mayo y el 3,5 % de junio. Este descenso refleja las salidas significativas de depósitos de los intermediarios financieros no bancarios experimentadas en julio, que contrarrestaron parte de las entradas observadas en meses anteriores. En lo que respecta a las contrapartidas, el crédito interno ha desempeñado un papel más importante en la creación de dinero desde el estallido del conflicto en Oriente Próximo. En cambio, la reducción del balance del Eurosistema siguió lastrando el crecimiento de M3.

Gráfico 23

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 julio de 2026

6 Evolución de las finanzas públicas

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026, la orientación de la política fiscal de la zona del euro se relajará en 2026, antes de volver a endurecerse en 2027 y 2028[12]*. La relajación prevista para 2026 es generalizada por el lado del gasto, mientras que el endurecimiento posterior obedece a la reversión de las medidas temporales de apoyo a la energía, a la finalización de la mayor parte de la financiación proporcionada por el programa Next Generation EU (NGEU) y a factores no discrecionales. Se prevé que el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas, que se situó en el 3 % del PIB en 2025, aumente notablemente hasta el 3,6 % del PIB en 2026, alcance un máximo del 3,7 % en 2027 y disminuya hasta el 3,6 % en 2028. Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro se eleve hasta situarse justo por debajo del 90 % del PIB en 2028, a medida que los persistentes déficits primarios y los ajustes entre déficit y deuda compensen los efectos favorables de los diferenciales tipo de interés-crecimiento.*

Tras pasar a ser neutral en 2025, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se relaje en 0,5 puntos porcentuales del PIB en 2026 y que, en términos acumulados, se endurezca en una cuantía similar en 2027-2028[13]**.** La relajación en 2026 es generalizada por el lado del gasto. El aumento de la inversión pública refleja el mayor gasto en defensa e infraestructuras, particularmente en Alemania, pero también en otros países más pequeños, así como el gasto financiado por el programa NGEU. Las transferencias fiscales también se incrementarían, impulsadas tanto por el fuerte crecimiento del gasto en pensiones y otras prestaciones sociales, como por las transferencias de capital a empresas financiadas con fondos de dicho programa. Las medidas temporales de apoyo a la energía introducidas por los Gobiernos desde el comienzo del conflicto en Oriente Próximo proporcionarían un estímulo adicional de alrededor del 0,1 % del PIB en 2026, principalmente a través de las rebajas de los impuestos indirectos y del aumento de las subvenciones. En 2027, la orientación de la política fiscal se endurecería en torno a 0,4 puntos porcentuales del PIB, como consecuencia, en parte, de la reversión de dichas medidas de apoyo y de la finalización de la mayor parte de la financiación del NGEU. Este endurecimiento sería generalizado en los distintos países, aunque se vería parcialmente compensado por el mantenimiento del estímulo fiscal en Alemania. El endurecimiento restante para 2027 y 2028 se debe a factores no discrecionales, sobre todo la progresividad en frío (*fiscal drag*) y la desvinculación de las bases impositivas del PIB[14]. En comparación con las

---

[12] Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026», publicadas en el sitio web del BCE el 10 de septiembre de 2026.

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

[14] La progresividad en frío se refiere al aumento de la recaudación de impuestos que se produce cuando las bases impositivas nominales se incrementan, pero los parámetros de un sistema impositivo progresivo no se ajustan en consecuencia.

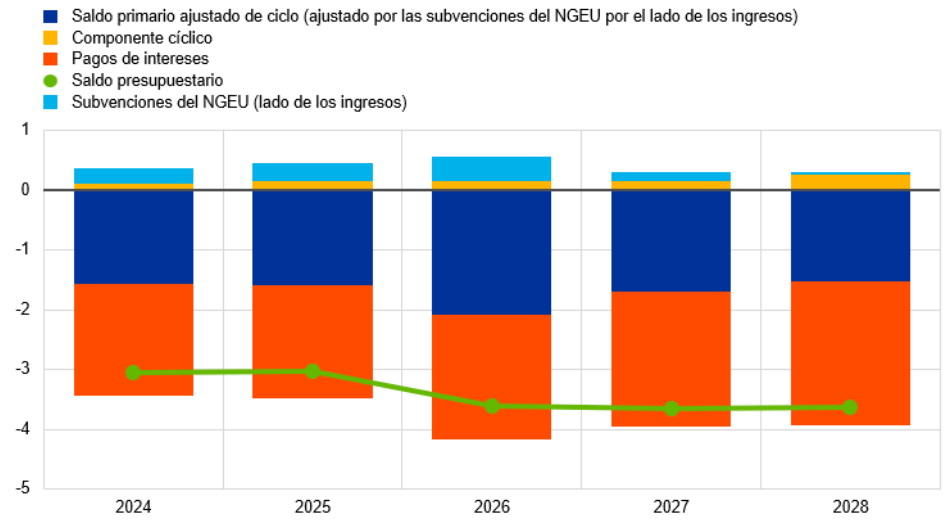
proyecciones macroeconómicas del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, los datos históricos revisados para Alemania y Francia apuntan a una orientación de la política fiscal algo más laxa en 2025, mientras que las perspectivas se mantienen sin cambios en general posteriormente.

Se prevé que el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se deteriore, con un déficit que alcanzaría un máximo muy superior al umbral del 3 % en 2027 (gráfico 24). En retrospectiva, el déficit presupuestario de la zona del euro se redujo ligeramente, desde el 3,1 % del PIB en 2024 hasta el 3 % en 2025. La cifra de 2025 se ha revisado al alza en 0,1 puntos porcentuales en comparación con las proyecciones de junio de 2026, sobre todo debido a los datos revisados de Alemania. De cara al futuro, se proyecta que dicho déficit experimente un incremento acusado y se sitúe en el 3,6 % del PIB en 2026, registre un máximo del 3,7 % en 2027 y descienda de forma marginal hasta el 3,6 % en 2028. La mayor parte del deterioro del saldo presupuestario se produciría en 2026 como consecuencia de la relajación de la orientación de la política fiscal. Además, se prevé que los pagos de intereses aumenten 0,2 puntos porcentuales del PIB en 2026 y otros 0,3 puntos porcentuales en términos acumulados en 2027 y 2028. En el mismo período, el componente cíclico favorable y el endurecimiento previsto de la política fiscal compensarían en gran medida el ascenso continuado de los pagos de intereses, lo que se traduciría en una ligera mejora de la situación presupuestaria en 2028. En comparación con las proyecciones de junio de 2026, el saldo presupuestario se mantiene prácticamente sin variación en el horizonte de proyección, dado que el efecto de base derivado del aumento del déficit en 2025 y la ligera relajación de la orientación fiscal en 2026 se ven compensados por una evolución cíclica más favorable.

Gráfico 24

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentaje del PIB)



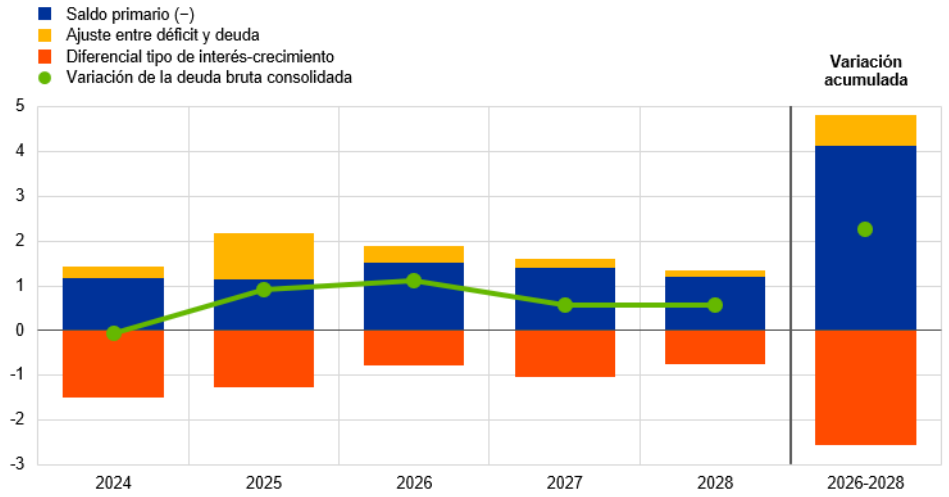
Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026.
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 21 países de la zona del euro.

Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro siga una senda ascendente durante el horizonte de proyección y que se sitúe justo por debajo del 90 % del PIB en 2028. Esta evolución supone una reversión de la disminución significativa observada entre 2021 y 2024. Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB pase del 87,1 % en 2025 al 89,4 % al final del horizonte de proyección. Este incremento refleja déficits primarios continuados y ajustes entre déficit y deuda leves, pero sistemáticamente positivos, que son compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables (gráfico 25). En comparación con las proyecciones de junio de 2026, la ratio de deuda de las Administraciones Públicas se ha revisado a la baja a lo largo de todo el horizonte considerado. Esta revisión puede atribuirse a la menor ratio de deuda calculada para 2025 y a los diferenciales tipo de interés-crecimiento más favorables debido al mayor avance del PIB nominal.

Gráfico 25

Factores determinantes de la variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB de la zona del euro

(porcentajes del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026.
Notas: Los datos se refieren al agregado del sector de Administraciones Públicas de los 21 países de la zona del euro.

Los cambios recientes en la gobernanza fiscal se han centrado en los procedimientos de déficit excesivo y el margen para ampliar la cláusula de salvaguardia nacional al gasto relacionado con la energía. El Consejo de la Unión Europea abrió un procedimiento de déficit excesivo a Bulgaria el 10 de julio, mientras que los procedimientos de este tipo de los otros seis países de la zona del euro se han dejado en suspenso[15]. Hasta ahora, el Consejo de la UE ha aprobado la activación de la cláusula de salvaguardia nacional para el gasto en defensa para 14

[15] Los países pertenecientes a la zona del euro que están actualmente sujetos a un procedimiento de déficit excesivo son Bélgica, Bulgaria, Francia, Italia, Austria, Eslovaquia y Finlandia.

países de la zona del euro[16]. El 18 de agosto, la Comisión Europea publicó una Comunicación con información adicional sobre su propuesta anterior de ampliar el ámbito de aplicación de la cláusula de salvaguardia nacional a las medidas relacionadas con la energía, anunciada en el paquete de primavera del Semestre Europeo de 2026[17]. En la Comunicación se explica que la ampliación incluye medidas que refuercen la seguridad y resiliencia estructurales del sistema energético europeo y aceleren la transición hacia el abandono de los combustibles fósiles. Por ahora, solo Grecia e Italia han solicitado dicha ampliación, aunque la Comisión ha indicado que las solicitudes presentadas más tarde también se tomarían en consideración.

[16] Se ha activado la cláusula de salvaguardia nacional para Bélgica, Bulgaria, Alemania, Estonia, Grecia, España, Croacia, Letonia, Lituania, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia. El 11 de septiembre, Italia solicitó su activación tanto para el gasto en defensa como para las medidas relacionadas con la energía. En el sitio web del Consejo de la UE puede consultarse información más detallada sobre la cláusula de salvaguardia nacional para el gasto en defensa.

[17] Para más información, véase la Comunicación de la Comisión «Orientaciones para los Estados miembros sobre la ampliación del ámbito de aplicación de la cláusula de salvaguardia nacional para la seguridad energética».

Recuadros

1 ¿Qué países son más vulnerables al auge industrial de China? Análisis de la exposición desigual de Europa

Ginevra Aguiari, Francesco Chiacchio, Matteo Falagiarda, Vanessa Gunnella y Emiel Cornelius Marchand

La rápida transformación industrial de China da lugar a una distribución desigual de los retos y oportunidades entre las distintas economías de la UE. El denominado «China shock 2.0» combina una serie de desarrollos observados en China, entre ellos una rápida expansión de la fabricación de alta tecnología, políticas más orientadas a la autonomía industrial y mejoras generalizadas de competitividad en precios. Aunque esta evolución ha intensificado las presiones competitivas en algunos sectores, también puede beneficiar a las economías europeas a través de importaciones a costes más bajos, vínculos de inversión y efectos de difusión tecnológica[1]. El balance de riesgos y oportunidades difiere entre los países de la UE, como consecuencia de las diferencias en la especialización sectorial, la integración en las cadenas de valor de la industria manufacturera y la exposición a sectores en los que las empresas chinas se han expandido rápidamente. Entender esta heterogeneidad es importante desde una perspectiva más amplia de la UE, ya que la exposición asimétrica a las perturbaciones mundiales puede tener implicaciones para la competitividad, la inversión y el crecimiento, así como para la convergencia macroeconómica y el funcionamiento de la unión monetaria.

La similitud entre las estructuras de exportación de bienes de China y de varios países de la UE ha aumentado sustancialmente en los últimos años. Un índice que mide el solapamiento entre la composición sectorial de las exportaciones chinas de bienes y la de cada país de la UE indica que está creciendo la similitud de las exportaciones en una serie de países de la UE[2]. El incremento es más pronunciado en las economías intensivas en manufacturas, como Alemania, mientras que es más limitado en países con estructuras de exportación más especializadas, incluidos algunos países más pequeños de la UE (panel a del gráfico A). La evidencia sectorial sugiere que este aumento estuvo impulsado principalmente por la maquinaria y el material de transporte (panel b del gráfico A), lo que refleja el rápido auge de la industria automovilística de China y un ascenso más generalizado en la cadena de valor hacia productos más avanzados e intensivos en tecnología. Esto señala una intensificación de la competencia en sectores que han sido motores clave del crecimiento en algunas economías europeas en las últimas décadas, como la producción de automóviles y la maquinaria industrial.

---

1 Véanse, por ejemplo, Amicucci *et al.* (2026), Anaya Longaric *et al.* (2026) y Lane (2026).

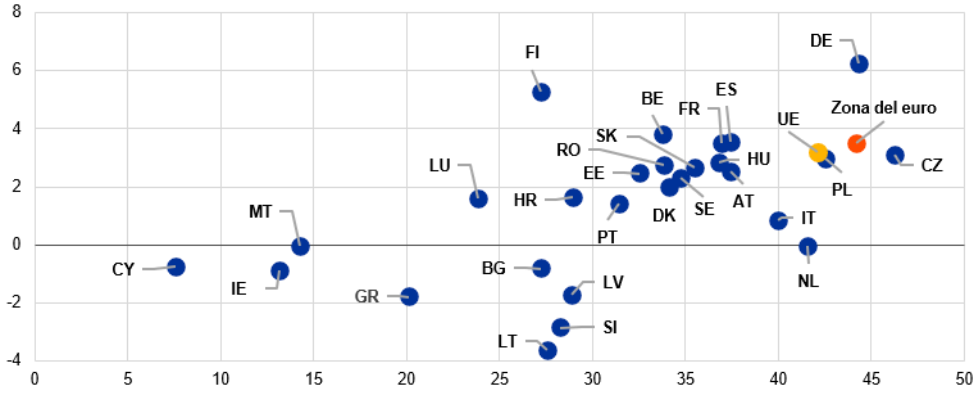
2 El índice de similitud de exportaciones (Export Similarity Index) se basa en la medida propuesta por Finger y Kreinin (1979). Para una aplicación reciente a los patrones de comercio de China, véase De Soyres *et al.* (2025).

Gráfico A

Similitud entre las exportaciones de bienes de la UE y de China

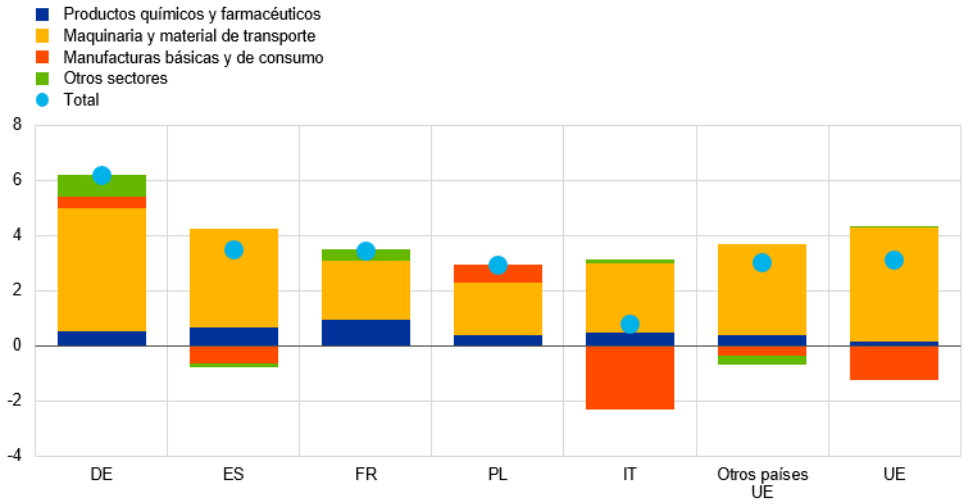
a) Similitud de las exportaciones con China en 2025 y variación desde 2019

(eje de abscisas: similitud, porcentajes; eje de ordenadas: variación, puntos porcentuales)



b) Contribuciones sectoriales a las variaciones en la similitud de las exportaciones con China entre 2019 y 2025

(puntos porcentuales y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.
Notas: El índice de similitud de exportaciones (Export Similarity Index) mide el solapamiento entre las estructuras de exportación de bienes de China y de los países de la UE en distintos sectores. Los valores más altos indican cestas de exportación más similares. Los agregados de la UE, la zona del euro y «Otros países UE» excluyen los flujos comerciales entre países dentro de cada agregado. Panel b: Las contribuciones positivas indican sectores en los que las estructuras de exportación se han vuelto más similares con el tiempo, mientras que las contribuciones negativas indican una divergencia cada vez mayor. Las clasificaciones sectoriales se basan en las categorías de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI), con determinadas categorías agregadas para su presentación.

Junto al aumento de la competencia de las exportaciones, China parece haberse vuelto menos dependiente de las importaciones industriales europeas. La similitud entre las estructuras de exportación de bienes de los países de la UE y las importaciones chinas de bienes ha disminuido en toda la UE desde 2019 (panel a del gráfico B). La caída es más pronunciada en las economías integradas en las cadenas de valor europeas de las industrias manufacturera y automovilística, como el caso de Alemania y varios países de Europa central. Esto refleja, en gran medida, la evolución de la maquinaria y el material de transporte (panel b del gráfico B), sectores en los que estas economías están muy

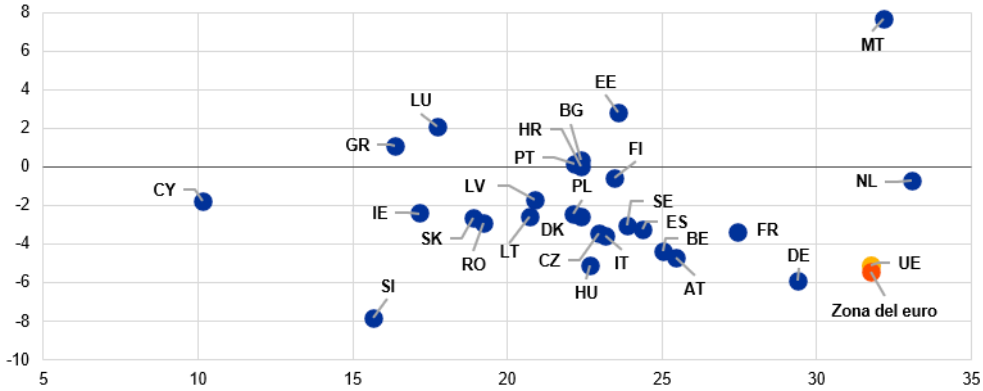
especializadas. Esta dinámica es coherente con la mayor competencia procedente de los productores chinos, la sustitución por otros proveedores extranjeros, los cambios en la composición de la demanda china y la debilidad observada recientemente en la demanda interna del país asiático. Esta evolución ha ido acompañada de un descenso acusado de las exportaciones de la UE a China desde 2019 (gráfico C). Aunque dicho descenso se ha observado de forma generalizada en todos los países de la UE, ha sido especialmente pronunciado en Alemania, debido a su especialización en manufacturas y bienes de equipo.

Gráfico B

Similitud entre las exportaciones de bienes de la UE y las importaciones de bienes de China

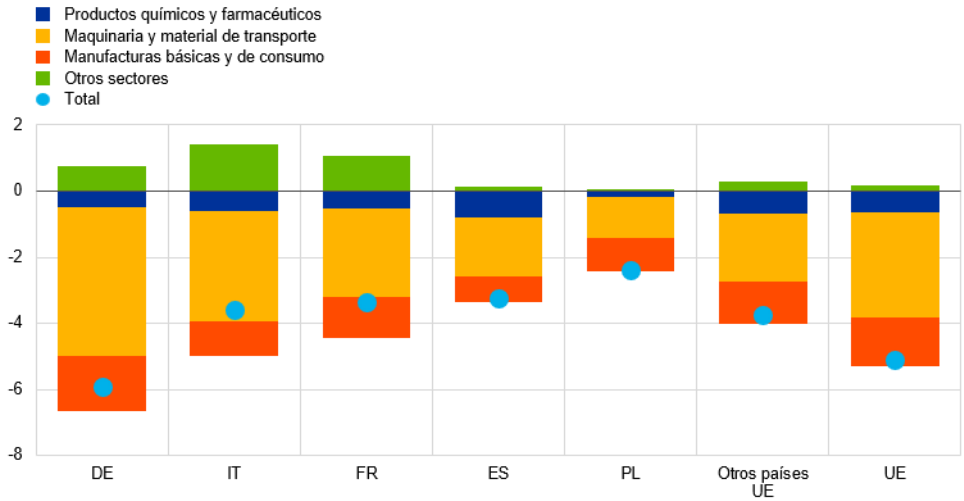
a) Similitud de socios comerciales con China en 2025 y variación desde 2019

(eje de abscisas: similitud, porcentajes; eje de ordenadas: variación, puntos porcentuales)



b) Contribuciones sectoriales a la variación en la similitud de socios comerciales con China entre 2019 y 2025

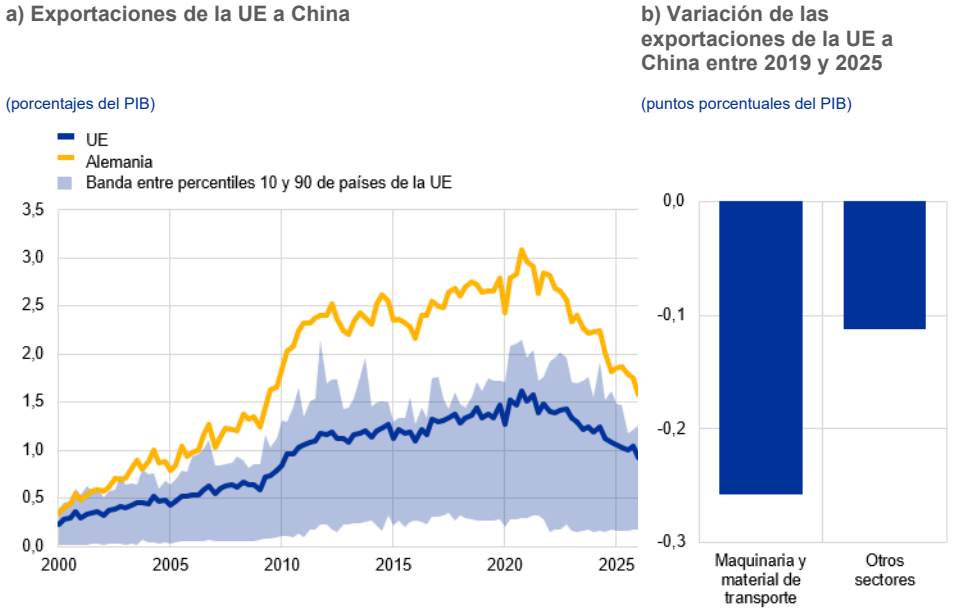
(puntos porcentuales y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.
Notas: El índice de similitud de socios comerciales (Partner Similarity Index: de Soyres *et al.*, 2025) mide el solapamiento entre las estructuras de exportación de bienes de los países de la UE y la composición sectorial de las importaciones chinas de bienes. Los valores más altos indican una correspondencia más estrecha entre las exportaciones de la UE y las importaciones chinas. Los agregados de la UE, la zona del euro y «Otros países UE» excluyen los flujos comerciales entre países dentro de cada agregado. Panel b: Las contribuciones positivas indican sectores en los que las estructuras de exportación de la UE se han vuelto más similares a la composición sectorial de las importaciones chinas con el tiempo, mientras que las contribuciones negativas indican una divergencia cada vez mayor. Las clasificaciones sectoriales se basan en las categorías de la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI), con categorías seleccionadas agregadas para su presentación.

Gráfico C

Exportaciones de bienes de la UE a China



Fuentes: Trade Data Monitor, Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: El gráfico muestra las exportaciones acumuladas de 12 meses a China en porcentaje del PIB nominal.

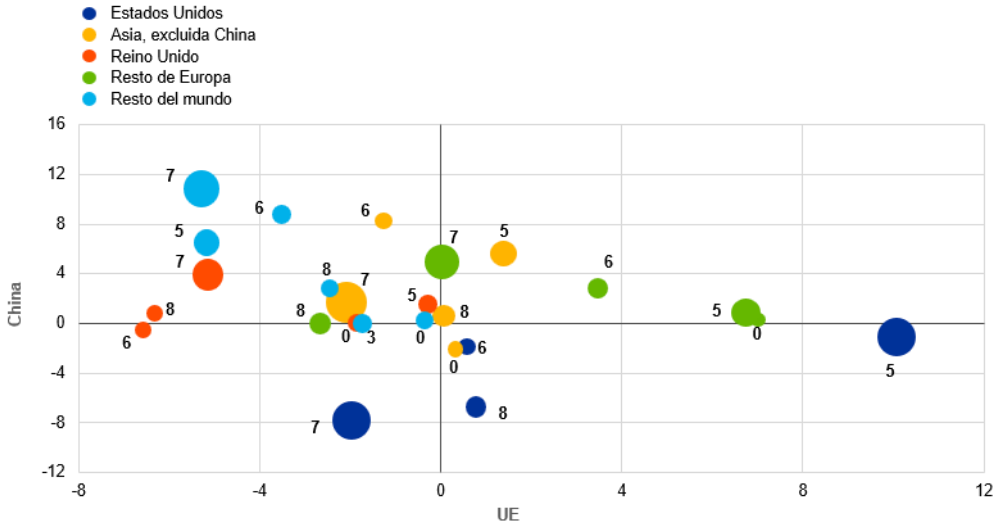
La creciente competencia procedente de China y la menor dependencia del país asiático de las importaciones europeas están lastrando las exportaciones de la UE. Aunque el comercio internacional ha seguido expandiéndose en los últimos años, la cuota de la UE en las exportaciones mundiales de bienes se ha reducido, en particular en los sectores y los destinos en los que China ha reforzado su presencia global, sobre todo en maquinaria y material de transporte (gráfico D). En Asia, es probable que la profunda integración de China en las cadenas de suministro regionales y su creciente fortaleza en el sector de bienes intermedios y de equipo estén amplificando la presión competitiva. En terceros mercados más sensibles a los precios, es posible que las empresas de dicho país asiático también se estén beneficiando de ventajas en términos de costes y de gamas más amplias de productos[3]. En cambio, los países de la UE han aumentado sus cuotas de exportación en Estados Unidos, mientras que la cuota de China ha disminuido, lo que puede reflejar una reorientación del comercio asociada a las recientes tensiones comerciales entre estos dos últimos países. Estas ganancias se han concentrado en sectores de mayor valor añadido, lo que pone de relieve ámbitos en los que las empresas europeas mantienen su competitividad internacional.

[3] El aumento de la competencia procedente de los exportadores chinos puede afectar a las empresas europeas no solo a través de la disminución de las cuotas de exportación, sino también reduciendo su poder de fijación de precios y sus márgenes de beneficio en los sectores en los que compiten (Al-Haschimi *et al.*, 2024).

Gráfico D

Variaciones de las cuotas de exportación de bienes de la UE y de China para determinados productos y destinos entre 2019 y 2025

(variaciones de las cuotas de exportación, puntos porcentuales)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.
Notas: Los círculos se refieren a los siguientes sectores según la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI): 0 (Alimentos); 3 (Productos energéticos); 5 (Productos químicos y farmacéuticos); 6 (Manufacturas básicas); 7 (Maquinaria y material de transporte); 8 (Manufacturas de consumo). El color indica el destino de las exportaciones, mientras que el tamaño del círculo refleja la cuota de exportación a países no pertenecientes a la UE en 2025. Solo se muestran los sectores que representan más del 1 % de dichas exportaciones extracomunitarias.

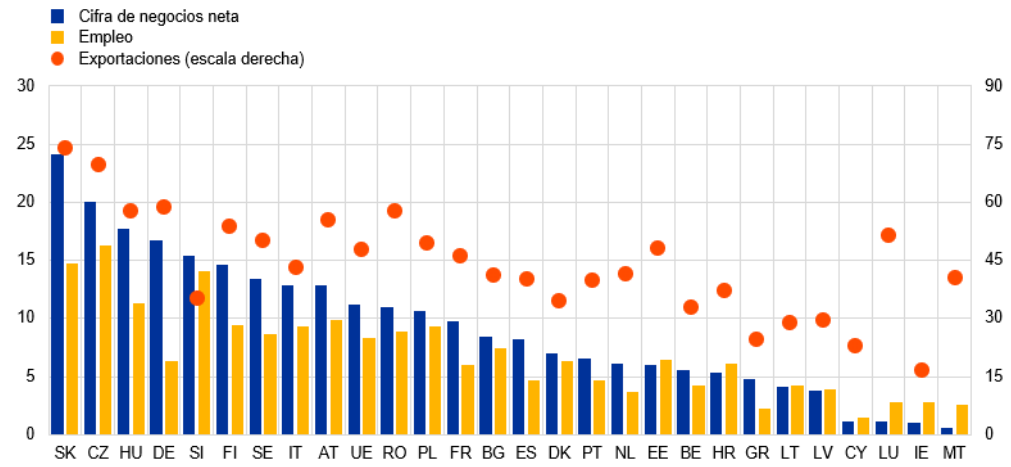
El auge industrial de China está redefiniendo el comercio internacional, dejando a las economías europeas expuestas de forma desigual. Aunque el panorama global viene determinado, en gran parte, por las economías intensivas en manufacturas, los efectos varían considerablemente entre países y sectores. Las economías especializadas en maquinaria, material de transporte y otros bienes de equipo parecen estar más expuestas a la creciente competencia de las empresas chinas y a la caída de la demanda de bienes industriales importados por parte del país asiático. En cambio, algunos sectores han mostrado hasta ahora una mayor resiliencia, lo que pone de relieve ámbitos en los que las empresas europeas siguen siendo competitivas a escala internacional[4]. Además, algunas de las economías más expuestas al aumento de la competencia de China también dependen en gran medida de sectores dependientes de materias primas críticas (gráfico E), lo que evidencia posibles vulnerabilidades en las cadenas de suministro estratégicas y frente a las restricciones chinas a la exportación de dichas materias (Attinasi *et al.*, 2025). Comprender el impacto desigual del auge de China en los distintos países y sectores puede ayudar a fundamentar las respuestas de las políticas a escala nacional y de la UE. Para las economías más expuestas, la diversificación de las cadenas de suministro, el refuerzo de la capacidad industrial nacional y el fomento de la innovación pueden ser importantes para mejorar la resiliencia y adaptarse al entorno cambiante del comercio internacional.

[4] El análisis se centra en el intercambio comercial de bienes y no refleja las fortalezas en el comercio de servicios, en el que varias economías europeas mantienen posiciones internacionales sólidas. Tampoco recoge los posibles beneficios de unos vínculos económicos más estrechos con China, por ejemplo a través de los flujos de inversión y la transferencia de tecnología.

Gráfico E

Dependencia de materias primas críticas, por país

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat, Trade Data Monitor y cálculos del BCE.
Notas: Las barras azules muestran el porcentaje de la cifra de negocios neta de las empresas en los sectores que dependen de materias primas críticas (sectores 24-30 de la clasificación NACE). Las barras de color amarillo representan la proporción correspondiente del empleo. Los puntos naranjas indican la proporción de las exportaciones totales de bienes. Los datos de empleo y de cifra de negocios se refieren a 2024; los datos de exportaciones, a 2025.

Bibliografía

A. Al-Haschimi, L. Emter, V. Gunnella, I. Ordoñez Martínez, T. Schuler y T. Spital (2024), «Why competition with China is getting tougher than ever», *The ECB Blog*, 3 de septiembre.

A. Amicucci, N. Gnocato, V. Gunnella, C. Lindemann, A. Merendino y C. Montes-Galdón (2026), «El impacto del auge industrial de China en la zona del euro», *Boletín Económico*, número 3, BCE.

P. Anaya Longaric, C. Esposito, V. Gunnella, N. Lecourt, C. Martínez Hernández y G. Pongetti (2026), «¿Qué ha mantenido la inflación de los bienes en niveles bajos? El papel de la exposición a las importaciones de China», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

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

M. Banin, M. D'Agostino, V. Gunnella y L. Lebastard (2025), «¿Cuál es el grado de vulnerabilidad de la zona del euro a las restricciones a las exportaciones chinas de tierras raras?», *Boletín Económico*, número 6, BCE.

F. de Soyres, E. Fisgin, A. Gaillard, A. M. Santacreu y H. Young (2025), «The Sectoral Evolution of China's Trade», *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 28 de febrero.

J. M. Finger y M. E. Kreinin (1979), «A Measure of 'Export Similarity' and Its Possible Uses», *The Economic Journal*, vol. 89, n.º 356, diciembre, pp. 905-912.

P. R. Lane (2026), «Europe and the world economy», discurso pronunciado en el Asian Monetary Policy Forum, Singapur, 22 de mayo.

2 Navegar en la incertidumbre: cómo el conflicto en Oriente Próximo está configurando las expectativas y las estrategias de respuesta de las empresas

Katalin Bodnár, Davide Fantino, Sara Lamboglia y Laura Lebastard

La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) en la zona del euro correspondiente al segundo trimestre de 2026 arroja luz sobre la exposición de las empresas al conflicto en Oriente Próximo, su impacto en sus expectativas y sus estrategias de respuesta[1]**.** A partir de un análisis anterior basado en la encuesta del primer trimestre de 2026, que reveló un cambio significativo en las expectativas de las empresas encuestadas tras el estallido de las hostilidades en Oriente Próximo el 28 de febrero de 2026, las preguntas *ad hoc* incluidas en la edición correspondiente al segundo trimestre proporcionan evidencia adicional sobre cómo está afectando el conflicto a las empresas de la zona del euro[2]. Dicha edición también permite evaluar si la distribución de las respuestas obtenidas varió tras el anuncio del memorando de entendimiento suscrito entre Irán y Estados Unidos el 14 de junio, dado que alrededor de una cuarta parte de las empresas encuestadas contestaron después de que se hubiera realizado[3]. Posteriormente, a principios de julio, los ataques marítimos se reanudaron, lo que pone de relieve que el análisis a nivel de empresa del impacto del conflicto sigue siendo relevante.

Las empresas del sector comercial, las exportadoras y las pequeñas y medianas empresas (pymes) señalaron los niveles más elevados de exposición al conflicto en Oriente Próximo. En promedio, las grandes empresas declararon estar menos expuestas al conflicto que las pymes, puesto que el 28 % dio a la exposición una puntuación superior a siete en una escala de uno a diez, frente al 35 % en el caso de las pymes (gráfico A). Las empresas exportadoras indicaron, en promedio, un nivel de exposición mayor que las no exportadoras. Probablemente, ello obedezca a dos factores: i) las empresas exportadoras pueden operar en mercados geográficamente distantes que se ven afectados de forma más directa por el conflicto en Oriente Próximo que la zona del euro, y ii) es más probable que esas empresas realicen actividades de importación (Bernard *et al.*, 2012), lo que acentúa su vulnerabilidad a las disrupciones en las cadenas globales de suministro. Aunque las empresas exportadoras tienden a ser más grandes, la mayor exposición de las pymes sugiere que el tamaño y la internacionalización pueden afectar a las empresas a través de distintos canales: las exportadoras están más expuestas por su mayor integración en las redes comerciales globales, mientras que la capacidad de las pymes para absorber perturbaciones de costes o ajustar las cadenas de suministro puede ser limitada. Estas últimas también dependen en mayor medida de la demanda de los consumidores y son más

---

1 Para información adicional, véase el informe del BCE sobre la encuesta SAFE correspondiente al segundo trimestre de 2026.

2 Para análisis anteriores, véase Fantino *et al.* (2026).

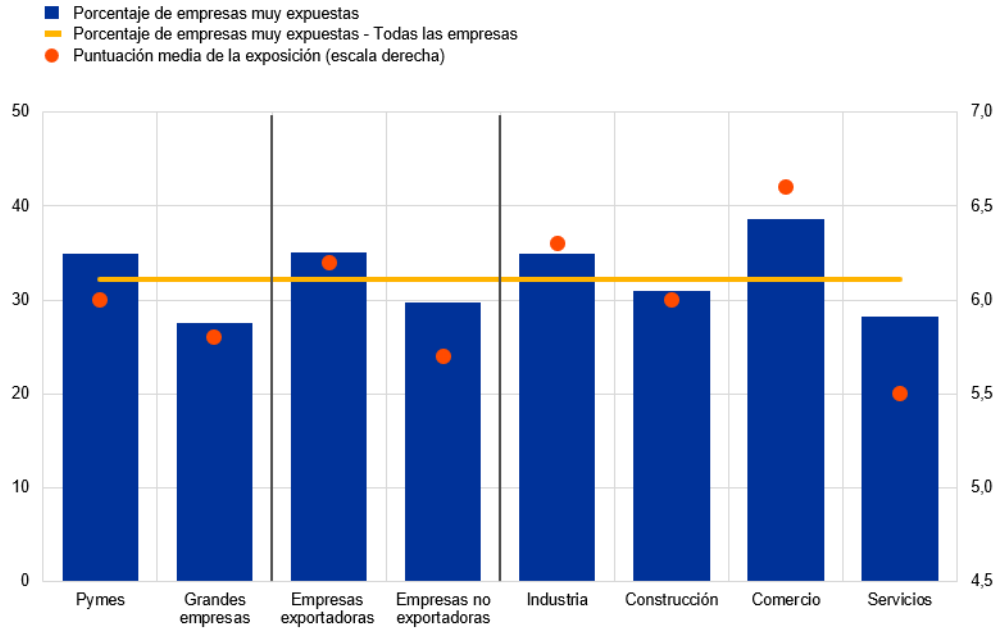
3 El trabajo de campo se llevó a cabo entre el 21 de mayo y el 26 de junio de 2026.

sensibles a la perturbación energética asociada al conflicto[4]. Por sectores, el comercial (que comprende el comercio mayorista y minorista) presenta el porcentaje más elevado de empresas muy expuestas y el sector de otros servicios, el más reducido. La menor exposición de las compañías de este sector probablemente refleje el menor peso de los costes energéticos y su mayor foco en el mercado doméstico. Estas heterogeneidades se ven confirmadas al considerar las puntuaciones medias de la exposición como medida alternativa de la exposición de las empresas al conflicto.

Gráfico A

Porcentaje de empresas muy expuestas al conflicto en Oriente Próximo y puntuación media de la exposición, por tipo de empresa

(porcentajes y puntuación 1-10)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.
Notas: Resultados ponderados por la encuesta. «Empresas muy expuestas» se refiere a aquellas que señalaron una puntuación superior a siete en una escala de uno a diez para la pregunta «¿En qué medida ha afectado la guerra en Oriente Próximo (incluidos el encarecimiento de la energía, y las disrupciones en la cadena de suministro y en el transporte marítimo) a la actividad de su empresa?». «Comercio» se refiere al comercio mayorista y minorista. Todas las diferencias entre las puntuaciones medias son estadísticamente significativas. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

El conflicto en Oriente Próximo ha afectado principalmente a las expectativas de las empresas en relación con las variables nominales y la demanda, mientras que el impacto sobre otras variables reales se considera limitado. Las empresas manifestaron que el conflicto se había dejado sentir en mayor medida en las expectativas sobre las variables nominales, ya que, en términos netos, el 79 % esperaba un aumento de los costes de los insumos, el 58 % un alza de los precios de venta y el 43 % un incremento de los salarios en los doce meses siguientes (gráfico B). Aunque las empresas más expuestas al conflicto señalaron un mayor impacto al alza en las expectativas de costes de los insumos y de precios de venta que las que tienen una exposición menor, el efecto sobre las expectativas

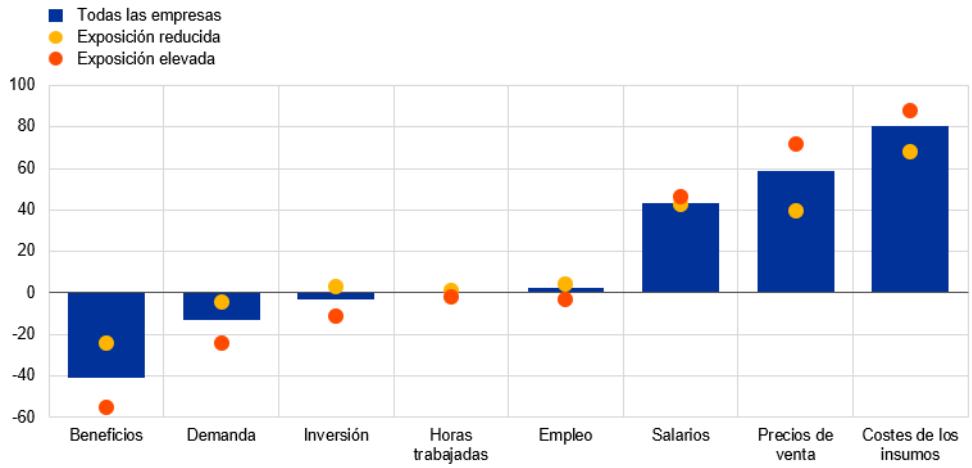
[4] Véase Dausà i Noguera *et al.* (2026).

salariales fue prácticamente el mismo en todas las empresas. Esto sugiere que las empresas consideran que la evolución de los salarios está determinada sobre todo por presiones inflacionistas generalizadas —ya que los trabajadores podrían demandar una compensación por las expectativas de aumento del coste de la vida— más que por el grado de exposición de su sector o empresa. En términos netos, el 40 % de las empresas indicó que el conflicto había tenido un impacto adverso en las expectativas de beneficios. Si se consideran las variables reales, el 14 % neto señaló menores expectativas de demanda. En cambio, las empresas no anticipaban cambios en sus expectativas relativas al empleo, las horas medias trabajadas y el crecimiento de la inversión, con porcentajes netos próximos a cero para estas variables. Sin embargo, si se consideran únicamente las empresas muy expuestas, un porcentaje neto del 11 % indicó que el conflicto había afectado negativamente al crecimiento esperado de la inversión. Al dividir la muestra en función de si las respuestas fueron anteriores o posteriores a la fecha del anuncio del memorando de entendimiento apenas se observaron cambios en la distribución de esas respuestas. Esto apunta a que el anuncio tuvo un impacto limitado en la valoración de las implicaciones económicas del conflicto por parte de las empresas.

Gráfico B

Impacto del conflicto en Oriente Próximo en las expectativas de las empresas

(porcentajes netos)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.
Notas: Resultados ponderados por la encuesta. Al responder a la pregunta «¿Cómo afectan la guerra en Oriente Próximo y las variaciones asociadas de los precios de la energía a las expectativas de su empresa en los próximos doce meses?», las empresas pudieron indicar si sus expectativas habían aumentado, habían disminuido o no habían variado. Los porcentajes netos se calcularon como la diferencia entre el porcentaje de empresas que respondieron que sus expectativas habían aumentado y el de aquellas que respondieron que habían disminuido. «Exposición reducida» se refiere a las empresas que señalaron una puntuación inferior a cinco en una escala de uno a diez para la pregunta mostrada en el gráfico A. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

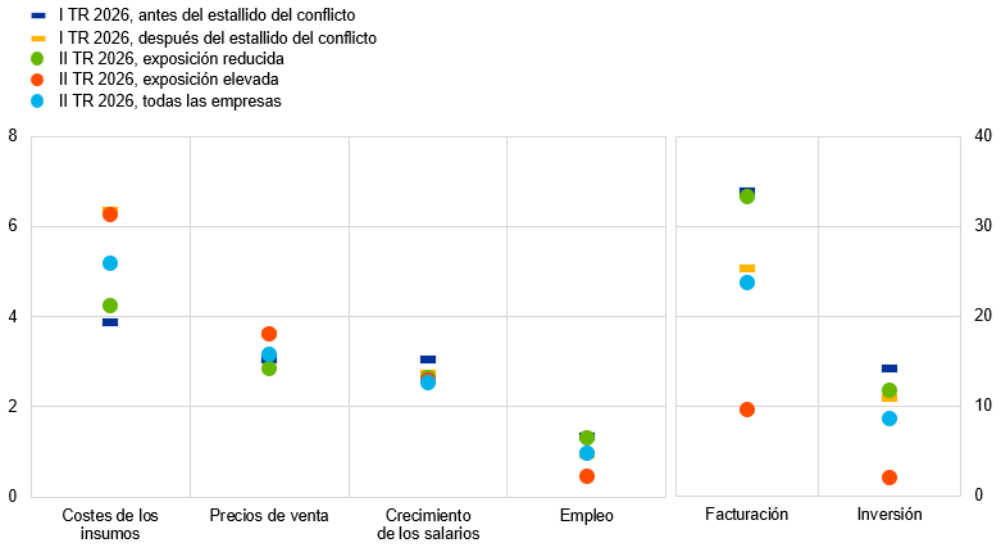
Las expectativas cuantitativas de las empresas sobre la variación de los costes de los insumos y de los precios de venta se mantuvieron en niveles elevados, en general, y por encima de los observados antes de la guerra, pero las relativas al crecimiento de los salarios disminuyeron (gráfico C). Las empresas que se habían visto muy afectadas por el conflicto indicaron que sus expectativas de costes y de precios habían aumentado, de forma comparable a las reflejadas en las respuestas recabadas justo después del estallido del conflicto el 28 de febrero, mientras que las expectativas declaradas por las empresas menos

afectadas estuvieron más en línea con las respuestas de la encuesta anterior al conflicto. En cambio, las expectativas de avance de los salarios se redujeron ligeramente en comparación con la encuesta anterior, tanto en el caso de las empresas muy expuestas como en el de las menos expuestas. La moderación de las expectativas de crecimiento salarial en el segundo trimestre con respecto al primero parece contrastar con el 43 % neto de empresas que, tras el estallido del conflicto, manifestaron que sus expectativas salariales habían aumentado. Sin embargo, es probable que esto refleje que, de no haberse producido el conflicto, las expectativas de incremento de los salarios habrían disminuido de manera más significativa. Esta interpretación también parece coherente con las respuestas cualitativas de la encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone Survey) del BCE sobre las expectativas de precios de venta y salarios (véase Elding *et al.*, 2026).

Gráfico C

Expectativas de las empresas, por nivel de exposición y fecha de respuesta

(escala izquierda: variación porcentual en los doce meses siguientes; escala derecha: porcentajes netos de incrementos esperados en los tres meses siguientes)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.
Notas: Expectativas de variación medias ponderadas por la encuesta. Preguntas periódicas sobre expectativas de la encuesta SAFE. Las expectativas de costes de los insumos, precios de venta, salarios y empleo se refieren a los doce meses siguientes. Las expectativas de facturación e inversión se refieren a los tres meses siguientes. Los porcentajes netos de aumentos esperados se calcularon como la diferencia entre el porcentaje de empresas que respondieron que sus expectativas habían aumentado y el de aquellas que contestaron que habían disminuido. Los grupos de «exposición elevada» y «exposición reducida» se clasifican según lo indicado en el gráfico B. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

Las expectativas cualitativas de crecimiento de la facturación y de la inversión en los tres meses siguientes y las de expansión del empleo en los doce meses siguientes disminuyeron en el segundo trimestre con respecto a los niveles anteriores al conflicto. Se esperaba una moderación sensiblemente más acusada en la facturación que en la inversión. La disminución de las expectativas estuvo determinada por las empresas con una exposición elevada, dado que solo el 10 % neto anticipaba un aumento de su facturación y el 2 % neto un incremento de la inversión, muy por debajo de los valores observados en el conjunto de las empresas antes del estallido del conflicto en el primer trimestre (34 % y 14 %, en términos netos, respectivamente). Las expectativas de crecimiento del empleo en los doce

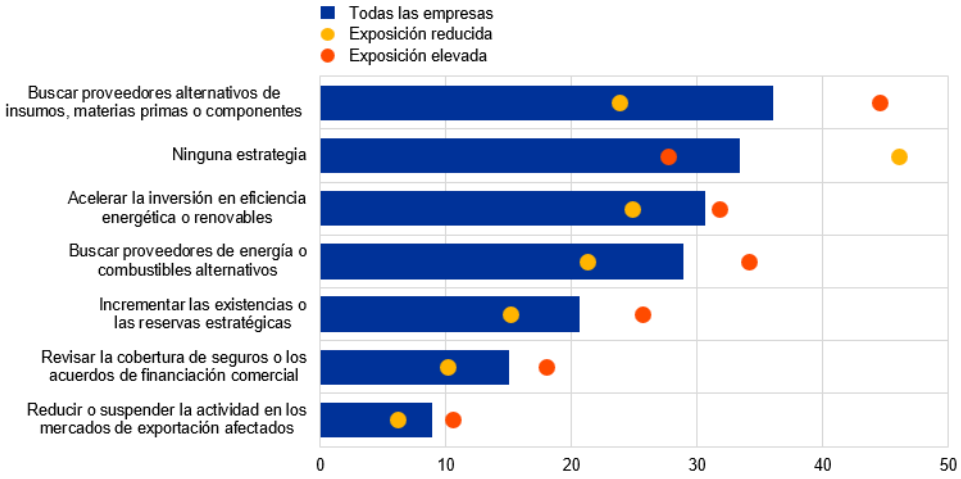
meses siguientes se situaron en el 1,4 % en el primer trimestre, antes del estallido del conflicto, y descendieron hasta el 1 % en el segundo, período en el que las empresas que se vieron muy afectadas esperaban un menor crecimiento (0,5 %).

En torno a dos terceras partes de las empresas encuestadas están adoptando medidas en respuesta al conflicto, como la búsqueda de proveedores alternativos y la aceleración de la inversión en eficiencia energética (gráfico D). Entre las estrategias más habituales mencionadas por las empresas en respuesta al conflicto destacan la búsqueda de proveedores alternativos de insumos, materias primas o componentes (36 %), la aceleración de la inversión en eficiencia energética o renovables (31 %) y la búsqueda de otros proveedores de energía o combustibles (29 %). Casi la mitad de las empresas poco expuestas declararon no haber tomado ninguna medida, frente a solo el 28 % de las empresas muy expuestas. En el caso de este segundo grupo, la estrategia más común fue la búsqueda de proveedores alternativos de insumos (44 %). Muy pocas empresas indicaron que habían reducido o tenían previsto reducir su actividad en los mercados de exportación afectados. Al mismo tiempo, un porcentaje significativo de las empresas que señalaron un nivel bajo de exposición también están adoptando medidas para protegerse frente a futuras perturbaciones derivadas de tensiones geopolíticas.

Gráfico D

Estrategias adoptadas por las empresas en respuesta al conflicto en Oriente Próximo

(porcentajes de encuestados)



Fuentes: Encuesta SAFE y cálculos del BCE.
Notas: Porcentajes de empresas ponderados por la encuesta que respondieron a la pregunta: «¿Cuáles de las siguientes medidas ha adoptado ya su empresa o qué planes ha elaborado para los próximos doce meses en respuesta a las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo?». Las empresas pudieron elegir entre múltiples opciones. Los grupos de «exposición elevada» y «exposición reducida» se clasifican según lo indicado en el gráfico B. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

Bibliografía

A. Bernard, B. Jensen, S. Redding y P. Schott (2012), «The Empirics of Firm Heterogeneity and International Trade», *Annual Review of Economics*».

N. Dausà i Noguera, M. Dimou y O. Kouvavas (2026), «Análisis de los efectos de la guerra en Oriente Próximo sobre el consumo de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

Banco Central Europeo (BCE) (2026), «Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Second quarter of 2026», julio.

C. Elding, R. Morris, Z. Riedel y M. Roma (2026), «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

D. Fantino, A. Ferrando, J. Groß, S. Lamboglia, L. Lebastard, J. Rariga y M. Schmidt (2026), «How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations», *The ECB Blog*, BCE, 26 de mayo.

3 Principales resultados de las últimas proyecciones demográficas para la zona del euro

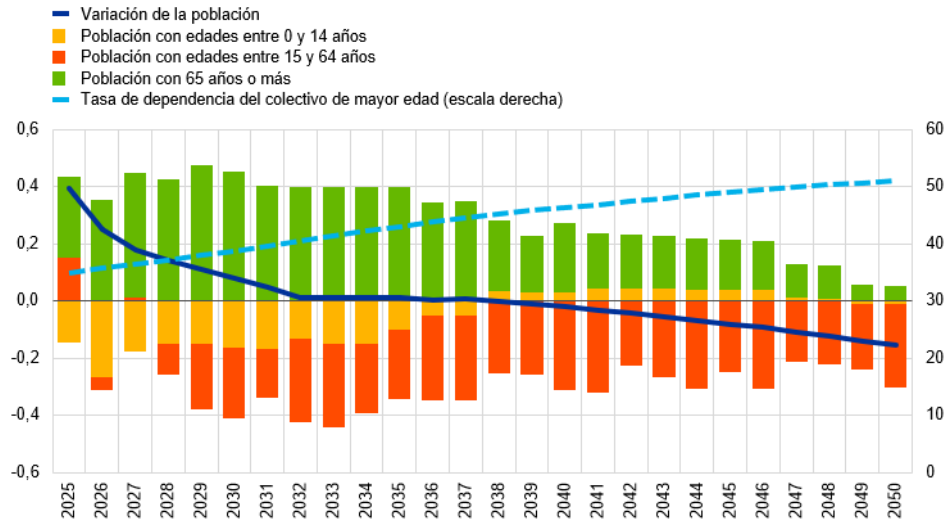
Stephan Haroutunian, Leo Orlygsson y Joachim Schroth

Las últimas tendencias demográficas sugieren que la población de la zona del euro aumentará temporalmente antes de descender y situarse en 358 millones en 2050, la misma cifra que en 2025, aunque con una estructura de edades diferente (gráfico A). Según las proyecciones EUROPOP 2025, publicadas el 16 de abril de 2026, se espera que la población de la zona del euro se incremente y alcance un máximo de 361,4 millones en 2037 y que disminuya posteriormente[1]. La estructura poblacional cambiará significativamente: el número de personas de 65 años o más crecerá, mientras que el de niños (0-14 años) y de personas en edad de trabajar (15-64 años) se reducirá[2]. El fuerte aumento de la población de más edad hasta mediados de la próxima década refleja el hecho de que un gran contingente de la generación del «baby boom» alcanzará la edad de jubilación. A continuación se producirá una caída del grupo de edad de 15-64 años mientras los nacidos durante el reciente período de bajas tasas de natalidad llegan a la edad de trabajar.

Gráfico A

Proyecciones de crecimiento de la población total, contribuciones por grupos de edad y tasa de dependencia del colectivo de mayor edad

(escala izquierda: tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: La línea continua de color azul muestra la proyección de la tasa de variación interanual de la población total según EUROPOP 2025 y las barras representan las contribuciones en puntos porcentuales de las distintas cohortes de edad. La línea azul discontinua indica la tasa de dependencia del colectivo de mayor edad, que se define como la población de personas de 65 años o más en relación con la población en edad de trabajar.

[1] Véase Comisión Europea (2026).

[2] Las personas en edad de trabajar se definen habitualmente como aquellas con edades comprendidas entre los 15 y los 74 años. Sin embargo, para el análisis económico y fiscal del cambio demográfico, el grupo de edad de 15-64 años es más indicativo.

Después de 2050, se prevé que el descenso de la población se mantenga prácticamente al mismo ritmo y con la misma composición que en 2050. Este descenso —a una tasa media de crecimiento de alrededor del −0,2 % al año— se debe principalmente a la disminución de la población en edad de trabajar. Esto da lugar a un aumento de la tasa de dependencia del colectivo de mayor edad, que se elevaría del 35 % en 2025 al 51 % en 2050 y al 62 % en 2100[3]. En otras palabras, en la actualidad, por cada persona mayor hay algo menos de tres en edad de trabajar. Esta proporción caerá a alrededor de dos personas en edad de trabajar por cada persona mayor en 2050 y será muy inferior en 2100.

Las proyecciones demográficas para las dos próximas décadas se han revisado al alza como consecuencia del aumento de los flujos de inmigración (gráfico B). Los flujos netos de inmigración hacia la zona del euro en el período 2022-2024 fueron significativamente superiores a lo anticipado en las proyecciones EUROPOP anteriores, que se publicaron en 2023. Ello se debe al incremento de la inmigración por razones económicas y a una duración de la guerra de Rusia en Ucrania mayor de lo previsto. Para el período comprendido entre 2022 y 2050, la inmigración neta prevista media se revisó al alza y pasó de 1,2 millones de personas al año a alrededor de 1,4 millones. España representa más de la mitad de esta revisión, ya que el país recibiría un tercio de la inmigración neta prevista para la zona del euro. En consonancia con patrones anteriores, las proyecciones apuntan a que el 77 % de los migrantes estarían en edad de trabajar. Otro 20 % tendría menos de 15 años y, por tanto, se incorporaría a la población activa en el futuro, lo que impulsaría el crecimiento económico potencial[4]. Sin embargo, estas proyecciones de migración están sujetas a una gran incertidumbre e implican una ratio de migración neta en relación con la población notablemente superior a la media histórica de largo plazo. Además, la previsión de inmigración se concentra en países como España, donde los flujos migratorios fluctúan considerablemente a lo largo del ciclo económico y pueden invertirse rápidamente.

---

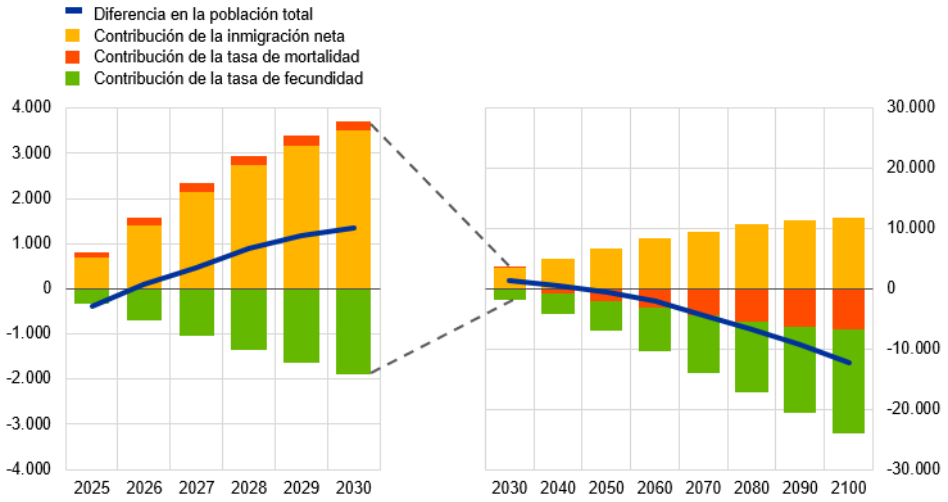
[3] La disminución de la población agregada que reflejan las proyecciones oculta una gran heterogeneidad entre países. Se prevé que la población aumente entre 2025 y 2100 en siete países de la zona del euro, especialmente en Luxemburgo (+36,4 %) y en Malta (+26 %). Entre los 14 países que registrarían un descenso de la población durante este período, destacan Letonia (−34 %), Lituania (−33,4 %) y Grecia (−30,1 %).

[4] Como se expuso en Arce *et al.* (2026), en los últimos años, la migración ha contribuido, en general, a aumentar la población activa de la zona del euro y ha respaldado el crecimiento económico. Véase también Consolo *et al.* (2026).

Gráfico B

Revisiones de las perspectivas de población de la zona del euro en comparación con EUROPOP 2023

(diferencia absoluta en miles de personas)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las revisiones se calculan como la diferencia entre las proyecciones demográficas EUROPOP 2025 y EUROPOP 2023 relativas a la variación de los niveles de población con respecto al 1 de enero de 2025. El panel izquierdo muestra la diferencia anual entre los dos ejercicios de proyecciones hasta 2030, y el panel derecho muestra las diferencias década a década. La línea azul refleja las revisiones de los *stocks* de población a 1 de enero, incluyendo un error de proyección de alrededor de −400,000 para el 1 de enero de 2025, mientras que las barras apiladas muestran revisiones acumuladas de las variaciones de la población hasta el año correspondiente (incluido).

A largo plazo, la población de la zona del euro se ha revisado a la baja con respecto a las proyecciones EUROPOP anteriores, como consecuencia de la considerable caída de las tasas de fecundidad. En EUROPOP 2023 se estimó que la tasa total de fecundidad había descendido temporalmente debido a la pandemia, pero los últimos datos muestran una disminución más persistente. La tasa de fecundidad total de la zona del euro se situó en 1,33 hijos por mujer en 2024 y se prevé que siga cayendo hasta 2026. Al igual que en proyecciones anteriores, EUROPOP 2025 anticipa una recuperación de dicha tasa a lo largo del horizonte de proyección, aunque alcanzaría un nivel inferior. Esta revisión a la baja se basa en determinados supuestos de convergencia entre países[5]. También puede explicarse por varios factores socioeconómicos que afectan a la fertilidad en todo el mundo, algunos de los cuales podrían no revertirse en un futuro próximo. Entre ellos figuran unos niveles más elevados de educación e independencia económica de las mujeres (Kim, 2026), la escasez de vivienda (Li, 2024) y la divergencia de opiniones políticas entre hombres y mujeres jóvenes (Milosav *et al.*, 2026), que podría hacer que encontrar una pareja compatible sea más difícil.

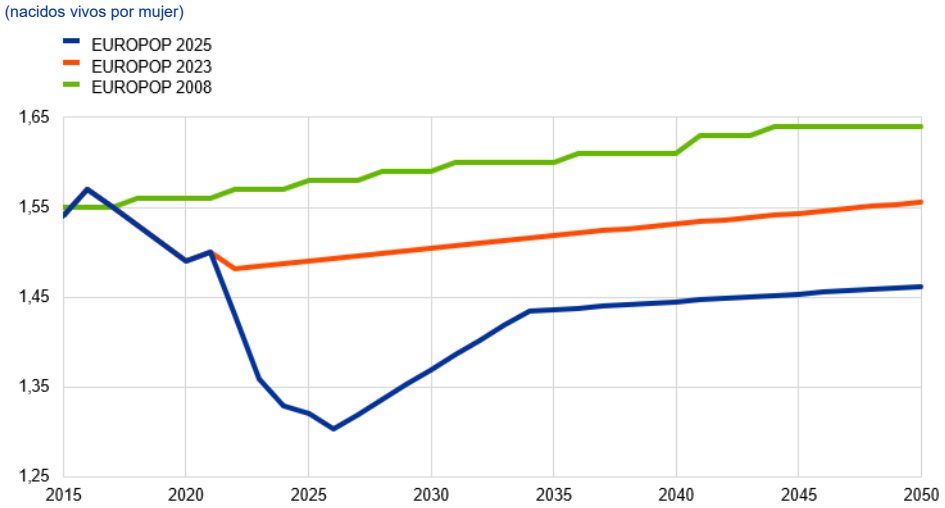
La revisión más reciente de la tasa de fecundidad ha sido la de mayor envergadura desde la primera edición de EUROPOP en 2008 (gráfico C). La Comisión Europea ha revisado sucesivamente a la baja las tasas de fecundidad en todas las ediciones de EUROPOP. Sin embargo, la revisión con respecto a EUROPOP 2023 es tan grande como la suma de todas las revisiones anteriores

[5] El descenso de la tasa de fecundidad en 2025 y 2026 se basa en el número de nacidos vivos durante el primer semestre de 2025.

realizadas desde 2008 —el primer año en que se publicaron las proyecciones demográficas en su formato actual—. En comparación con EUROPOP 2008, en el período 2020-2050 nacieron o se prevé que nacerán 13 millones de niños menos. La revisión a la baja en comparación con EUROPOP 2023 también fue considerable (5,7 millones de nacidos menos). Esto último, junto con la moderada revisión al alza de las tasas de mortalidad, que no habían retornado plenamente a los niveles previos a la pandemia en 2024, compensa por completo el aumento de la inmigración neta en 2050. En la segunda mitad del siglo, a pesar de que se asume una recuperación adicional de la tasa de fecundidad, que pasaría de 1,46 hijos por mujer en 2050 a 1,53 en 2100, el descenso demográfico es más pronunciado que en EUROPOP 2023 (la población sería 12 millones inferior en 2100). Los países que más contribuirían a esta caída son Alemania (−9,4 millones) e Italia (–5,4 millones). La disminución solo se ve compensada parcialmente por España (+4,6 millones), cuya población se prevé que sea superior a la de Italia en 2100. Aunque las revisiones a la baja más acusadas se observan en el grupo de población de 0 a 14 años, también se prevé que la población en edad de trabajar en 2100 sea 7 millones de personas inferior a la prevista en EUROPOP 2023. Con 175 millones, es considerablemente más baja que el nivel actual de 228 millones. Sin embargo, si las futuras reformas de las pensiones se traducen en un incremento de la participación laboral, este descenso podría no suponer un lastre tan importante para el componente del crecimiento potencial.

Gráfico C

Proyecciones de la tasa de fecundidad en la zona del euro en distintas ediciones de EUROPOP



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: La tasa de fecundidad se define como el número medio de hijos nacidos de una mujer a lo largo de su vida.

Es probable que las últimas proyecciones demográficas reduzcan inicialmente las presiones del coste del envejecimiento de la población sobre las finanzas públicas, antes de intensificarlas más adelante. El Informe de Envejecimiento de 2024 de la Comisión muestra que se prevé que el gasto asociado al envejecimiento en la zona del euro —es decir, el gasto público en pensiones, asistencia sanitaria, cuidados de larga duración y educación— aumente 1,3 puntos porcentuales en el

escenario central hasta alcanzar el 26,4 % del PIB en 2050. El aumento se debe principalmente al incremento de los costes de las pensiones y de los cuidados de larga duración y, en menor medida, de los costes sanitarios. Los costes de educación disminuirían dada la baja fecundidad. Según EUROPOP 2025, las perspectivas demográficas más favorables hasta alrededor de 2050, impulsadas por una mayor inmigración neta, se traducirían en una tasa de dependencia del colectivo de mayor edad más baja que en EUROPOP 2023. Esto aliviaría en cierta medida la presión de financiación sobre el gasto asociado al envejecimiento hasta que esta población migrante se jubile. No obstante, la persistencia de la inmigración neta está sujeta a una gran incertidumbre, ya que, por ejemplo, la resolución de los conflictos puede hacer que se inviertan algunos de estos flujos. Al mismo tiempo, las menores tasas de fecundidad, una dimensión de carácter más estructural que la evolución de la inmigración neta, están reduciendo la población. Este último factor se traduce en la incorporación al mercado de trabajo de cohortes más pequeñas, lo que, a su vez, eleva la tasa de dependencia del colectivo de mayor edad y las presiones de financiación asociadas sobre los sistemas de pensiones. Por lo tanto, la evolución más positiva de la población en comparación con EUROPOP 2023 para el período hasta 2050 no debería dar lugar a la complacencia sobre la necesidad de reformar los sistemas de pensiones.

En general, la disminución y el envejecimiento de la población siguen planteando retos significativos para la economía de la zona del euro. Las reformas del mercado de trabajo y de las pensiones deberían orientarse a aumentar la participación laboral. Es probable que el incremento del gasto asociado al envejecimiento y el descenso de la base imponible de la población en edad de trabajar ejerzan una presión cada vez mayor sobre las finanzas públicas[6]. En particular, los países que ya tienen finanzas públicas vulnerables deberían abstenerse de revertir las anteriores reformas de los sistemas de pensiones que han contribuido a mejorar la sostenibilidad de esos sistemas. La reconstitución de los colchones fiscales que se agotaron durante la pandemia y las crisis energéticas, y la mejor contribución de las finanzas públicas al crecimiento facilitarían la gestión de los crecientes costes asociados al envejecimiento de la población.

Bibliografía

O. Arce, A. Consolo, A. Dias da Silva y M. Weissler (2025), «Foreign workers: a lever for economic growth», *The ECB Blog*, BCE, 8 de mayo.

K. Bodnár y C. Nerlich (2022), «The macroeconomic and fiscal impact of population ageing», *Occasional Paper Series*, n.º 296, BCE, junio.

A. Consolo, A. Dias da Silva, N. Furbach y R. Gomez-Salvador (2026), «Drivers of the labour force in the euro area», *Boletín Económico*, número 3, BCE.

[6] Véase también Bodnár y Nerlich (2022).

Comisión Europea (2024), «2024 Ageing Report — Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)», *Institutional Paper*, n.º 279, abril.

Comisión Europea (2026), «Population projections in the EU».

J. Kim (2023), «Female education and its impact on fertility», IZA World of Labor.

W. Li (2024), «Do surging house prices discourage fertility? Global evidence, 1870-2012», *Labour Economics*, vol. 90, octubre.

D. Milosav, Z. Dickson, S. B. Hobolt, H. Klüver, T. Kuhn y T. Rodon (2026), «The youth gender gap in support for the far right», *Journal of European Public Policy*, vol. 33, número 2, pp. 444-468.

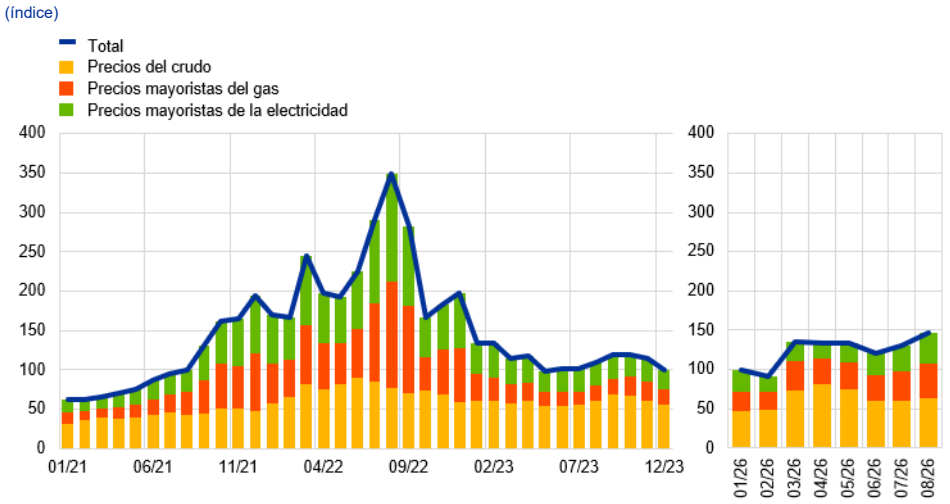
4 La transmisión dispar de los precios mayoristas del gas y la electricidad hasta llegar a las facturas de los consumidores

Friderike Kuik, Eliza Lis y Johannes Schäfer

El aumento acusado de los precios de la energía en la primera mitad de 2026 recordó a la perturbación que afectó a esos precios en 2021-2022, pero la naturaleza del *shock* de 2026 es diferente por varios motivos. Hasta la fecha, la perturbación de 2026 ha sido de menor magnitud, dado que las subidas de los precios mayoristas del gas y la electricidad han sido más limitadas que durante la última crisis energética (gráfico A)[1]. El impacto de los precios mayoristas del gas en los de la electricidad —que suele ser significativo porque el gas fija el precio marginal de la electricidad— se vio suavizado por un cambio hacia la electricidad generada a partir de energías renovables. Además, la transmisión de los precios mayoristas del gas y la electricidad a los precios minoristas ha evolucionado. En este recuadro se examina cómo se transmiten a los consumidores las variaciones de los precios mayoristas del gas, con el foco puesto en su impacto en los precios mayoristas de la electricidad, así como en la fijación de los precios minoristas de estas dos fuentes de energía[2].

Gráfico A

Índice de costes energéticos totales de la zona del euro



Fuentes: LSEG, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los precios mayoristas del gas se refieren a los precios de esta materia prima en el mercado TTF de los Países Bajos. Los precios del crudo (en EUR/barril), los precios mayoristas del gas (en EUR/MWh) y los precios mayoristas de la electricidad (en EUR/MWh) se han indexado a agosto de 2021 = 100 y a enero de 2026 = 100, y después se han agregado. Las ponderaciones de agregación utilizadas en el índice de costes energéticos totales se basan en la contribución respectiva del petróleo, el gas y la electricidad al consumo de energía final de la UE, calculada a partir de datos hasta 2024 inclusive y mantenida fija a partir de entonces. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2026.

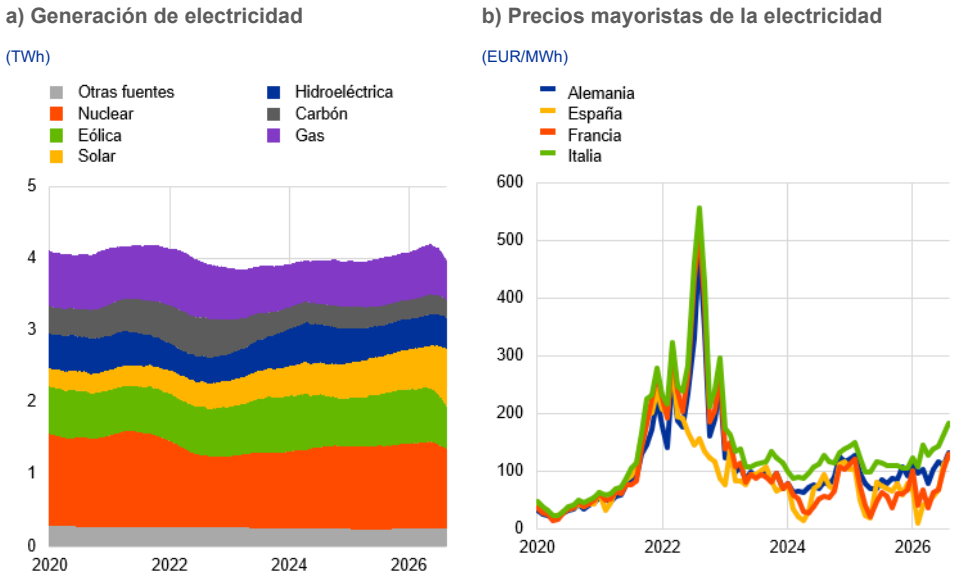
1 Véanse también Banco Central Europeo (2026) y Demuth *et al.* (2026).

2 Para un análisis de la transmisión de los precios del crudo a los precios de consumo de los combustibles, véase Kuik *et al.* (2026).

Las presiones sobre los precios de la electricidad han sido menores en 2026 que en 2021-2022, en parte debido al aumento del porcentaje de electricidad generada con energías renovables. En 2021-2022, las sequías redujeron la generación hidroeléctrica y un número elevado de centrales nucleares francesas estaban en fase de mantenimiento. El resultado fue una alta dependencia del gas para generar electricidad en toda Europa en un momento en el que el suministro de esta materia prima se redujo drásticamente a raíz del estallido de la guerra en Ucrania (panel a del gráfico B)[3]. En lo que va de 2026, las presiones en el mercado gasístico han sido comparativamente menores[4]. Asimismo, muchos países han incrementado la electricidad generada con bajas emisiones de carbono, en particular a partir de fuentes de energía renovables (panel a del gráfico B). En consecuencia, la subida de los precios mayoristas de la electricidad ha sido más modesta en 2026 que en 2021-2022. Estos precios también han mostrado una evolución dispar en los mercados europeos desde la perturbación de los precios energéticos de 2021-2022 (panel b del gráfico B).

Gráfico B

Generación de electricidad agregada y precios mayoristas de la electricidad en algunos países de la zona del euro



Fuentes: Red Europea de Gestores de Redes de Transporte de Electricidad, LSEG y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a, los datos se basan en una media móvil centrada de 365 días de la suma de la generación diaria de electricidad en Alemania, España, Francia e Italia. «Otras fuentes» incluye la electricidad generada a partir de diversas fuentes de menor peso, como la biomasa, la energía geotérmica, otras fuentes de energía renovables, el petróleo, el petróleo no convencional, la turba y los residuos. En el panel b, los datos se basan en medias mensuales. Las últimas observaciones corresponden al 20 de agosto de 2026 para el panel a y a agosto de 2026 para el panel b.

El efecto del aumento del peso de la electricidad generada a partir de energías renovables sobre los precios mayoristas de la electricidad es negativo, no lineal y desigual entre países (gráfico C). Al mismo tiempo, existen diferencias notables entre países en cuanto a capacidad y generación de electricidad

[3] Kuik *et al.* (2022).

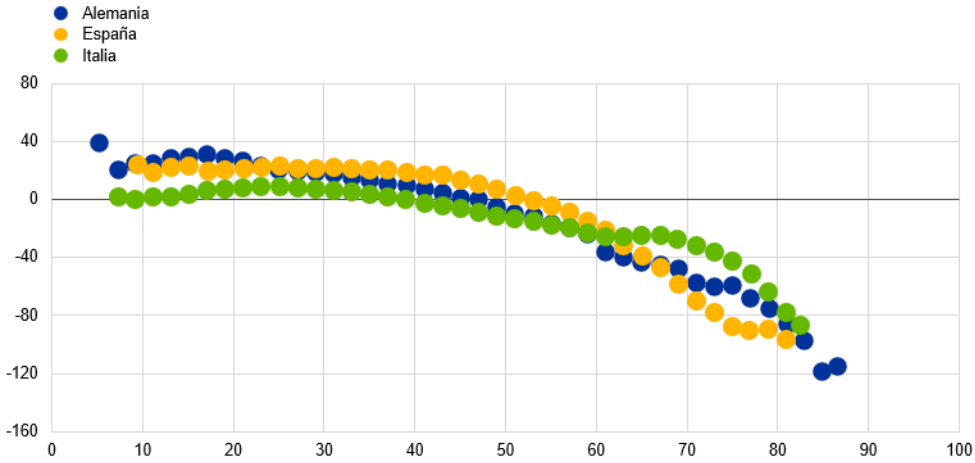
[4] Demuth *et al.* (2026).

renovable[5]. En conjunto, estos factores pueden dar lugar a una evolución dispar de los precios. En España, donde la electricidad generada a partir de fuentes de energía renovables tiene el mayor peso, el número de horas en las que los precios de la electricidad están fijados por los del gas es sistemáticamente más bajo y se ha reducido sustancialmente a lo largo de los años (gráfico D). Se observa una evolución similar en Francia, donde la energía nuclear a menudo domina el mix eléctrico y la fijación de precios de la electricidad. En cambio, en Italia, estos precios siguen estando determinados con frecuencia por los precios del gas.

Gráfico C

Precios mayoristas de la electricidad y generación de electricidad renovable

(eje de abscisas: participación porcentual de generación de electricidad renovable, eje de ordenadas: desviación porcentual con respecto al precio esperado)



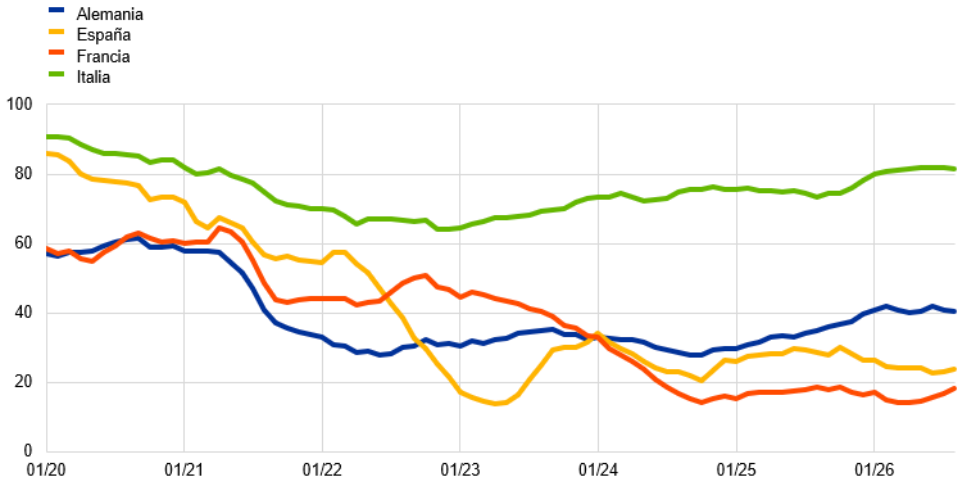
Fuentes: Red Europea de Gestores de Redes de Transporte de Electricidad, LSEG y cálculos del BCE.
Notas: Siguiendo a Quintana (2024), los precios mayoristas de la electricidad en el mercado diario se regresan sobre los precios del gas natural y de los derechos de emisión del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE. Los residuos de la regresión captan la desviación con respecto al precio esperado si el gas fuese la tecnología marginal que determina el precio, lo que refleja principalmente el papel que desempeñan las tecnologías distintas del gas como referencia para fijar los precios marginales. Los residuos se agregan en intervalos de 2 puntos porcentuales de la proporción de energías renovables correspondiente. Francia se ha excluido por el papel sobredimensionado que desempeña la energía nuclear, tanto en lo que se refiere a la proporción de generación de electricidad como a la fijación de precios. Los datos están se incluyen desde 2015. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2026. Los datos relativos al período comprendido entre junio de 2022 y febrero de 2023 correspondientes a España se han excluido debido a que estaba en vigor la «excepción ibérica», una medida de política que desvinculaba los precios mayoristas de la electricidad de los del gas.

[5] Véase Comisión Europea (2026). Para una explicación de las consideraciones más generales en materia de políticas para cumplir los objetivos de seguridad energética y de neutralidad climática de la UE, véase Grynberg *et al.* (2026).

Gráfico D

Horas en las que el gas fija el precio de la electricidad

(participación porcentual media de horas en un mes, media móvil centrada de 12 meses)



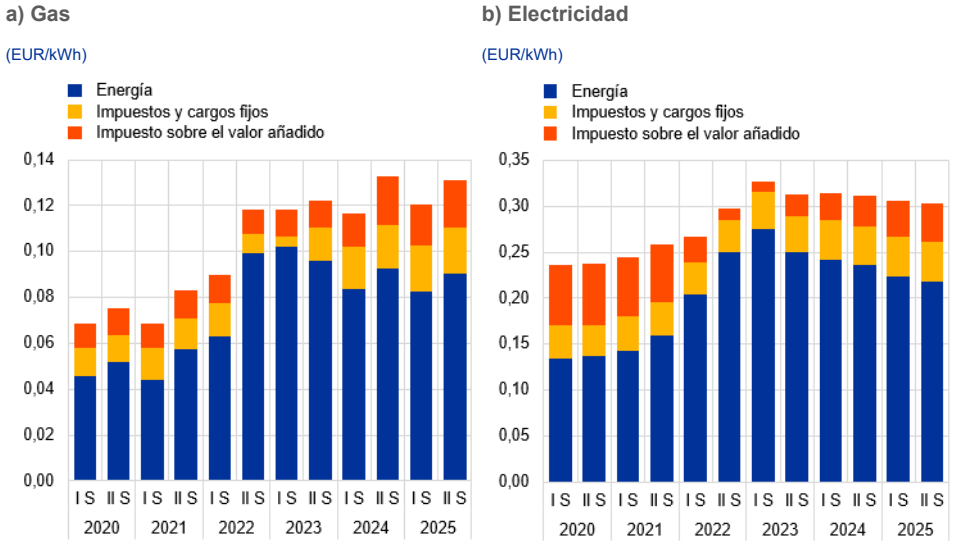
Fuentes: Red Europea de Gestores de Redes de Transporte de Electricidad, LSEG y cálculos del BCE.
Notas: El precio de la electricidad en una hora determinada se clasifica como fijado por el precio del gas si el precio mayorista por hora de la electricidad es igual o superior al coste marginal a corto plazo de la electricidad generada por gas. Este coste de la electricidad generada por gas se calcula a partir del precio mayorista diario del gas y del precio diario de los derechos del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE, suponiendo 2 MWh de gas para producir 1 MWh de electricidad y un factor de emisión de 0,4 toneladas de CO_2 por MWh de electricidad producida con gas. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2026.

La transmisión de los precios mayoristas del gas y la electricidad a la inflación del gas y de la electricidad, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), depende de los mecanismos de fijación de los precios minoristas y de la composición de los precios. Los precios minoristas pueden estar regulados o basarse en el mercado y pueden ajustarse de forma flexible o a intervalos fijos en ambos sectores. La transmisión se produce con mayor rapidez cuando los precios se basan en los mercados y se ajustan de manera flexible. La evolución relativamente lenta de los impuestos y cargos frena la transmisión de las variaciones de los precios mayoristas de la energía a la inflación del gas y de la electricidad medida por el IAPC. En 2025, los impuestos y cargos representaron, en promedio, el 31 % de los precios del gas y el 27 % de los de la electricidad en la zona del euro (gráfico E)[6]. La intensidad de la transmisión también puede depender de la duración de la escalada de los precios de la energía. Por ejemplo, en los países en los que los proveedores de energía compran electricidad y gas con años de antelación en el mercado de futuros y ofrecen contratos a más largo plazo a sus clientes, es posible que un repunte transitorio de los precios al por mayor solo tenga un impacto limitado en los consumidores.

[6] La elaboración de los índices de precios del gas y de la electricidad del IAPC también influye en la rapidez e intensidad con la que se reflejan las variaciones de los precios minoristas en el IAPC. Hasta 2023, algunos países solo registraban parte de los contratos existentes en el IAPC (por ejemplo, solo incluían los contratos nuevos), por lo que el IAPC no era plenamente representativo de los costes reales a los que se enfrentan los hogares en períodos de fuertes fluctuaciones de los precios mayoristas. Esta metodología se ha ajustado para que haya una cobertura representativa de los diferentes tipos de contratos.

Gráfico E

Composición de los precios minoristas en la zona del euro

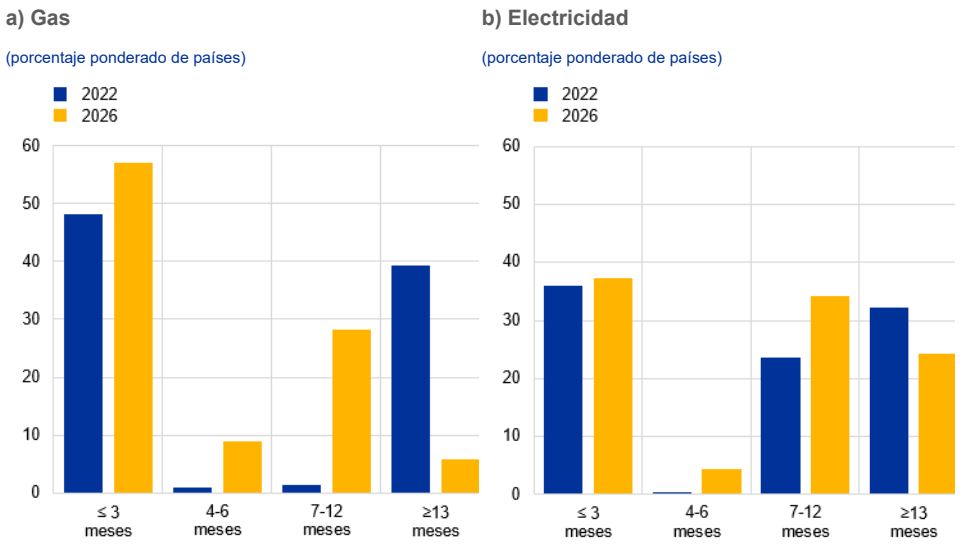


Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Los precios minoristas que se muestran se aplican a los consumidores que se sitúan en las bandas de consumo medianas de 20-199 GJ de gas y de 2.000-4.999 kWh de electricidad. Los datos agregados de los países de la zona del euro se basan en las ponderaciones del IAPC utilizando la contribución de cada país al gas y la electricidad de la zona del euro.

En conjunto, los precios mayoristas ahora se transmiten a los precios minoristas con mayor rapidez en el caso del gas, pero persiste el patrón general de transmisión retardada y desigual tanto en los precios del gas como en los de la electricidad (gráfico F). En varios países de la zona del euro, los mercados minoristas de la electricidad y del gas se han ido liberalizando cada vez más. Los nuevos tipos de contratos tienden a acortar la duración de los que son a plazo fijo o a introducir tarifas más flexibles. Estas tarifas suelen tener una relación más estrecha con los precios al por mayor, lo que aumenta la frecuencia a la que varían los precios minoristas. Según una encuesta realizada en 2026 a los bancos centrales nacionales del Eurosistema, se espera que las variaciones de los precios mayoristas del gas se transmitan a la inflación del gas medida por el IAPC en unos plazos de entre uno y tres meses en más de la mitad de la zona del euro, de entre cuatro y seis meses en alrededor de una décima parte de la zona, y de entre siete y doce meses en aproximadamente un tercio de los países que la integran, siendo en todos los casos mayores que en 2022. En particular, el porcentaje de países que señalan una transmisión lenta en un plazo de entre 13 y 24 meses ha disminuido desde alrededor del 40 % hasta en torno al 5 % desde 2022. El ritmo de transmisión en el caso de los precios de la electricidad se distribuye de forma más amplia (entre menos de un mes y hasta dos años) y se estima que sigue siendo prácticamente el mismo que en 2022.

Gráfico F

Transmisión de las variaciones de los precios mayoristas a la inflación del gas y de la electricidad medida por el IAPC en los países de la zona del euro



Fuente: BCE.
Notas: Datos basados en una encuesta realizada a los bancos centrales nacionales del Eurosistema. Las respuestas se ponderan por la contribución de cada país a la inflación del gas y de la electricidad medida por el IAPC de la zona del euro.

Varias características estructurales han evolucionado desde la perturbación de los precios energéticos de 2021-2022 y han modificado la transmisión de los precios mayoristas del gas a las facturas de los consumidores. El aumento de la proporción de energías renovables utilizadas en la generación de electricidad ha debilitado el vínculo mecánico entre los precios al por mayor del gas y los de la electricidad. La transmisión de las variaciones de los precios mayoristas a la inflación del gas medida por el IAPC se ha acelerado. Junto con las mejoras de los índices de precios de la electricidad y el gas del IAPC, que representan mejor los costes de consumo, esta evolución sugiere que las variaciones de los precios mayoristas del gas pueden transmitirse a la inflación de esta materia prima medida por el IAPC de manera algo más rápida que en el pasado, pero menos intensa en el caso de la inflación de la electricidad medida por el IAPC. Además, persiste la disparidad entre países en ambos casos. La oferta y la demanda de energía siguen viéndose afectadas por el conflicto en Oriente Próximo, aunque también influyeron los fenómenos meteorológicos extremos ocurridos durante el verano. Esto implica que es necesaria una vigilancia exhaustiva de la evolución de los precios mayoristas de la energía, dado que su transmisión a los precios de consumo sigue siendo una importante fuente de volatilidad a corto plazo de la inflación medida por el IAPC.

Bibliografía

L. Demuth, A. Manu y A. Stalla-Bourdillon (2026), «Energy shock: why oil and gas prices have risen less than expected», *The ECB Blog*, BCE, 27 de julio.

Banco Central Europeo (2026), «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026».

Comisión Europea (2026), «EU energy markets: evolving gas-electricity price linkages in a more volatile system», *2026 Spring Economic Forecast*, 26 de mayo.

C. Grynberg, F. Vinci y A. De Sanctis (2026), «Energy security and industrial competitiveness: the case for a European Energy Union», *Occasional Papers Series*, n.º 388, BCE.

F. Kuik, J. F. Adolfsen, E. M. Lis y A. Meyler (2022), «Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

F. Kuik, E. Lis, C. Nickel y M. Porqueddu (2026), «From well to pump: how fuel prices are formed», *The ECB Blog*, BCE, 31 de julio.

J. Quintana (2024), «El impacto de las energías renovables sobre el precio mayorista de la electricidad», *Boletín Económico*, número 2024/T3, Banco de España, 4 de septiembre.

5 Evolución de las condiciones financieras en la zona del euro y en Estados Unidos desde la perspectiva del FCI macrofinanciero

Tilman Bletzinger, Giulia Martorana y Jakub Mistak

Los cambios en las expectativas de mercado acerca de la orientación de la política monetaria de Estados Unidos pueden influir en las condiciones financieras globales, incluso a través de efectos de propagación a la zona del euro. Durante el verano, las expectativas de mercado relativas a los tipos de interés oficiales estadounidenses se revisaron de forma importante en ambas direcciones, en un contexto de aumento de los riesgos geopolíticos y de incertidumbre sobre las perspectivas económicas. Mientras persistan los riesgos y la incertidumbre, las sendas de los tipos de política monetaria, tanto en Estados Unidos como en otras economías avanzadas, seguirán expuestas a nuevas reevaluaciones. En el caso del país americano, es improbable que el impacto de esas reevaluaciones se limite a la economía nacional: abundante literatura empírica muestra que las perturbaciones de política monetaria en Estados Unidos se transmiten con intensidad a las condiciones financieras de la zona del euro[1].

Para arrojar luz sobre estos efectos de propagación, este recuadro extiende a Estados Unidos el Índice de Condiciones Financieras (FCI, por sus siglas en inglés) macrofinanciero, elaborado originalmente para la zona del euro. El marco tiene varias características que son aplicables al caso estadounidense[2]. El FCI se estima mediante un modelo de vectores autorregresivos (VAR), con el fin de sintetizar la información contenida en un conjunto de precios financieros en un único índice que sea relevante para la dinámica macroeconómica[3]. Incorpora variables financieras con una transformación mínima y se expresa en unidades y en una escala comparables a las de los tipos de interés oficiales. La especificación para Estados Unidos combina el tipo efectivo de los fondos federales, el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años, el tipo real *forward* de los bonos del Tesoro a dos años dentro de un año y el tipo real *spot* de los bonos del Tesoro a cinco años, los diferenciales hipotecarios y de los bonos corporativos frente a los bonos del Tesoro, la ratio precio-beneficio ajustada al ciclo (CAPE, por sus siglas en inglés) de la renta variable y el tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense.

Los coeficientes estimados sugieren que los tipos de interés desempeñan un papel dominante, mientras que las contribuciones de los diferenciales de crédito y de las valoraciones bursátiles son menores (panel a del gráfico A). El tipo efectivo de los fondos federales tiene el coeficiente más elevado (0,63), seguido

---

1 Véase, por ejemplo, Ca' Zorzi *et al.* (2023).

2 Para más detalles sobre la metodología y una especificación para la zona del euro, véase Bletzinger *et al.* (2026).

3 El FCI se estima conjuntamente con el VAR a partir de datos mensuales desde enero de 1999 hasta diciembre de 2025. La inflación se introduce como la brecha entre la inflación anual medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés) y el objetivo de inflación del 2 % de la Reserva Federal, y la producción económica como su desviación con respecto al producto potencial.

de los dos tipos reales (en torno a 0,45 cada uno) y del rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años (alrededor de 0,40). Los diferenciales hipotecarios y de los bonos corporativos entran con coeficientes inferiores (aproximadamente 0,11 cada uno), y captan las primas de riesgo y los costes de financiación de hogares y empresas. La ratio CAPE presenta un coeficiente negativo, en línea con la idea de que unas valoraciones bursátiles más elevadas implican unas condiciones financieras más laxas. El tipo de cambio del dólar recibe la ponderación positiva más baja, lo que refleja la apertura comercial relativamente reducida de la economía estadounidense y el papel del dólar como moneda global[4].

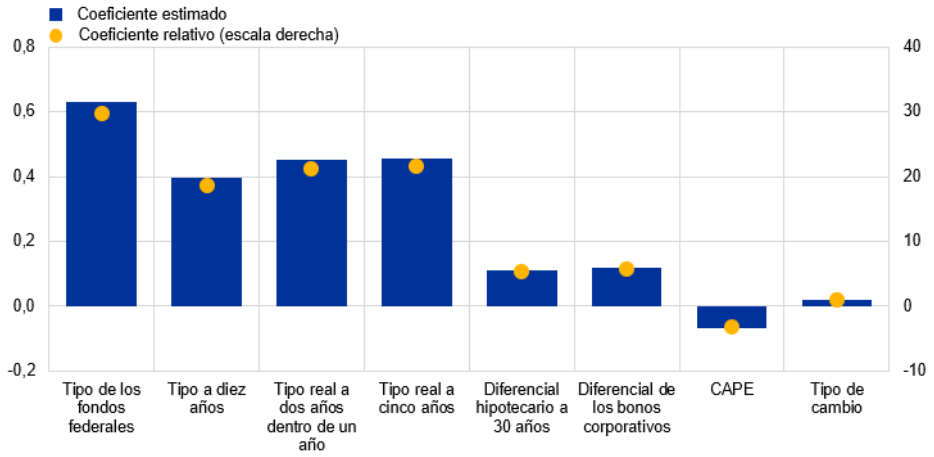
[4] Al igual que en la versión del FCI microfinanciero de la zona del euro, los coeficientes se normalizan de modo que la suma de sus valores al cuadrado es igual a 1.

Gráfico A

El FCI macrofinanciero de Estados Unidos

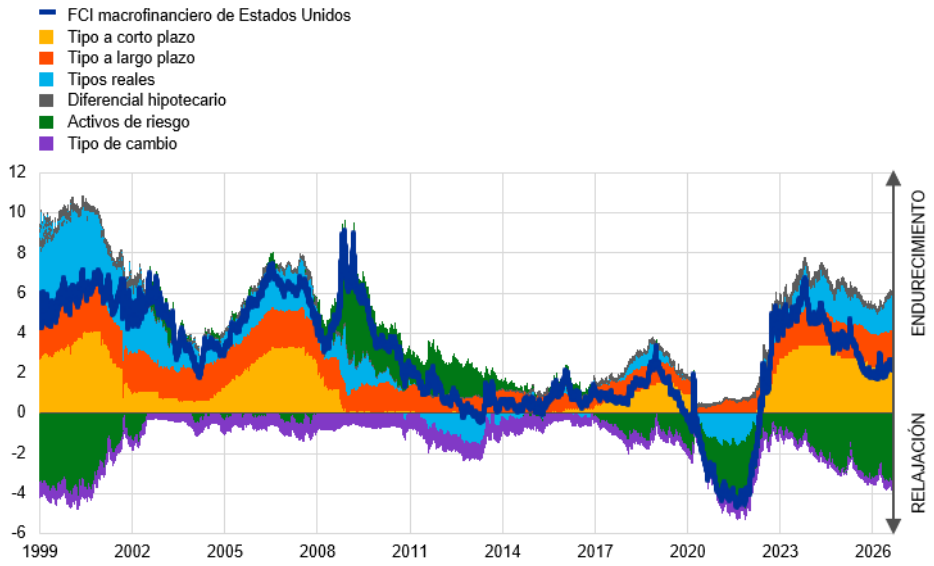
a) Coeficientes del FCI

(coeficientes)



b) El FCI macrofinanciero de Estados Unidos y su descomposición

(índice)



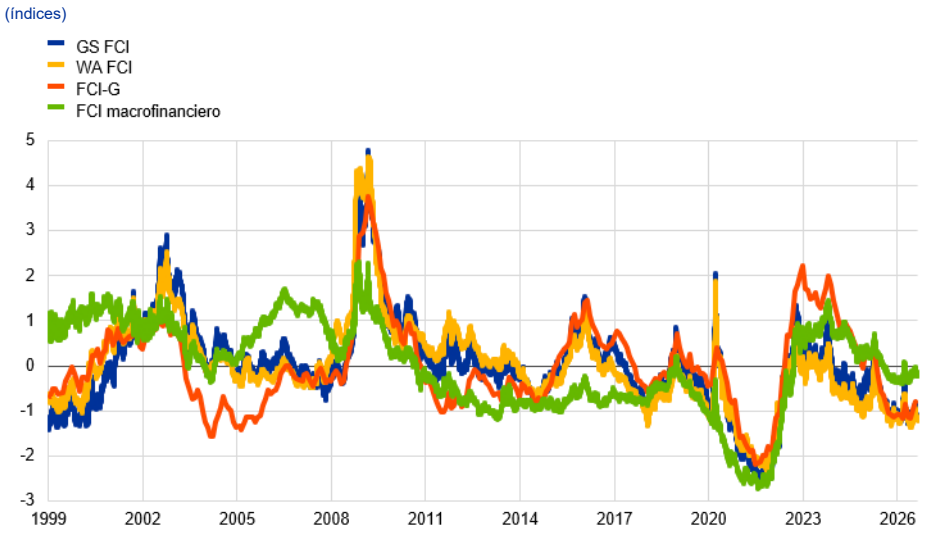
Fuentes: LSEG, Haver Analytics y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a, las barras azules representan los coeficientes estimados de las variables incluidas en el FCI macrofinanciero de Estados Unidos, mientras que los puntos amarillos muestran los mismos coeficientes normalizados para sumar 100. En el panel b, el índice se descompone en «tipo a corto plazo» (tipo efectivo de los fondos federales), «tipo a largo plazo» (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años), «tipos reales» (tipo real *forward* de los bonos del Tesoro a dos años dentro de un año y tipo real *spot* de los bonos del Tesoro a cinco años), «diferencial hipotecario» (tipo hipotecario a 30 años menos el rendimiento de los bonos del Tesoro a 30 años), «activos de riesgo» (diferencial de los bonos corporativos con calificación A frente al rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años y la ratio CAPE) y «tipo de cambio» (tipo de cambio efectivo nominal del dólar estadounidense). Las últimas observaciones corresponden al 28 de agosto de 2026.

El FCI macrofinanciero de Estados Unidos recoge los principales episodios económicos y financieros registrados en el país desde 1999 (panel b del gráfico A). El índice se endureció de forma persistente durante el ciclo de subidas de los tipos de interés de la Reserva Federal de 1999-2001 y alcanzó su máximo histórico durante la crisis financiera global, con un endurecimiento derivado de los activos de riesgo. Permaneció estable durante el período 2010-2014, cuando el tipo de los fondos federales se situó próximo al límite inferior efectivo, y descendió hasta

su nivel más bajo en agosto de 2021, tras la relajación de la política monetaria asociada a la pandemia de COVID-19. El endurecimiento más acusado de la muestra se produjo durante el ciclo de subidas de 2022-2024. Posteriormente, las condiciones financieras se relajaron a lo largo de 2025, cuando la Reserva Federal comenzó a recortar los tipos de interés, antes de volver a endurecerlos tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo. En términos generales, el índice se mueve en consonancia con los indicadores de referencia estadounidenses más asentados, en especial durante episodios de tensiones en los mercados financieros, aunque en ocasiones diverge de ellos debido a la mayor sensibilidad de dichos indicadores a los precios de las acciones (gráfico B)[5].

Gráfico B

El FCI macrofinanciero de Estados Unidos y otros FCI estadounidenses



Fuentes: LSEG, Haver Analytics y cálculos del BCE.
Notas: «GS FCI» es el FCI de Goldman Sachs; «WA FCI», el FCI como media ponderada, y «FCI-G», el Financial Conditions Impulse on Growth. Todos los FCI se expresan en *z-scores*. La última observación del FCI-G corresponde a julio de 2026. Para los demás índices, la última observación se refiere al 28 de agosto de 2026.

Los FCI macrofinancieros de Estados Unidos y de la zona del euro presentan una evolución sincronizada en general, y la correlación entre las condiciones financieras de ambas regiones se explica principalmente por los activos de riesgo. El gráfico C muestra ambos índices en términos de brechas respecto de sus medias incondicionales implícitas en los modelos, de modo que el valor cero corresponde a unas condiciones financieras coherentes con una inflación situada en el objetivo y con un producto que alcanza su potencial en los respectivos modelos VAR, lo que hace que los índices sean ampliamente comparables[6]. El gráfico D refleja este comovimiento a través de la correlación móvil entre ambos índices, descompuesta en las contribuciones aditivas de los principales canales. La correlación se mantiene positiva durante toda la muestra y aumenta en episodios de tensiones a escala mundial, como el período posterior a la crisis financiera global y

5 Véanse Hatzius *et al.* (2017), Arrigoni *et al.* (2022) y Ajello *et al.* (2023).

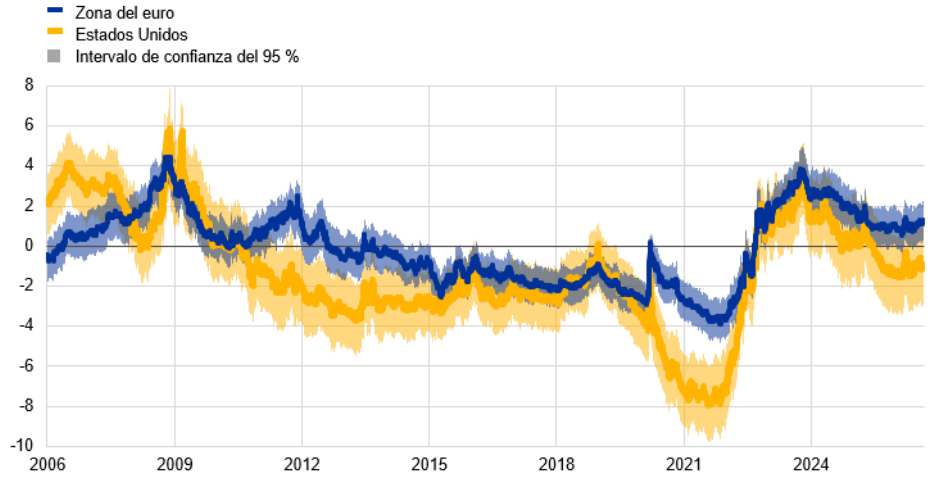
6 La media incondicional implícita en los modelos VAR proporciona una referencia de las condiciones financieras, análoga al concepto FCI* de Caballero *et al.* (2025), pero con la limitación de que la referencia es constante a lo largo del tiempo.

la pandemia. Los activos de riesgo constituyen el canal de conexión más importante entre los dos índices, mientras que los tipos reales y a largo plazo realizan contribuciones positivas más reducidas pero persistentes, en particular entre 2022 y 2025, cuando la Reserva Federal y el BCE respondieron de forma bastante similar a una perturbación inflacionista común. Sin embargo, el canal tipo de cambio reduce la correlación entre los FCI de Estados Unidos y de la zona del euro durante períodos de divergencia entre la política monetaria del BCE y la de la Reserva Federal.

Gráfico C

Brechas del FCI macrofinanciero de Estados Unidos y de la zona del euro

(índices)

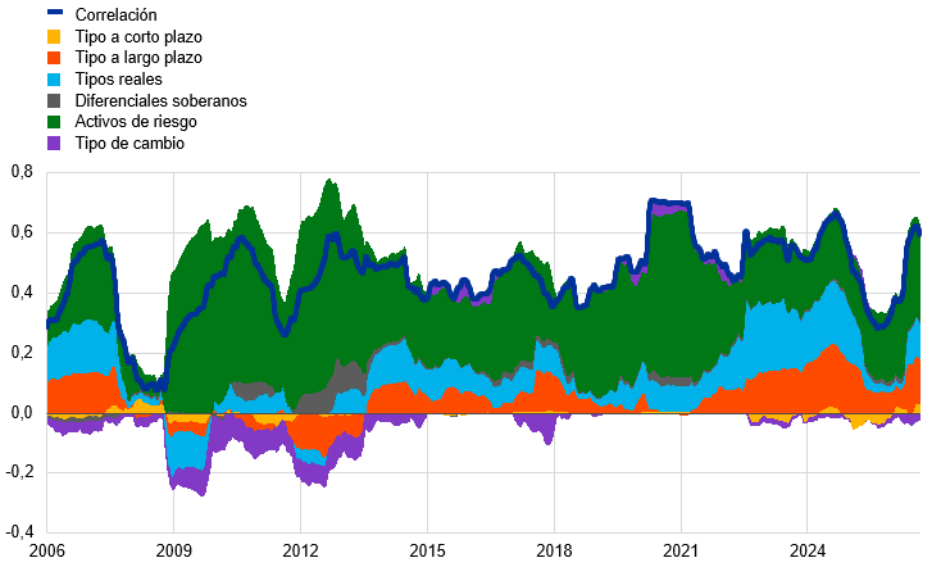


Fuentes: LSEG, Haver Analytics y cálculos del BCE.
Notas: Cada FCI macrofinanciero se muestra como brecha respecto de su media incondicional, que es el valor coherente con una inflación situada en el objetivo y una brecha de producción cerrada. Las bandas sombreadas reflejan la incertidumbre asociada a la estimación de los parámetros. Las últimas observaciones corresponden al 28 de agosto de 2026.

Gráfico D

Correlación variable en el tiempo entre las condiciones financieras de Estados Unidos y de la zona del euro, descompuesta por canal

(coeficientes de correlación)



Fuentes: LSEG, Haver Analytics y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico muestra la correlación móvil entre las variaciones en un periodo de cinco días hábiles de cotización de los FCI macrofinancieros de Estados Unidos y de la zona del euro, calculada sobre una ventana móvil de 252 días hábiles de cotización y descompuesta en contribuciones de los canales de la zona del euro, representadas mediante bandas de color. La muestra comienza el 5 de enero de 2006. Las últimas observaciones corresponden al 28 de agosto de 2026.

Las variaciones inesperadas de los tipos de interés oficiales estadounidenses influyen de forma significativa en las condiciones financieras de la zona del euro, transmitiéndose los efectos de propagación principalmente a través de los activos de riesgo. El gráfico E presenta las respuestas estimadas a un día de los FCI de Estados Unidos y de la zona del euro ante una perturbación inesperada de endurecimiento de 25 puntos básicos en cualquiera de las dos regiones[7]. Una perturbación de endurecimiento de la Reserva Federal eleva tanto el FCI estadounidense como, en menor medida, el FCI de la zona del euro, y el efecto de propagación se ve impulsado fundamentalmente por el reajuste de los precios de los activos de riesgo, aunque es compensado en parte por el canal tipo de cambio[8]. Una perturbación de endurecimiento del BCE de igual magnitud eleva el FCI de la zona del euro a través de los tipos a largo plazo, los tipos reales y los activos de riesgo, mientras que apenas tiene impacto sobre el FCI estadounidense.

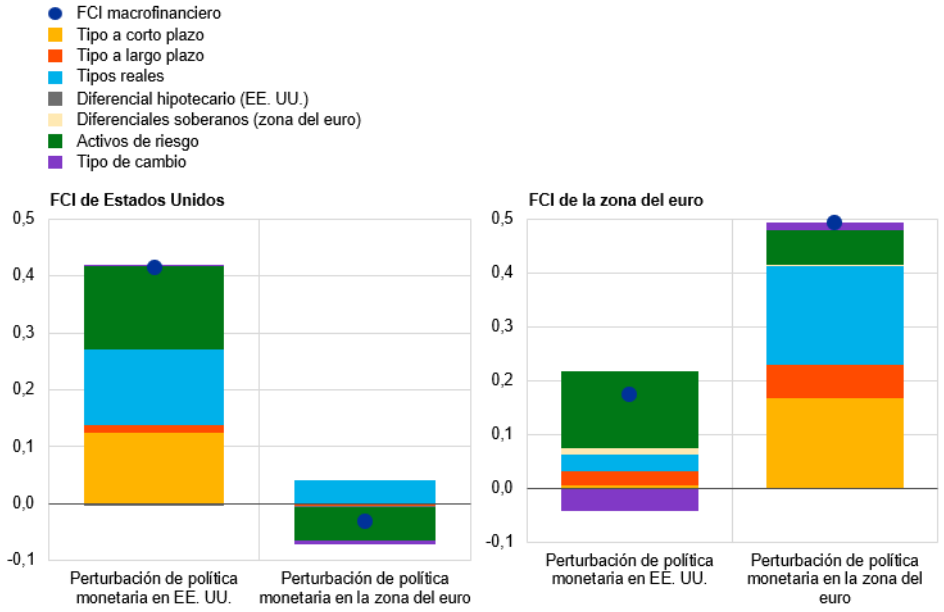
[7] Las variaciones diarias de los dos FCI macrofinancieros y sus componentes se regresan sobre las perturbaciones de política monetaria de Estados Unidos y del BCE identificadas utilizando sorpresas de alta frecuencia en torno a los respectivos anuncios de política monetaria, siguiendo a Jarociński y Karadi (2020).

[8] La transmisión de las perturbaciones de política monetaria en Estados Unidos a la renta variable de la zona del euro es acorde con evidencia anterior de Grothe *et al.* (2021).

Gráfico E

Descomposición de las respuestas de los FCI macrofinancieros a las perturbaciones de política monetaria en Estados Unidos y en la zona del euro

(índices)



Fuentes: LSEG, Haver Analytics, Jarociński y Karadi (2020) y cálculos del BCE.
Notas: Respuestas de los FCI macrofinancieros de Estados Unidos (panel izquierdo) y de la zona del euro (panel derecho) a perturbaciones de política monetaria de 25 puntos básicos de la Reserva Federal y del BCE, identificadas a partir de sorpresas de alta frecuencia en torno a los respectivos anuncios de política monetaria. Los puntos de color azul oscuro representan la respuesta del índice general y las barras de color muestran las contribuciones aditivas de los distintos canales.

De cara al futuro, los cambios en la senda esperada de los tipos de interés oficiales estadounidenses podrían afectar a las condiciones financieras de la zona del euro, y es probable que los activos de riesgo sigan siendo un canal importante de propagación. Las estimaciones presentadas en este recuadro sugieren que los activos de riesgo explican la mayor parte de la respuesta de las condiciones financieras de la zona del euro a las perturbaciones de política monetaria en Estados Unidos, y constituyen con creces el canal más relevante y estadísticamente más robusto de los considerados. Ello refleja el elevado grado de integración de los mercados globales de renta variable y de renta fija privada, e implica que las variaciones en la compensación exigida por mantener activos de riesgo estadounidenses tienden a transmitirse a los activos de riesgo de la zona del euro, trasladando así la política monetaria estadounidense a las condiciones financieras de la zona del euro. Por tanto, cualquier reevaluación de las expectativas de mercado relativas a la senda de los tipos de interés oficiales en Estados Unidos podría ir seguida de un reajuste generalizado de los precios de los activos de riesgo y de una propagación a las condiciones financieras de la zona del euro, con independencia de la orientación de la política monetaria del BCE.

Bibliografía

A. Ajello, M. Cavallo, G. Favara, W. B. Peterman, J. Schindler y N. R. Sinha (2023), «A New Index to Measure U.S. Financial Conditions», *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 30 de junio.

S. Arrigoni, A. Bobasu y F. Venditti (2022), «Measuring Financial Conditions using Equal Weights Combination», *IMF Economic Review*, vol. 70, pp. 668-697.

B. S. Bernanke y K. N. Kuttner (2005), «What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?», *The Journal of Finance*, vol. 60, n.º 3, pp. 1221-1257.

T. Bletzinger, G. Martorana y J. Mistak (2026), «Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 3193, BCE, febrero.

R. J. Caballero, T. E. Caravello, y A. Simsek (2026), «FCI-STAR», *NBER Working Papers*, n.º 33952, National Bureau of Economic Research, revisado.

M. Ca' Zorzi, L. Dedola, G. Georgiadis, M. Jarociński, L. Stracca y G. Strasser (2023), «Making Waves: Monetary Policy and Its Asymmetric Transmission in a Globalized World», *International Journal of Central Banking*, vol. 19, número 2, junio, pp. 95-144.

M. Grothe, T. Helmersson, D. Quint y D. Vassallo (2021), «Risk of spillovers from US equity market corrections to euro area markets and financial conditions», *Financial Stability Review*, BCE, mayo.

J. Hatzius, S. J. Stehn, N. Fawcett y K. R. Fishman (2017), «Our New G10 Financial Conditions Indices», *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs, 20 de abril.

M. Jarociński y P. Karadi (2020), «Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks», *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 12, n.º 2, abril, pp. 1-43.

6 Evolución del mercado de renta variable en Estados Unidos durante el auge de la IA

Magdalena Grothe, Bruno Lopes Mendes, Ana-Simona Manu y Luca Tondo

En los últimos años, las valoraciones bursátiles en Estados Unidos se han visto impulsadas por los elevados beneficios realizados y esperados asociados al auge de la inteligencia artificial (IA). El «auge de la IA» se refiere al rápido ritmo de innovación y al uso creciente de las tecnologías de IA desde el lanzamiento de ChatGPT en noviembre de 2022, lo que ha dado lugar a oportunidades de inversión en muchos sectores de la economía y a que las valoraciones bursátiles aumenten con rapidez. Desde la perspectiva de un modelo de descuento de dividendos, este aumento puede sustentarse en tres factores principales: las mayores expectativas de beneficios, la disminución de los tipos de descuento y el descenso de las primas de riesgo[1]. En las publicaciones de resultados de la primera parte de este año, muchas empresas estadounidenses presentaron resultados sólidos, y el crecimiento agregado de los beneficios de las empresas del S&P 500 volvió a superar las expectativas previas[2]. La solidez de los resultados se ha reflejado en las expectativas de nuevos incrementos de beneficios, favorecidos por la expansión continuada de la inversión relacionada con la IA y por las expectativas de ganancias de productividad asociadas. Una forma de evaluar el papel de los beneficios, los tipos de interés y las primas de riesgo en las rentabilidades de las acciones consiste en aplicar un modelo de descuento de dividendos, que descompone dichas rentabilidades en estos componentes clave. La descomposición del modelo muestra que las expectativas de crecimiento continuado de la rentabilidad empresarial son el principal factor impulsor de los precios de los activos de riesgo en Estados Unidos (panel a del gráfico A). Además de respaldar las valoraciones, las elevadas expectativas de beneficios también redujeron el riesgo bursátil, como muestra una descomposición de las estimaciones basadas en los mercados de los riesgos de cola para los precios de las acciones empleando regresiones cuantílicas (panel b del gráfico A).

[1] Para un análisis histórico más amplio de los ciclos de auge y caída en los mercados de renta variable impulsados por la tecnología, véase Andersson *et al.* (2026).

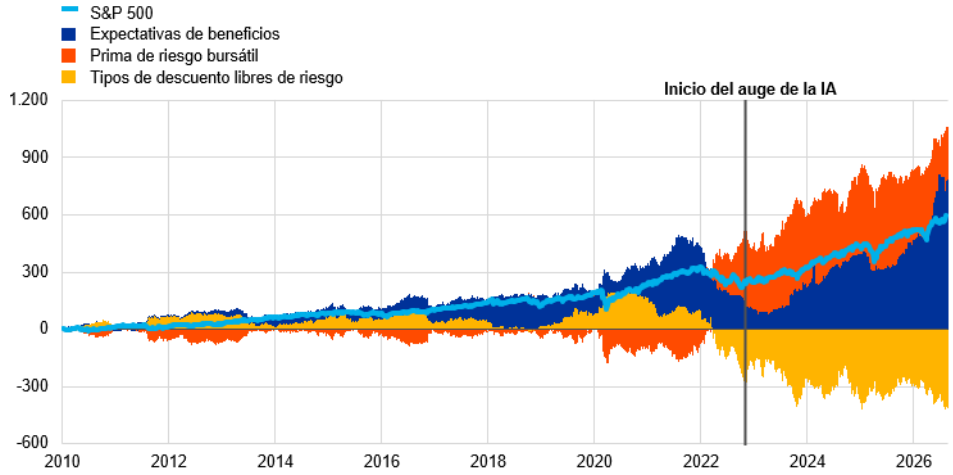
[2] Para análisis relacionados con la evolución del mercado de renta variable en Estados Unidos, el buen comportamiento de los beneficios, la concentración creciente del mercado y los riesgos asociados, véanse Grothe *et al*. (2024) y *Financial Stability Review* (2026) del BCE.

Gráfico A

Determinantes de los precios de las acciones en Estados Unidos

a) Descomposición de las rentabilidades del S&P 500

(variaciones acumuladas y contribuciones desde enero de 2010 en puntos porcentuales)



b) Descomposición del percentil 10 estimado de las rentabilidades del S&P 500

(tasas de variación interanual)

Fuentes: Bloomberg, Cboe Global Markets, LSEG, Haver Analytics y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: La descomposición se basa en un modelo de descuento de dividendos, que incluye recompras de acciones, descuenta los flujos de efectivo futuros con los tipos de interés al plazo correspondiente y contempla tres horizontes de crecimiento esperado de los dividendos. El residuo de descomponer las rentabilidades en expectativas de beneficios y factores de descuento, que se muestra en rojo, puede interpretarse como la contribución de la prima de riesgo bursátil. Una mayor contribución significa una prima de riesgo bursátil más baja. Las contribuciones positivas pueden interpretarse como una señal de apetito por el riesgo, que respalda los precios de las acciones más allá de las contribuciones de las expectativas de beneficios y los tipos de descuento. «Inicio del auge de la IA» se refiere a finales de octubre de 2022. Panel b: Los puntos representan el percentil 10 esperado de las rentabilidades interanuales del S&P 500 para horizontes a un mes y seis meses vista estimado mediante regresiones cuantílicas. Las variables del modelo son el diferencial de tipos de interés (10a-2a), la volatilidad implícita de la renta variable (índice de volatilidad del Chicago Board Options Exchange [VIX]) y el crecimiento del beneficio por acción a doce meses. Las últimas observaciones corresponden al 21 de agosto de 2026 (panel a, datos semanales) y al 31 de agosto de 2026 (panel b).

Durante el auge de la IA, el apetito por el riesgo en los mercados bursátiles estadounidenses ha sido elevado y la compensación que los inversores esperan recibir por el riesgo de la renta variable ha disminuido hasta situarse en niveles bajos. La prima de riesgo bursátil es una medida habitual de la compensación que exigen los inversores por asumir dicho riesgo, que puede interpretarse como el exceso de rentabilidad de las acciones con respecto a los activos libres de riesgo. Puede aproximarse como la diferencia entre la rentabilidad

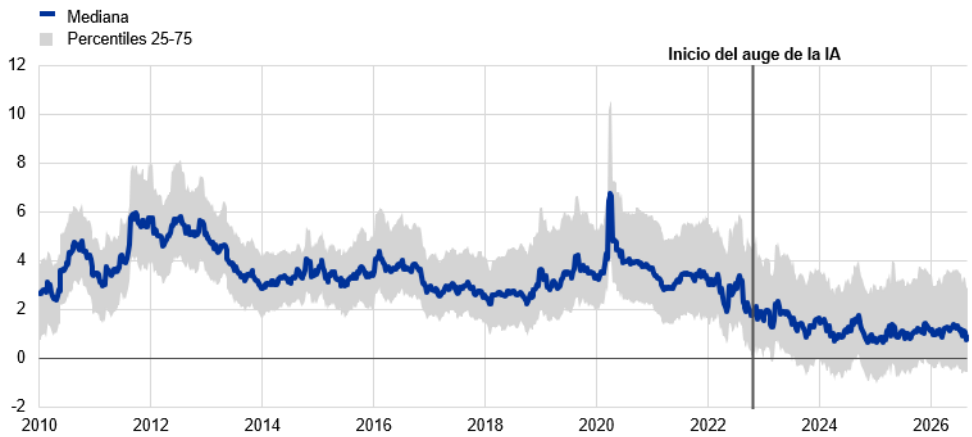
por beneficio de una empresa, que mide los beneficios que se espera que esta genere durante los doce meses siguientes en relación con el precio de su acción, y el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años. Desde una perspectiva histórica, la distribución de las primas de riesgo bursátil entre las distintas acciones que componen el S&P 500 se ha estrechado, de modo que el percentil 25 se ha situado en niveles próximos a cero (panel a del gráfico B). Un análisis más detallado de las distribuciones a nivel de empresa dentro de cada sector revela que la valoración del riesgo en el mercado bursátil ha disminuido en varios sectores en Estados Unidos. Esta tendencia es especialmente acusada en el sector tecnológico, al que pertenecen muchas empresas relacionadas con la IA, pero también puede observarse en otros, como el industrial (panel b del gráfico B). Es probable que ello refleje la mayor propensión de los inversores a adquirir exposición relacionada con la IA, así como un optimismo más generalizado sobre los beneficios potenciales de la adopción de la IA. Además, dentro de cada sector, las acciones con más riesgo se han beneficiado de una valoración más favorable del riesgo, como pone de manifiesto la compresión de las colas superiores de las distribuciones sectoriales del riesgo, lo que constituye una señal de un mayor apetito inversor por el riesgo en los distintos sectores.

Gráfico B

Valoración del riesgo bursátil de las empresas del S&P 500

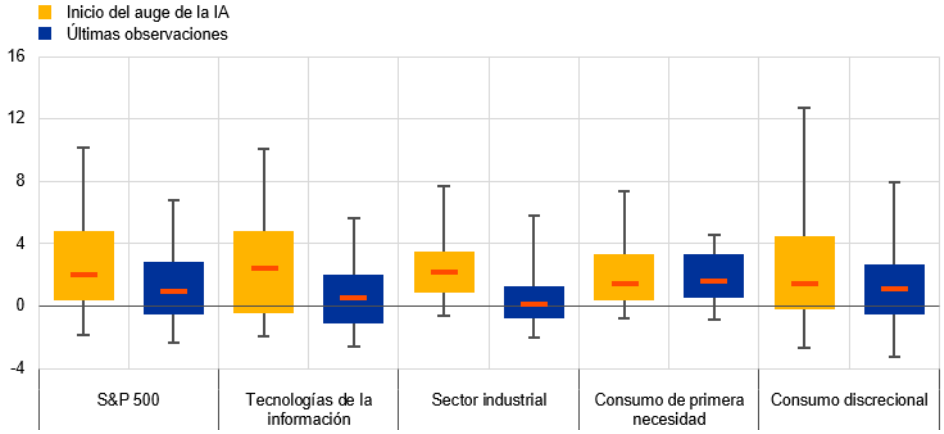
a) Distribución de las primas de riesgo bursátil del S&P 500

(puntos porcentuales)



b) Distribución de las primas de riesgo bursátil por sectores del S&P 500

(puntos porcentuales)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: Para cada empresa del índice S&P 500, la prima de riesgo bursátil se aproxima como la diferencia entre la rentabilidad por beneficio de la empresa y el rendimiento de la deuda pública estadounidense a 10 años. En el panel a, «Inicio del auge de la IA» se refiere a finales de octubre de 2022. En el panel b, las líneas horizontales de color rojo representan la mediana, las líneas verticales corresponden a los percentiles 5 y 95, y las barras de color amarillo y azul abarcan el intervalo comprendido entre los percentiles 25 y 75. Las últimas observaciones corresponden al 28 de agosto de 2026 (datos semanales).

Los elevados beneficios y el amplio apetito por el riesgo de los inversores han contribuido a que los mercados bursátiles estadounidenses conserven su capacidad de resistencia frente a las presiones relacionadas con la subida de los tipos de interés a más largo plazo en Estados Unidos y los factores geopolíticos adversos. El auge de la IA ha mantenido a los mercados de renta variable estadounidenses inusualmente protegidos frente a perturbaciones adversas de gran magnitud. Este hecho puede observarse comparando la reacción de las primas de riesgo bursátiles del país norteamericano a perturbaciones anteriores y posteriores al inicio del auge de la IA, utilizando proyecciones locales y *shocks* estructurales obtenidos de modelos. Desde el inicio de dicho auge en el otoño de 2022, las primas de riesgo bursátil en Estados Unidos han mostrado reacciones menos intensas y no significativas a las perturbaciones macroeconómicas adversas registradas en el país y a las perturbaciones globales por aversión al riesgo, en marcado contraste con los patrones de corrección de precios observados previamente (panel a del gráfico C). La fuerte resiliencia del mercado de renta variable estadounidense frente a perturbaciones geopolíticas adversas fue especialmente evidente en las primeras semanas del conflicto en Oriente Próximo. Un análisis de eventos permite resumir las respuestas de la rentabilidad de las acciones al aumento acusado del riesgo geopolítico en los tres primeros meses del conflicto. Los resultados muestran que, durante su fase inicial en marzo de 2026, el segmento del mercado estadounidense vinculado a la IA (aproximado en este caso por el grupo de empresas conocidas como «las Siete Magníficas») y el sector de tecnologías de la información en general permanecieron en gran medida protegidos de la perturbación, mientras que en otros sectores, como el de consumo de primera necesidad, la rentabilidad de las acciones cayó (panel b del gráfico C)[3]. En abril y mayo, el mercado bursátil de Estados Unidos en sentido amplio mantuvo su

[3] Véase también un análisis relacionado de las reacciones recientes de los mercados a perturbaciones geopolíticas en Ferrari Minesso *et al.* (2026).

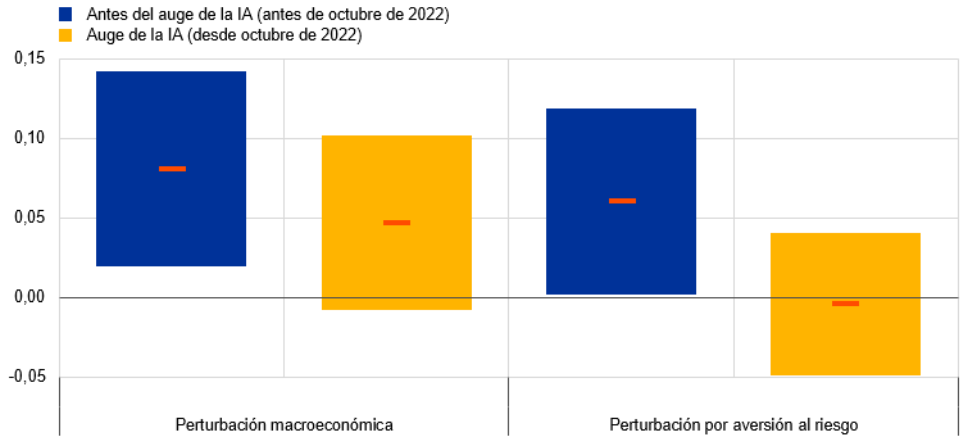
capacidad de resistencia frente a factores geopolíticos adversos, respaldado por los segmentos relacionados con la IA.

Gráfico C

Sensibilidad de la valoración del riesgo bursátil estadounidense a perturbaciones adversas

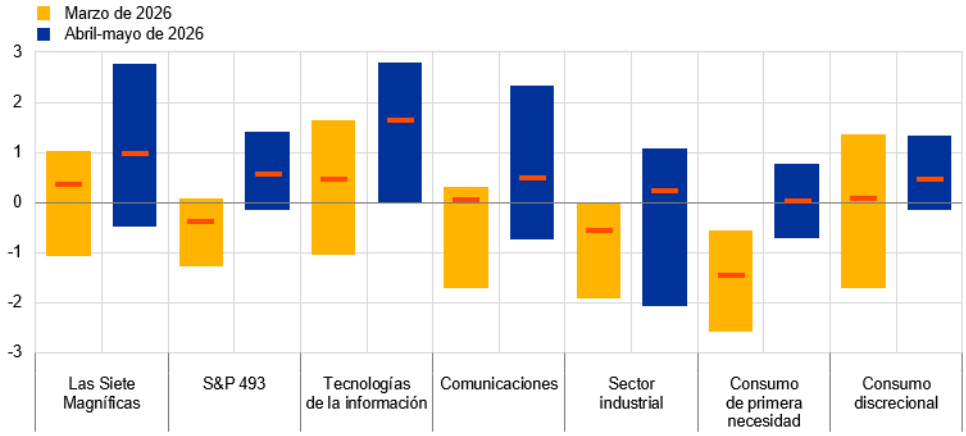
a) Respuesta de las primas de riesgo bursátil estadounidenses a *shocks* estructurales adversos antes y desde el inicio del auge de la IA

(puntos porcentuales)



b) Rentabilidades de las acciones estadounidenses en torno a niveles máximos de riesgo geopolítico (marzo-mayo de 2026)

(puntos porcentuales)



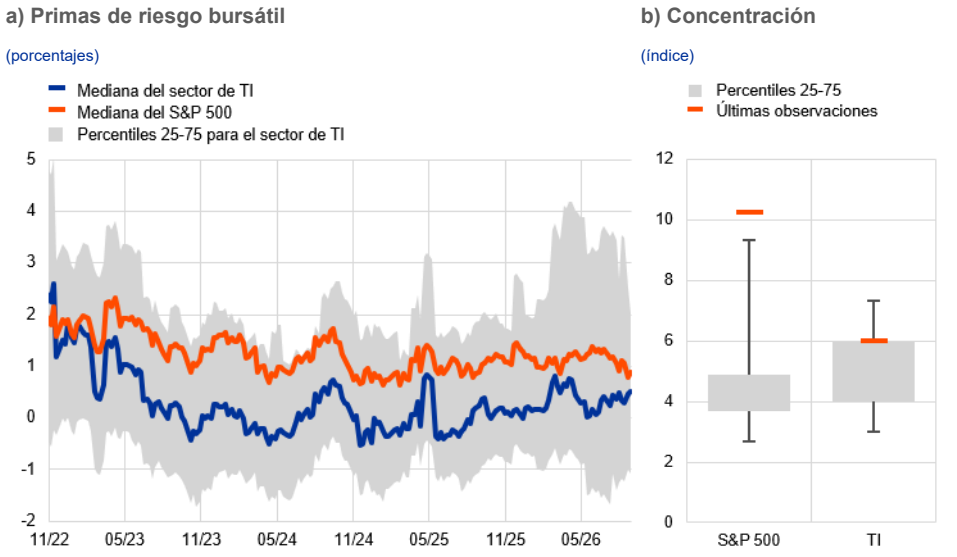
Fuentes: Bloomberg, LSEG, Haver Analytics y cálculos del BCE.
Notas: El panel a muestra la sensibilidad de la prima de riesgo bursátil mediana de las empresas del índice S&P 500 a perturbaciones macroeconómicas adversas en Estados Unidos y a perturbaciones adversas por aversión al riesgo a escala global, estimada utilizando proyecciones locales. Las perturbaciones se identifican mediante un modelo BVAR de dos países como el empleado en Brandt *et al.* (2026) y se calibran de forma que representen una caída del 3 % del precio de las acciones en un semana para la perturbación macroeconómica adversa y del 2 % para la perturbación por aversión al riesgo. Las barras de color azul y amarillo representan el intervalo de confianza del 95 %, mientras que la línea roja representa la respuesta media. El panel b muestra el rango de rentabilidades de las acciones en una selección de eventos que generan niveles elevados de riesgo geopolítico. Las rentabilidades de las acciones se calculan para determinados sectores en una ventana de dos días en torno a los eventos. Los días de los eventos se seleccionan sobre la base de los diez niveles más altos del índice de riesgo geopolítico durante la fase inicial del conflicto en Oriente Próximo, en marzo de 2026, y durante el período más reciente desde el anuncio del alto el fuego inicial. Las líneas horizontales rojas representan la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 31 de agosto de 2026 (panel a, datos semanales) y al 29 de mayo de 2026 (panel b).

Pese a la valoración favorable del riesgo, el deterioro del sentimiento inversor hacia el repunte bursátil impulsado por la IA y la creciente diferenciación en los precios de las empresas tecnológicas están generando riesgos de ajustes más amplios en un mercado cada vez más concentrado. Un análisis más

detallado de la distribución de las primas de riesgo bursátil entre los distintos valores tecnológicos muestra que, aunque la mediana del precio del riesgo se ha mantenido en niveles considerablemente bajos en los últimos meses, las colas de la distribución se han ampliado (panel a del gráfico D). Esto indica que algunas partes del mercado, en particular las acciones con más riesgo en la cola superior de la distribución de las primas de riesgo, son vulnerables a la disminución del apetito por el riesgo de los inversores, ya que estos empiezan a exigir una mayor compensación por el riesgo asumido en sus inversiones. Además, si se produjeran ventas masivas en un número reducido de estas empresas, los mercados podrían experimentar caídas más amplias, dada la elevada concentración del mercado de renta variable. El índice Herfindahl-Hirschman, que mide la concentración del mercado, se sitúa por encima del percentil 95 de su distribución histórica para el S&P 500 en su conjunto y por encima del percentil 75 para el sector tecnológico (panel b del gráfico D). Dicha concentración incrementa el riesgo de que un comportamiento significativamente peor de un número reducido de valores de gran capitalización bursátil, en particular de los vinculados a inversiones cuantiosas relacionadas con la IA, pueda transmitirse al mercado en general. Esto también podría suscitar una inquietud más generalizada acerca de si las optimistas expectativas de beneficios pueden materializarse simultáneamente para las empresas y si las inversiones a gran escala financiadas mediante deuda seguirán siendo sostenibles en un contexto de rápida evolución tecnológica.

Gráfico D

Valoración del riesgo bursátil y concentración en el sector tecnológico estadounidense y el S&P 500



Fuentes: Bloomberg, LSEG y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: La prima de riesgo bursátil se calcula para cada empresa del sector tecnológico incluida en el S&P 500 como la diferencia entre la rentabilidad por beneficio de la empresa y el rendimiento de la deuda pública estadounidense a diez años. Panel b: La concentración se mide mediante un índice Herfindahl-Hirschman ajustado que va del 1 al número de empresas consideradas. Las líneas verticales representan los percentiles 5 y 95 de la distribución del índice desde 1990. Las últimas observaciones corresponden al 28 de agosto de 2026 (panel a, datos semanales) y al 29 de agosto de 2026 (panel b, datos semanales).

Bibliografía

M. Grothe, A. Manu y T. Tomov (2024), «¿Qué factores explican la resistencia de los precios de las acciones en Estados Unidos: la estructura del mercado, las expectativas de beneficios o las primas de riesgo bursátiles», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

M. Ferrari Minesso, B. Mendes, A. Stalla-Bourdillon y V. Vidaházy (2026), «¿Cómo reaccionan los mercados financieros estadounidenses a las perturbaciones geopolíticas que afectan al suministro de petróleo?», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

BCE (2026), *Financial Stability Review*.

M. Andersson, J. Breckenfelder, S. Corradin, K. Nikolov y M. Viola (2026), «The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?», *The ECB Blog*, BCE, 17 de agosto.

7 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 6 de mayo y el 28 de julio de 2026

Samuel Bieber y Christian Lizarazo

Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2026. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 6 de mayo y el 28 de julio de 2026 (el «período de referencia»).

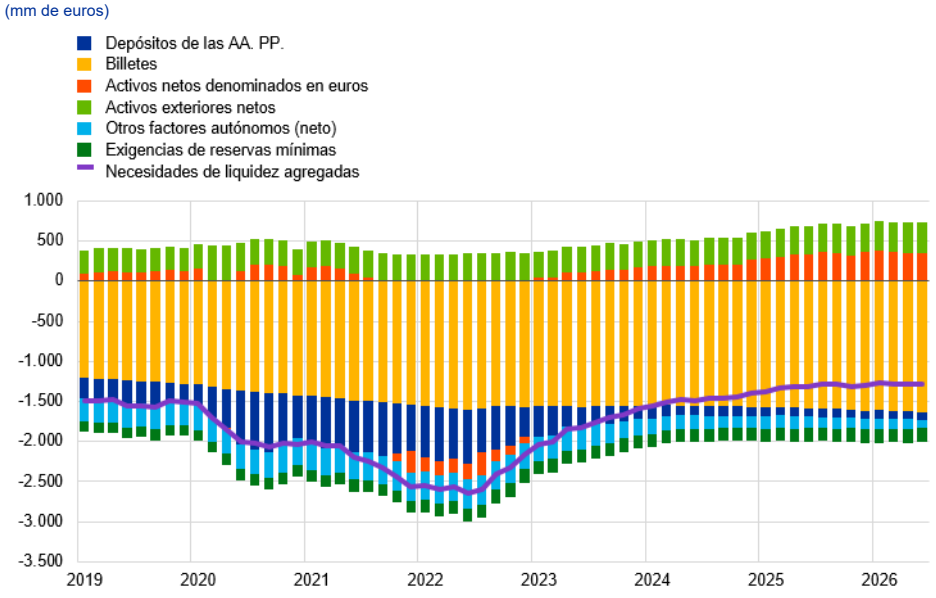
El exceso de liquidez medio en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo. La provisión de liquidez descendió durante el período de referencia debido principalmente a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) tras la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones del PEPP al final de diciembre de 2024. El aumento de los factores autónomos netos contribuyó también a la disminución del exceso de liquidez.

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, aumentaron 11 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.284 mm de euros (cuadro A). Las mayores necesidades de liquidez se debieron al incremento de los factores autónomos netos, principalmente como consecuencia del descenso de los factores autónomos de inyección de liquidez (cuadro A). Las exigencias de reservas mínimas registraron un alza de 2 mm de euros, hasta situarse en un importe de 174 mm de euros, lo que también contribuyó al aumento de las necesidades de liquidez.

Gráfico A

Necesidades de liquidez agregadas, por períodos de mantenimiento de reservas



Fuente: BCE.
Notas: Cada barra representa las medias correspondientes a cada período de mantenimiento. Hay ocho períodos de mantenimiento al año, y el octavo abarca parte del siguiente año natural. Las últimas observaciones corresponden al cuarto período de mantenimiento de 2026.

Los factores autónomos de inyección de liquidez descendieron 11 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a que los activos netos denominados en euros disminuyeron 15 mm de euros. Esta disminución obedeció a un aumento de los depósitos no relacionados con la política monetaria denominados en euros, que absorben liquidez. Al mismo tiempo, las tenencias de activos exteriores netos registraron un alza de 4 mm de euros y compensaron en parte el descenso de los factores autónomos de inyección de liquidez.

Los factores autónomos de absorción de liquidez registraron una reducción más moderada, de 2 mm de euros, durante el período de referencia. Esta reducción fue el resultado de un incremento de 16 mm de euros en el importe medio de los billetes en circulación, que se vio más que compensado por los descensos de 10 mm de euros en los otros factores autónomos netos y de 8 mm de euros en los depósitos de las Administraciones Públicas mantenidos en el Eurosistema.

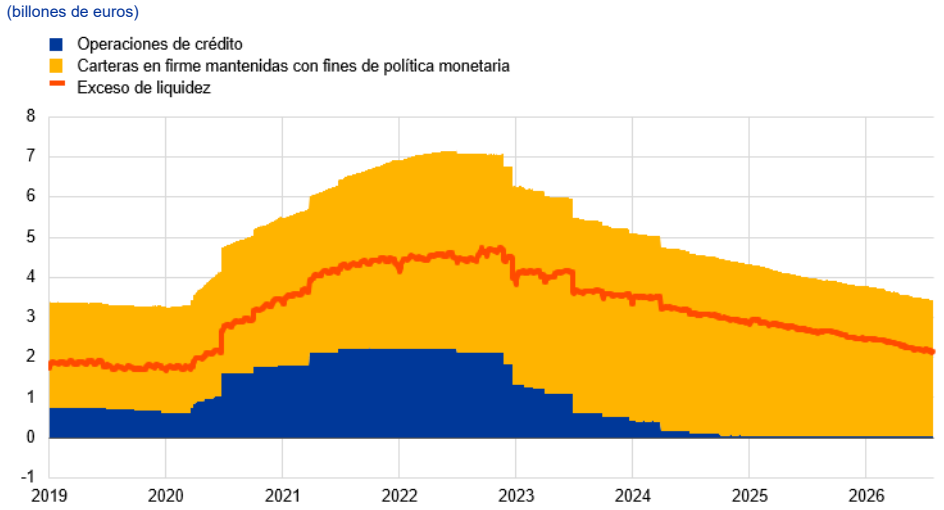
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 147 mm de euros, hasta un importe de 3.485 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico B). Esta reducción de la liquidez inyectada se debió principalmente a la disminución de 150 mm de euros registrada en las carteras en firme mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria, resultado de la amortización continua de los valores de las carteras del APP y del PEPP ante la ausencia de reinversiones. En consecuencia, la

liquidez proporcionada por estas carteras descendió hasta situarse en 3.458 mm de euros durante el período de referencia.

Gráfico B

Liquidez proporcionada a través de las operaciones de mercado abierto y exceso de liquidez



Fuente: BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al cuarto período de mantenimiento de 2026.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó 3 mm de euros, hasta los 27 mm de euros, durante el período de referencia. El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) y el de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses se incrementaron 1 mm de euros y 2 mm de euros, respectivamente. La participación en estas operaciones regulares siguió siendo limitada, lo que refleja la holgada posición de liquidez de las entidades de crédito y la disponibilidad de fuentes de financiación de mercado alternativas. Sin embargo, el número de entidades que están sometiendo a pruebas operativas la viabilidad de su participación ha continuado aumentando en 2026, lo que indica que están avanzando en su preparación operativa para acceder a estas operaciones.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se redujo 157 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.201 mm de euros (gráfico B). El exceso de liquidez es la suma de las reservas que las entidades de crédito mantienen en sus cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario a través de instrumentos de política monetaria y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir sus reservas mínimas. Tras alcanzar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha disminuido de forma sostenida.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno subió los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos —incluido el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—. Después de esta subida, los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito se situaron en el 2,25 %, el 2,40 % y el 2,65 %, respectivamente (cuadro B).

El tipo de interés medio a corto plazo del euro (€STR) aumentó 25 puntos básicos durante el período de referencia, en consonancia con el incremento del tipo de interés de la facilidad de depósito. El €STR se mantuvo, en promedio, 6,8 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período considerado, sin variación con respecto al primer y el segundo período de mantenimiento de 2026.

El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que el €STR durante el mismo período. En promedio, el tipo *repo* superó en 1,6 puntos básicos el tipo de interés de la facilidad de depósito, lo que supone un incremento de 0,7 puntos básicos con respecto al período de referencia anterior.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 6 de mayo a 28 de julio de 2026						Período de referencia anterior: 11 de febrero a 5 de mayo de 2026	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 16 de junio de 2026		Cuarto período de mantenimiento: 17 de junio a 28 de julio de 2026		Primer y segundo período de mantenimiento	
Factores de inyección de liquidez								
Factores autónomos	730	(-11)	728	(-6)	731	(+2)	740	(+35)
- Activos exteriores netos	376	(+4)	377	(+3)	375	(-2)	371	(+8)
- Activos netos denominados en euros	354	(-15)	352	(-9)	356	(+4)	369	(+28)
Operaciones de política monetaria	3.485	(-147)	3.514	(-78)	3.456	(-59)	3.632	(-145)
- OPF	14	(+1)	13	(-1)	15	(+1)	13	(-0)
- OFPML	13	(+2)	13	(+1)	14	(+1)	11	(+0)
- Carteras en firme	3.458	(-150)	3.488	(-78)	3.427	(-61)	3.608	(-144)
- Otra provisión de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
Factores de absorción de liquidez								
Factores autónomos	1.840	(-2)	1.844	(+4)	1.836	(-8)	1.842	(-0)
- Billetes en circulación	1.628	(+16)	1.623	(+7)	1.632	(+9)	1.612	(+5)
- Depósitos de las AA. PP.	96	(-8)	97	(-5)	94	(-3)	104	(+2)
- Otros factores autónomos (neto)	116	(-10)	123	(+2)	110	(-13)	126	(-8)
Operaciones de política monetaria								
- Otra absorción de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidez y facilidades permanentes								
- Cuentas corrientes de las entidades de crédito	253	(+76)	179	(+0)	328	(+150)	177	(+3)
- Exigencias de reservas mínimas[1)]	174	(+2)	174	(+2)	174	(+0)	172	(+3)
- Facilidad marginal de crédito	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Facilidad de depósito	2.121	(-231)	2.221	(-88)	2.022	(-198)	2.353	(-112)
- Exceso de liquidez[2)]	2.201	(-157)	2.225	(-90)	2.177	(-49)	2.358	(-112)
Otra información relativa a la liquidez								
- Necesidades de liquidez agregadas[3)]	1.284	(+11)	1.289	(+12)	1.279	(-10)	1.273	(-33)
- Fatores autónomos netos[4)]	1.110	(+9)	1.115	(+10)	1.105	(-10)	1.102	(-35)

Fuente: BCE.
Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 100 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» se refiere a las operaciones principales de financiación y «OFPML» a las operaciones de financiación a plazo más largo. La serie temporal histórica de la situación de liquidez del Eurosistema puede consultarse en la pestaña «Table» del informe de liquidez del ECB Data Portal.
1) Partida pro memoria que no figura en el balance del Eurosistema y que, por tanto, no debe incluirse en el cálculo de los pasivos totales.
2) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.
3) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.
4) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo.

Cuadro B

Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 6 de mayo a 28 de julio de 2026				Período de referencia anterior: 11 de febrero a 5 de mayo de 2026			
	Tercer período de mantenimiento: 6 de mayo a 16 de junio de 2026		Cuarto período de mantenimiento: 17 de junio a 28 de julio de 2026		Primer período de mantenimiento: 11 de febrero a 24 de marzo de 2026		Segundo período de mantenimiento: 25 de marzo a 5 de mayo de 2026	
OPF	2,15	(+0,00)	2,40	(+0,25)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	2,40	(+0,00)	2,65	(+0,25)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Facilidad de depósito	2,00	(+0,00)	2,25	(+0,25)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(-0,00)	2,18	(+0,25)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)
Índice RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,00)	2,27	(+0,26)	2,01	(-0,00)	2,01	(+0,01)

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

Artículos

1 La expansión de las empresas europeas: argumentos a favor de un régimen de Derecho de sociedades de la UE para impulsar la inversión transfronteriza, la innovación y el crecimiento

Adam Baumann, Zakaria Gatti, Daphne Momferatou, Laura Parisi y Lucia Quaglietti

Introducción

Existe una clara debilidad estructural en el núcleo del problema de la competitividad de Europa: las empresas europeas tienen dificultades para alcanzar una escala suficiente y se enfrentan a barreras en sus operaciones transfronterizas. Las tasas de creación de empresas en la UE son comparables, en líneas generales, con las de Estados Unidos pero, de forma sistemática, las compañías de la UE no consiguen crecer hasta convertirse en grandes empresas intensivas en investigación y desarrollo (I+D) que impulsan el avance de la productividad y de los salarios (Draghi, 2024; Letta, 2024). Además, algunos observadores sostienen que Europa se centra en la innovación incremental más que en la innovación radical (Fuest *et al*., 2024).

Una dimensión específica de este reto de la competitividad es la fragmentación del Derecho de sociedades en la UE. Las empresas que operan en distintos países de la UE tienen que ajustarse a regímenes jurídicos diferentes, lo que puede limitar la formación de capital, la innovación, la inversión y el crecimiento económico a escala transfronteriza (I. Schnabel, 2026). Para hacer frente a esta situación, en marzo de 2026, la Comisión Europea propuso introducir una forma societaria opcional (EU Inc.), estableciendo un marco jurídico armonizado que complemente la legislación nacional sobre sociedades.

Esta propuesta es importante desde la perspectiva del BCE. Al reducir las barreras a la actividad empresarial y la inversión transfronterizas, EU Inc. podría apoyar el mercado único reforzando la competencia, la innovación y el crecimiento de la productividad, con implicaciones positivas para la asignación de recursos, la estabilidad de precios y la transmisión de la política monetaria. Además, EU Inc. puede contribuir a la profundización de los mercados de capitales europeos, un objetivo clave de la agenda de la unión de ahorros e inversiones. También podría favorecer una asignación más eficiente del ahorro y una distribución de riesgos más eficaz dentro de la zona del euro.

En este artículo se analiza cómo estas barreras limitan la capacidad de expansión de las empresas de la UE y se explora cómo un Derecho de

sociedades único podría ayudar a superarlas. Se identifican las condiciones en las que la propuesta podría tener un impacto significativo, así como las lagunas que, de no abordarse, pueden limitar su eficacia.

Conclusiones

El problema de la competitividad al que se enfrenta Europa se reconoce cada vez más como un reto de crecimiento e internacionalización, pero la dimensión relativa al Derecho de sociedades sigue sin abordarse suficientemente. La coexistencia de 27 regímenes nacionales de Derecho de sociedades hace que las empresas que se expanden en el mercado único continúen afrontando una fragmentación jurídica en lo que respecta a la creación, la financiación, la gobernanza y la salida.

En este contexto, el régimen propuesto —EU Inc.— constituye un paso importante hacia una mayor armonización del Derecho de sociedades. La introducción de un marco societario común opcional podría reducir la fragmentación jurídica y los costes de transacción, y mejorar la previsibilidad de la actividad empresarial transfronteriza. En consecuencia, podría convertirse en una parte importante de un entorno empresarial y de inversión europeo más integrado. Sin embargo, todos sus beneficios económicos dependerán de que se logren avances complementarios en las agendas del mercado único y de la unión de ahorros e inversiones, en particular una integración más profunda de los mercados de capitales y una mayor reducción de la fragmentación regulatoria.

La experiencia obtenida de otros regímenes de Derecho de sociedades sugiere que los beneficios de la armonización van más allá del texto legal. La eficacia de un marco societario común depende tanto de su diseño formal como de la seguridad jurídica, las prácticas de mercado y la experiencia institucional que se desarrollen en torno al mismo a lo largo del tiempo. El impacto final de la propuesta dependerá de si el proceso legislativo preserva un marco suficientemente armonizado y de si se aplica de manera que sea lo bastante coherente como para fomentar un estándar societario europeo reconocido, capaz de apoyar el crecimiento de las empresas en todo el mercado único.

EU Inc. no es una panacea que resuelva el reto de la expansión y la internacionalización al que se enfrenta Europa. Al ser un régimen opcional, su impacto económico dependerá de la disposición de las empresas a adoptarlo y de su aplicación coherente en todos los Estados miembros. Además, la propuesta se centra intencionadamente en el Derecho de sociedades, por lo que no aborda factores complementarios que determinan el crecimiento de las empresas, como la fiscalidad y la regulación del mercado laboral. Del mismo modo, varias limitaciones que adquieren particular relevancia durante las fases posteriores de desarrollo de las empresas, como unos marcos de insolvencia más amplios, la profundidad de los mercados bursátiles y la disponibilidad de capital en fases avanzadas de crecimiento, así como la integración judicial, quedan en gran parte fuera del ámbito de la propuesta. Se están llevando a cabo las negociaciones sobre el régimen

EU Inc., y el Consejo de la Unión Europea ha instado a los colegisladores a que lleguen a un acuerdo antes de finales de 2026[1]. El texto final ayudará a determinar si Europa puede crear un entorno en el que no solo se constituyan empresas innovadoras, sino también en el que se expandan, inviertan y permanezcan en Europa.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

[1] La propuesta de la Comisión Europea se está negociando actualmente con arreglo al procedimiento legislativo ordinario, con negociaciones en curso tanto en el Consejo de la Unión Europea como en el Parlamento Europeo. Por tanto, el texto final puede diferir de la propuesta de la Comisión Europea, ya que los colegisladores adoptarán su propia posición.

2 El gasto en defensa y sus efectos macroeconómicos a corto y a más largo plazo

Cristina Checherita-Westphal, Marta Rodríguez-Vives, Tibor Lalinský y Miles Parker

Introducción

La mayoría de los países europeos se han comprometido a aumentar sustancialmente su gasto en defensa en los próximos diez años. Esta tendencia se sustenta en los esfuerzos por alcanzar el objetivo de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) de incrementar el gasto en defensa, así como en las recientes iniciativas europeas dirigidas a acelerar la inversión en defensa y reforzar la autonomía estratégica de Europa. En la cumbre de la OTAN de junio de 2025, los países miembros de esta organización se comprometieron a elevar el gasto hasta llegar al 5 % del PIB anual en 2035. En la cumbre de la OTAN de julio de 2026, los miembros reafirmaron tanto ese compromiso de gasto como su apoyo a Ucrania. El objetivo del 5 % del PIB incluye el 3,5 % destinado al gasto en defensa en sentido estricto y el 1,5 % del PIB que puede dedicarse a otras actividades relacionadas con la defensa y con la seguridad.

La mayoría de los países europeos redujeron significativamente su gasto en defensa en las tres últimas décadas, tras el final de la guerra fría. La redistribución de los recursos públicos sirvió para respaldar otras prioridades de las políticas. Sin embargo, también ha contribuido a una inversión insuficiente en las capacidades de defensa, a una base industrial y tecnológica de la defensa europea (BITDE) fragmentada y a una creciente dependencia de proveedores de fuera de la UE (principalmente estadounidenses) en sistemas militares críticos. Dicha fragmentación implica costes económicos considerables derivados de adquisiciones duplicadas, economías de escala limitadas e incentivos reducidos para fomentar la capacidad de innovación. Para reconstruir las capacidades de defensa y fortalecer la BITDE serán necesarias una financiación sostenida, una coordinación más estrecha entre los Estados miembros de la UE y una mayor integración de las estrategias de adquisición.

En la actualidad, varias iniciativas a escala de la UE promueven el crecimiento del gasto en defensa y la BITDE. En marzo de 2025, la Comisión Europea presentó el Plan Preparación 2030. En primer lugar, el plan apoya un aumento del gasto nacional en defensa. En este sentido, la activación de las cláusulas de salvaguardia nacionales en virtud del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) permite que los Estados miembros de la UE incrementen la inversión y otro gasto en defensa más allá de los límites acordados previamente. La desviación está limitada a un máximo del 1,5 % del PIB durante el período 2025-2028 y está condicionada a que se asegure la sostenibilidad de la deuda a medio plazo. En segundo lugar, el plan incluye el Instrumento de Acción por la Seguridad de Europa (SAFE, por sus

siglas en inglés), dotado con 150 mm de euros en total, para conceder préstamos a los Estados miembros de la UE con el fin de fomentar las inversiones en defensa mediante adquisiciones en común. En tercer lugar, el Plan Preparación 2030 encomienda al Banco Europeo de Inversiones ampliar y aumentar el alcance de sus préstamos para proyectos de defensa y seguridad. Por último, otras iniciativas de la UE están impulsando la asistencia a Ucrania en materia de seguridad. Es posible que no tengan un impacto directo en la economía de la zona del euro, pero pueden contribuir indirectamente a mejorar la seguridad y la capacidad militar en Europa[1].

Según la base de datos de presupuestos JANES[2], el gasto agregado en defensa de la zona del euro podría aumentar casi 1 punto porcentual del PIB durante la próxima década y alcanzar el 2,5 % del PIB en 2035. El desglose por tipo de gasto muestra que, a medio plazo, es probable que las adquisiciones impulsen el aumento del gasto, mientras que, en horizontes más largos, se espera que predomine el gasto en personal, así como en operaciones y mantenimiento (gráfico 1). La inversión en investigación y desarrollo (I+D) en materia de defensa en la zona del euro es marginal, a diferencia de la contribución esperada para el conjunto de la OTAN.

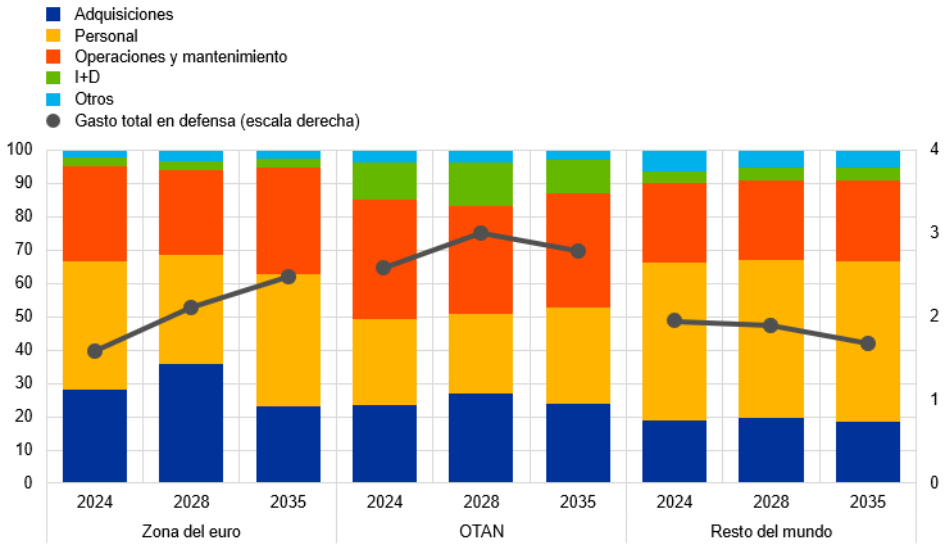
1 Véanse Comisión Europea (2025), «La Comisión presenta el Libro Blanco sobre la defensa europea y el plan ReArmar Europa / Preparación 2030», *comunicado de prensa*, 19 de marzo, y la documentación subsiguiente. Más recientemente, el Consejo Europeo ha aprobado legislación que sustenta un préstamo de 90 mm de euros a Ucrania. Véase Consejo Europeo (2026), «El Consejo finaliza un préstamo de ayuda de 90 000 millones de euros a Ucrania», *comunicado de prensa*, 23 de abril. Este préstamo se financiará mediante préstamos de la UE contraídos en los mercados de capitales, que contarán con el respaldo del margen de maniobra presupuestario de la UE.

2 La base de datos de presupuestos de defensa JANES (JDB, por sus siglas en inglés) es una base de datos comercial que proporciona datos de los presupuestos de defensa y proyecciones del período 2005-2036 correspondientes a 112 países. Siempre que es posible, JDB utiliza datos de presupuestos obtenidos de fuentes gubernamentales oficiales: programas en curso y anunciados, libros blancos, estrategias de defensa, anuncios de financiación y previsiones a diez años basadas en ciclos de reposición de equipos. En el recuadro 1 solo se comparan los datos oficiales basados en la clasificación de las funciones de las Administraciones Públicas (COFOG, por sus siglas en inglés) y los de la base de datos de la OTAN.

Gráfico 1

Tendencias del gasto en defensa, por tipo de gasto (2024-2035)

(escala izquierda: proporción del gasto total en defensa; escala derecha: porcentaje del PIB)



Fuentes: Base de datos JANES y cálculos del BCE.
Notas: El agregado de la zona del euro excluye a Malta y a Chipre. El agregado de la OTAN excluye a los países de la zona del euro no pertenecientes a la OTAN: Austria, Chipre, Irlanda y Malta. «Resto del mundo» excluye a los países miembros de la OTAN. Información basada en los datos de JANES. «I+D» se refiere a investigación, desarrollo, pruebas y evaluación.

El aumento del gasto en defensa en Europa tiene varias implicaciones macroeconómicas. El gasto militar afecta a la producción económica a través de tres canales principales: demanda, oferta y seguridad (Dunne *et al.*, 2005). A corto y medio plazo, el gasto público en infraestructuras, personal militar y material de defensa estimula la demanda interna. La magnitud del efecto sobre la actividad económica depende, entre otros factores, de la medida en que el gasto se mantenga en la economía nacional. A más largo plazo, el gasto en defensa puede incrementar la oferta agregada aumentando el *stock* de capital de la economía y fomentando la innovación y el desarrollo tecnológico. Por último, una mayor seguridad interna puede ayudar a mitigar los impactos negativos de la incertidumbre geopolítica sobre el consumo y la inversión (Brignone *et al.*, 2026). En la sección 2 se hace balance del gasto en defensa de los países de la zona del euro y se analizan las estadísticas relativas a dicho gasto. En la sección 3 se estudian los efectos macroeconómicos a corto y medio plazo del mayor gasto en defensa, con el foco puesto en el horizonte de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema. Para finalizar, en la sección 4 se consideran las influencias a más largo plazo sobre la oferta y el crecimiento económico.

Conclusiones

La mayoría de los países europeos se han comprometido a aumentar sustancialmente su gasto en defensa en los próximos diez años. Como respuesta a la intensificación de las tensiones geopolíticas y al acuerdo de elevar el gasto en defensa de la OTAN hasta alcanzar el 5 % del PIB en 2035, la mayoría de los países de la zona del euro incrementaron su gasto en defensa, incluida la

inversión en defensa, en 2025. De cara al futuro, sobre la base de los planes anunciados, se espera que los grandes esfuerzos para impulsar el gasto en defensa nacional se concentren en Alemania y en los países bálticos.

A corto y medio plazo, se espera que el gasto en defensa sea un importante motor del crecimiento en la zona del euro si estos planes de gasto se materializan. Se prevé que la contribución acumulada en puntos porcentuales al crecimiento durante el período 2025-2028 oscile entre 0,4 en el escenario de referencia de las proyecciones y 1 en el escenario de riesgo más favorable. El impacto esperado sobre la inflación es limitado. El impacto real dependería de varios factores, como la composición del gasto, dado que los gastos de capital —a diferencia de los gastos de personal— pueden contribuir a elevar el crecimiento manteniendo a la vez la inflación en niveles contenidos.

A más largo plazo, el aumento del gasto en defensa solo tendrá un impacto limitado en el nivel de actividad económica de la zona del euro a menos que se produzcan cambios en su composición. La proporción históricamente elevada que representan los equipos de defensa importados limita el potencial de mayor crecimiento de la productividad interna, al igual que la proporción relativamente alta del gasto en personal. Un incremento sustancial del gasto en I+D podría generar mayores efectos sobre la productividad y el crecimiento en horizontes más largos, ya que las tecnologías de doble uso y la transferencia de conocimiento mejoran la rentabilidad de la I+D del sector privado y refuerzan la innovación. Aumentar la proporción de producción interna y reducir el grado de fragmentación del gasto podrían impulsar también las ganancias de productividad.

Los efectos macroeconómicos del gasto en defensa analizados en este artículo están sujetos a una elevada incertidumbre, también en relación con la sostenibilidad de un aumento del gasto. En la actualidad, un mayor gasto en defensa es compatible con el marco fiscal de la UE gracias a la activación de las cláusulas de salvaguardia nacionales de 2025 a 2028, siempre que posteriormente se acelere el ritmo de consolidación para mantener la sostenibilidad de la deuda[3]. Las limitaciones al margen de maniobra fiscal en algunos países muy endeudados pueden justificar que se considere el tamaño y la composición de sus presupuestos fiscales tras el período transitorio. Esto puede acrecentar necesidad de priorizar el gasto en defensa en detrimento de otras funciones públicas o de subir los impuestos. Sin embargo, la reducción del gasto, por ejemplo, en sanidad y en educación conlleva costes de oportunidad que pueden afectar negativamente al crecimiento económico a largo plazo. No incrementar el gasto para hacer frente a las mayores amenazas a la seguridad nacional también puede acarrear costes potenciales, que van desde el aumento de la incertidumbre geopolítica hasta los efectos económicos de un sabotaje y, si se llega al límite, una invasión.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

---

[3] Bouabdallah *et al.* (2026) analizan las implicaciones de activar las cláusulas de salvaguardia nacionales para la sostenibilidad de la deuda a medio plazo. Subrayan la necesidad de acelerar el ritmo de consolidación en los planes fiscales-estructurales nacionales a medio plazo que se apliquen posteriormente y de que los Gobiernos actualicen dichos planes sobre la base de supuestos macroeconómicos prudentes.

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

Los datos publicados por el BCE pueden consultarse en el ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu
Pueden consultarse cuadros detallados en la sección «Publications» del ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/publications
Las definiciones metodológicas, las notas generales y las notas técnicas de los cuadros estadísticos se encuentran en la sección «Methodology» del ECB Data Portal:	https://data.ecb.europa.eu/methodology
En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas:	http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html

Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

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

1 Entorno exterior

1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB [1] (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)				
	G20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria Zona del euro [2] (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,3	2,9	0,3	0,7	5,4	0,4	4,1	7,4	3,3	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,0	-0,2	5,0	1,2	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,4	2,2	1,3	1,1	5,0	1,2	-	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 III TR	0,9	1,1	0,1	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
IV TR	0,7	0,1	0,1	0,2	1,1	0,2	-	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 I TR	0,8	0,5	0,6	0,5	1,3	0,0	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
II TR	-	-	-	-	0,9	0,6	3,9	2,7	1,5	1,1	3,0
2026 Mar	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	1,5	1,0	2,6
Abr	-	-	-	-	-	-	3,8	2,8	1,4	1,2	3,0
May	-	-	-	-	-	-	4,2	2,8	1,5	1,2	3,2
Jun	-	-	-	-	-	-	3,5	2,6	1,6	1,0	2,8
Jul	-	-	-	-	-	-	3,4	2,9	1,9	0,5	2,9
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,3

Fuentes: Eurostat (col. 6.11), BPI (col. 7, 8, 9, 10) y OCDE (col. 1, 2, 3, 4, 5).
1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.
2) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

2 Actividad económica

2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior[1]		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias[2]	Total	Exportaciones[1]	Importaciones[1]
					Total	Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Precios corrientes (mm de euros)											
2023	14.796,8	14.282,3	7.860,3	3.108,7	3.244,3	1.653,8	942,7	641,3	69,0	-514,5	7.456,0	6.941,5
2024	15.404,3	14.759,1	8.170,9	3.281,7	3.243,5	1.650,7	942,7	643,6	62,9	-645,2	7.592,3	6.947,0
2025	15.968,9	15.397,4	8.457,5	3.437,2	3.397,9	1.708,7	974,1	708,3	104,8	-571,5	7.765,8	7.194,4
2025 III TR	4.005,3	3.866,5	2.119,4	864,2	852,5	429,5	245,7	175,5	30,4	-138,8	1.938,1	1.799,3
IV TR	4.050,5	3.904,4	2.144,2	878,3	863,7	436,9	249,0	176,0	18,2	-146,1	1.952,8	1.806,7
2026 I TR	4.068,1	3.940,2	2.162,6	882,0	868,3	435,9	250,4	180,2	27,3	-127,9	1.964,8	1.836,9
II TR	4.118,5	3.969,2	2.192,9	891,0	876,7	442,7	251,3	180,9	8,8	-149,3	2.080,5	1.931,2
	en porcentaje del PIB											
2025	100,0	96,4	53,0	21,5	21,3	10,7	6,1	4,4	0,7	-3,6	-	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior)											
	tasas de variación intertrimestral											
2025 III TR	0,3	0,5	0,2	0,7	1,0	0,5	1,3	1,8	-	-	0,6	1,1
IV TR	0,2	0,2	0,5	0,5	0,7	1,1	0,7	-0,3	-	-	0,4	0,4
2026 I TR	0,0	0,6	0,1	0,5	-0,2	-1,0	0,2	1,4	-	-	-0,6	0,6
II TR	0,6	-0,3	0,4	0,2	-0,1	0,1	-0,3	-0,2	-	-	3,4	1,5
	tasas de variación interanual											
2023	0,4	0,0	0,6	1,2	2,6	1,2	2,9	5,9	-	-	-1,1	-1,8
2024	1,2	0,9	1,6	2,7	-1,9	-2,2	-1,6	-1,9	-	-	1,0	0,4
2025	1,2	2,0	1,4	1,5	2,8	1,1	2,1	8,1	-	-	1,9	3,5
2025 III TR	1,2	1,7	1,3	1,4	3,0	2,0	3,9	4,2	-	-	2,3	3,6
IV TR	1,1	1,7	1,2	1,6	2,9	2,6	3,3	3,1	-	-	2,2	3,6
2026 I TR	0,6	1,5	1,0	2,3	0,3	0,7	3,5	-4,8	-	-	-0,1	1,9
II TR	1,2	1,0	1,2	1,9	1,4	0,6	1,9	2,7	-	-	3,9	3,6
	contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales											
2025 III TR	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	-	-
IV TR	0,2	0,2	0,3	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,4	0,1	-	-
2026 I TR	0,0	0,5	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0	0,1	0,4	-0,5	-	-
II TR	0,6	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5	0,9	-	-
	contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales											
2023	0,4	0,0	0,3	0,2	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,2	0,8	0,8	0,6	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,2	1,9	0,7	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,2	-0,6	-	-
2025 III TR	1,2	1,7	0,7	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,5	-	-
IV TR	1,1	1,6	0,7	0,3	0,6	0,3	0,2	0,1	0,0	-0,5	-	-
2026 I TR	0,6	1,5	0,5	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,9	-	-
II TR	1,2	0,9	0,6	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,4	0,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
2) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2 Actividad económica

2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Precios corrientes (mm de euros)											
2023	13.387,1	225,0	2.637,9	713,9	2.485,8	704,4	604,6	1.520,0	1.612,8	2.470,8	411,8	1.409,7
2024	13.874,5	234,9	2.638,6	736,5	2.563,6	740,8	637,7	1.584,2	1.679,1	2.623,0	436,2	1.529,8
2025	14.349,5	246,0	2.687,0	768,8	2.640,3	781,5	658,0	1.619,4	1.743,8	2.751,8	452,9	1.619,3
2025 III TR	3.596,7	62,4	666,4	193,6	662,5	197,0	165,6	406,1	439,1	690,1	113,9	408,6
IV TR	3.643,3	60,8	679,6	196,5	669,5	199,7	167,5	410,6	443,5	701,0	114,6	407,2
2026 I TR	3.649,2	59,8	671,0	196,3	675,3	200,0	170,1	412,6	445,6	703,3	115,2	418,9
II TR	3.703,4	57,2	692,9	199,0	685,0	203,5	171,4	417,3	449,9	711,4	115,9	415,1
	en porcentaje del valor añadido											
2025	100,0	1,7	18,7	5,4	18,4	5,4	4,6	11,3	12,2	19,2	3,2	-
	Volúmenes encadenados (precios del año anterior)											
	tasas de variación intertrimestral											
2025 III TR	0,4	0,3	1,0	0,1	0,2	1,1	0,2	0,0	0,3	0,1	0,0	-0,2
IV TR	0,2	0,2	-1,0	0,6	0,3	1,0	1,0	0,6	0,2	0,4	0,2	0,7
2026 I TR	-0,1	-0,1	-0,8	-0,9	0,1	0,4	-0,5	0,4	0,3	0,1	0,2	0,4
II TR	0,8	0,0	1,7	0,4	0,7	0,9	0,2	0,4	0,7	0,5	0,4	-0,5
	tasas de variación interanual											
2023	0,7	-2,8	-1,7	1,6	-0,1	7,3	-3,0	2,4	1,7	0,8	3,4	-1,9
2024	1,2	-0,3	1,3	-0,8	0,3	2,5	0,9	1,7	1,1	2,0	2,2	0,8
2025	1,2	1,9	0,9	0,6	1,4	4,3	0,3	1,0	1,1	1,1	0,5	1,6
2025 III TR	1,2	2,2	0,5	1,2	1,5	4,6	0,4	0,9	1,2	1,1	-0,5	1,3
IV TR	1,1	1,4	0,1	1,8	1,4	4,2	1,2	1,0	1,3	0,9	0,8	0,4
2026 I TR	0,5	-0,3	-2,6	0,3	1,3	3,4	0,2	1,4	1,3	1,0	0,7	1,5
II TR	1,3	0,3	1,0	0,3	1,3	3,4	0,9	1,4	1,5	1,2	0,9	0,3
	contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales											
2025 III TR	0,4	0,0	0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
IV TR	0,2	0,0	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	-
2026 I TR	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,8	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
	contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales											
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,2	0,0	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,4	0,1	-
2025	1,2	0,0	0,2	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 III TR	1,2	0,0	0,1	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
IV TR	1,1	0,0	0,0	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,0	-
2026 I TR	0,5	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-
II TR	1,3	0,0	0,2	0,0	0,2	0,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo[1)]

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total	Por situación profesional		Por rama de actividad									
		Asalariados	Autónomos	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Personas ocupadas													
en porcentaje del total de personas ocupadas													
2023	100,0	85,9	14,1	3,1	14,2	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	24,7	6,5
2024	100,0	85,9	14,1	3,0	14,1	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,1	24,8	6,5
2025	100,0	85,9	14,1	2,9	13,9	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,1	25,0	6,5
tasas de variación interanual													
2023	1,5	1,6	1,0	-1,1	0,8	1,6	2,0	3,8	0,7	1,8	1,8	1,3	1,6
2024	1,0	1,0	0,7	-1,6	0,3	1,1	1,0	2,2	1,6	-0,4	0,8	1,5	1,1
2025	0,7	0,7	0,8	-1,7	-0,4	1,1	0,6	0,1	1,1	2,2	1,0	1,3	1,3
2025 III TR	0,7	0,6	0,9	-1,6	-0,4	1,2	0,5	-0,2	1,1	2,4	0,9	1,2	1,0
IV TR	0,7	0,6	1,1	-1,1	-0,5	1,3	0,5	-0,9	1,1	0,5	1,4	1,2	1,4
2026 I TR	0,5	0,4	1,3	-0,9	-0,1	1,7	0,3	-1,6	1,0	0,9	0,9	1,0	0,5
II TR	0,5	0,5	0,6	-2,2	-0,4	1,4	0,4	-1,7	1,5	1,0	0,7	1,2	0,5
Horas trabajadas													
en porcentaje del total de horas trabajadas													
2023	100,0	81,9	18,1	3,9	14,7	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,1	21,9	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,8	14,6	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,1	22,1	5,9
2025	100,0	82,0	18,0	3,7	14,4	7,3	25,0	3,7	2,4	1,1	14,2	22,3	6,0
tasas de variación interanual													
2023	1,7	2,0	0,4	-1,8	1,0	1,5	2,0	4,0	0,8	1,7	2,2	1,7	2,4
2024	1,3	1,4	0,7	-0,9	0,4	1,1	1,2	2,6	1,8	0,3	1,5	2,0	1,7
2025	0,3	0,3	-0,1	-2,6	-0,9	0,7	-0,1	-0,1	0,6	1,5	0,7	1,0	1,9
2025 III TR	0,6	0,6	0,6	-2,5	-0,3	1,2	0,3	-0,4	0,7	3,1	1,1	1,3	1,8
IV TR	0,4	0,5	0,3	-2,0	-0,6	1,1	-0,1	-0,6	1,0	-1,3	1,2	1,1	1,9
2026 I TR	0,5	0,5	0,7	-1,3	0,2	1,1	0,3	-1,7	0,4	0,5	0,8	1,2	0,5
II TR	0,5	0,6	0,5	-1,8	-0,1	1,6	0,7	-1,7	1,0	1,0	1,0	1,1	-0,4
Horas trabajadas por persona ocupada													
tasas de variación interanual													
2023	0,2	0,4	-0,6	-0,7	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,3	0,4	0,8
2024	0,3	0,4	0,0	0,7	0,1	0,0	0,2	0,3	0,3	0,7	0,7	0,4	0,6
2025	-0,5	-0,4	-1,0	-0,9	-0,5	-0,4	-0,7	-0,2	-0,5	-0,7	-0,3	-0,3	0,6
2025 III TR	0,0	0,0	-0,3	-0,9	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,4	0,7	0,1	0,1	0,7
IV TR	-0,3	-0,2	-0,7	-0,9	-0,1	-0,2	-0,5	0,3	-0,1	-1,8	-0,2	-0,1	0,5
2026 I TR	0,0	0,1	-0,6	-0,4	0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,6	-0,3	0,0	0,2	0,1
II TR	0,0	0,1	-0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	-0,5	0,0	0,3	-0,1	-0,9

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2 Actividad económica

2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de la población activa	Desempleo[1]											Tasa de vacantes[3]
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa[2]	Por edad				Por sexo				
						Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
			Millones	% de la población activa		Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	% del total de puestos de trabajo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% del total en 2025			100,0			78,7		21,3		51,5		48,5		
2023	172,769	2,9	11,295	6,6	2,4	8,990	5,7	2,305	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,342	2,8	11,102	6,4	2,1	8,756	5,5	2,347	14,7	5,693	6,1	5,409	6,7	2,6
2025	175,916	2,8	11,182	6,4	2,1	8,798	5,5	2,384	14,9	5,764	6,2	5,418	6,6	2,2
2025 II TR	175,902	2,8	11,240	6,4	2,1	8,884	5,6	2,356	14,7	5,843	6,2	5,397	6,5	2,2
III TR	176,000	2,8	11,299	6,4	2,0	8,910	5,6	2,389	14,9	5,819	6,2	5,481	6,6	2,1
IV TR	176,295	2,8	11,074	6,3	2,0	8,662	5,4	2,412	15,1	5,718	6,1	5,357	6,5	2,2
2026 I TR	176,393	2,8	11,044	6,3	2,0	8,641	5,4	2,403	15,1	5,641	6,0	5,403	6,5	2,3
2026 Feb	-	-	11,292	6,4	-	8,874	5,5	2,418	15,2	5,802	6,2	5,489	6,6	-
Mar	-	-	11,284	6,4	-	8,860	5,5	2,424	15,3	5,779	6,2	5,504	6,6	-
Abr	-	-	11,245	6,4	-	8,840	5,5	2,405	15,1	5,781	6,2	5,464	6,6	-
May	-	-	11,199	6,3	-	8,790	5,5	2,409	15,1	5,754	6,1	5,445	6,6	-
Jun	-	-	11,265	6,4	-	8,868	5,5	2,397	15,0	5,804	6,2	5,461	6,6	-
Jul	-	-	11,264	6,4	-	8,893	5,5	2,371	14,9	5,773	6,2	5,491	6,6	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) En caso de que todavía no se hayan publicado los datos anuales y trimestrales de la encuesta de población activa, dichos datos se calculan como medias simples de los datos mensuales. En febrero de 2022 se publicaron por primera vez series temporales sin rupturas relativas a la zona del euro y la UE, tras la implementación del Reglamento por el que se establece un marco integrado para las estadísticas sociales europeas en 2021. Para más detalles sobre la corrección de rupturas, véase Eurostat (2024), «EU labour force survey – correction for breaks in time series», Statistics Explained, actualizado el 13 de septiembre de 2024.
2) Sin desestacionalizar.
3) La tasa de vacantes es igual al número de vacantes dividido por la suma de puestos de trabajo ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje. Los datos no están desestacionalizados y abarcan la industria, la construcción y los servicios (excluidos los hogares como empleadores y las organizaciones y organismos extraterritoriales).

2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor				Producción de servicios[1]	Matriculaciones de automóviles
	Total (excluida construcción)		Grandes sectores industriales					Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible		
	Total	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,4	-1,9	-2,4	-1,2	-1,5	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,9	-0,1	-0,1	-1,4	1,3	0,8	1,8	0,6	1,5	-0,1
2025	1,6	1,7	-0,7	1,1	5,4	1,0	2,2	2,4	1,5	3,2	2,4	2,0	1,1
2025 III TR	1,5	1,6	-0,7	1,0	5,0	0,6	2,6	2,0	0,9	2,9	1,6	2,4	6,3
IV TR	1,9	2,0	0,5	2,7	2,4	1,4	2,1	2,3	1,3	3,1	1,9	1,0	3,9
2026 I TR	-1,7	-2,1	-1,5	1,3	-7,9	2,5	-3,1	2,0	1,2	2,8	0,9	0,8	3,8
II TR	0,1	0,2	0,8	2,1	-4,0	1,6	0,1	1,5	1,4	2,6	-4,9	1,8	7,0
2026 Feb	-1,0	-1,1	-1,6	1,9	-5,3	1,3	-4,1	1,3	1,0	1,7	0,4	1,0	2,3
Mar	-2,8	-3,0	-1,1	1,9	-12,4	0,0	-0,4	2,4	0,9	3,8	1,3	0,4	7,7
Abr	0,4	0,4	0,7	3,5	-4,9	2,0	0,0	1,0	1,2	1,9	-4,8	1,7	5,3
May	-0,1	-0,1	1,2	2,9	-6,4	1,8	0,7	2,0	2,2	3,0	-5,7	2,3	7,3
Jun	0,1	0,2	0,4	0,1	-0,7	0,9	-0,7	1,4	0,7	2,8	-4,2	1,5	8,5
Jul	-	-	-	-	-	-	-	0,6	1,6	0,2	-3,1	-	-
tasas de variación intermensual (d.)													
2026 Feb	0,3	0,8	0,5	1,0	1,3	-2,2	-0,5	-0,4	-0,5	-0,5	0,1	-0,3	2,2
Mar	0,4	0,5	0,9	1,4	-4,3	-1,8	1,9	0,9	0,0	1,6	1,0	0,2	2,5
Abr	0,3	0,4	0,7	-0,3	2,7	-0,2	-0,1	-0,4	0,7	-0,6	-3,5	0,5	0,1
May	0,3	0,2	-0,2	0,5	2,8	2,6	0,2	0,3	0,4	0,5	-1,7	0,7	0,6
Jun	0,0	-0,1	-0,8	-1,4	2,7	1,5	-1,3	0,2	-0,6	0,5	1,8	-0,3	1,5
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-0,6	0,4	-1,4	-0,8	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (col. 13).
1) Excluidos comercio y servicios financieros.

2 Actividad económica

2.6 Encuestas de opinión
(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios	
		Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-22	117,7	14,3	38,7	-6,3	9,1	3,7	17,2	-
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 IV TR	97,0	-8,6	77,9	-13,0	-1,5	-6,6	4,9	89,9
2026 I TR	98,1	-7,0	78,0	-13,7	-1,9	-6,3	6,0	89,8
II TR	94,5	-7,6	78,2	-19,0	-3,9	-9,8	3,6	90,0
III TR	-	-	78,3	-	-	-	-	90,1
2026 Mar	96,8	-6,9	-	-16,3	-2,2	-7,5	5,6	-
Abr	93,7	-7,5	78,2	-20,5	-2,9	-9,7	2,7	90,0
May	94,2	-7,7	-	-18,9	-4,0	-10,5	3,8	-
Jun	95,6	-7,5	-	-17,6	-4,8	-9,2	4,5	-
Jul	97,1	-6,1	78,3	-15,9	-5,2	-6,8	5,1	90,1
Ago	98,4	-5,3	-	-15,5	-5,0	-5,7	5,8	-

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8) y S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).
Nota: Los datos de la zona del euro incluyen a Bulgaria.

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto[2]	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios[3]	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento[4]	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada)[1]		Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto		Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,1	84,3	1,3	1,9	2,4	4,0	1,6	37,6	6,3	68,5	1,9	3,4	1,0
2024	14,9	81,4	2,3	2,2	-7,5	5,6	4,7	36,0	4,7	67,1	1,9	0,9	1,0
2025	14,7	81,2	0,9	2,6	3,0	5,0	4,5	35,9	4,3	65,5	2,2	6,5	1,4
2025 II TR	14,9	81,3	1,3	2,7	0,2	5,5	5,2	35,9	4,2	66,5	2,6	11,7	1,7
III TR	14,8	81,3	0,4	2,6	5,0	4,9	4,8	35,8	4,3	66,1	2,3	5,6	1,5
IV TR	14,7	81,2	1,0	2,6	6,3	5,0	4,5	35,9	4,3	65,5	2,2	2,0	1,4
2026 I TR	14,6	81,0	0,7	2,9	5,4	3,9	3,2	35,7	4,5	65,6	2,2	0,6	1,4

Fuentes: BCE y Eurostat.
1) Basada en importes acumulados de cuatro trimestres del ahorro, del endeudamiento y de la renta disponible bruta (ajustada por la variación de los derechos por pensiones).
2) Activos financieros (netos de pasivos financieros) y activos no financieros. Los activos no financieros se componen principalmente de riqueza inmobiliaria (construcciones residenciales y terrenos). También incluyen los activos no financieros de las empresas no constituidas en sociedad clasificadas en el sector hogares.
3) La tasa de beneficios es el cociente entre la renta empresarial bruta (equivalente, en general, al flujo de efectivo) y el valor añadido bruto.
4) Definida como préstamos consolidados y pasivos materializados en valores representativos de deuda.

2 Actividad económica

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

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

	Cuenta corriente											Cuenta de capital[1)]	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria			
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2025 III TR	1.483,9	1.427,0	56,9	723,7	633,1	387,6	358,1	323,8	339,7	48,8	96,1	24,5	22,3
IV TR	1.495,4	1.432,4	63,0	712,7	636,7	391,2	345,6	343,2	346,7	48,3	103,5	42,2	20,5
2026 I TR	1.526,6	1.448,7	78,0	714,1	653,2	405,8	367,6	356,4	326,2	50,4	101,6	37,0	26,8
II TR	1.580,2	1.501,8	78,5	760,5	706,4	411,9	366,4	359,2	331,7	48,6	97,3	21,9	13,5
2026 Ene	505,0	466,2	38,8	234,4	205,0	135,6	121,3	118,2	106,4	16,8	33,5	15,2	13,7
Feb	512,5	487,3	25,2	240,3	219,2	135,2	124,3	119,8	110,4	17,2	33,4	10,4	8,2
Mar	509,2	495,1	14,1	239,3	228,9	135,1	122,1	118,4	109,4	16,4	34,6	11,4	4,9
Abr	523,4	505,9	17,5	252,5	234,2	135,9	120,8	118,3	118,6	16,6	32,2	6,7	3,8
May	526,6	500,8	25,8	252,2	234,7	138,3	123,6	120,6	109,6	15,5	32,8	7,3	5,5
Jun	530,3	495,1	35,1	255,8	237,5	137,6	122,0	120,3	103,4	16,5	32,3	8,0	4,1
transacciones acumuladas de 12 meses													
2026 Jun	6.086,2	5.809,9	276,3	2.911,0	2.629,4	1.596,5	1.437,7	1.382,5	1.344,3	196,1	398,5	125,6	83,0
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB													
2026 Jun	37,5	35,8	1,7	17,9	16,2	9,8	8,9	8,5	8,3	1,2	2,5	0,8	0,5

Fuente: BCE.
1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

2.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro[1)], en términos nominales y reales por grupos de productos[2)]

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
			Total				Pro memoria:	Total				Pro memoria:	
	Exportaciones	Importaciones	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manufacturas	Petróleo
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2025 III TR	1,4	2,5	724,4	340,0	145,8	222,7	600,6	698,4	380,3	121,4	179,2	514,2	64,6
IV TR	0,3	0,5	719,2	332,0	145,0	223,7	592,5	695,1	375,4	124,0	175,9	518,6	57,6
2026 I TR	-6,3	-0,9	726,0	341,7	144,7	220,7	589,8	709,8	389,2	127,8	177,1	520,2	64,9
II TR	6,3	10,9	766,8	.	.	.	619,5	771,2	.	.	.	540,4	.
2026 Ene	-7,3	-7,3	238,5	112,2	47,5	73,4	195,2	227,6	122,8	41,6	57,6	169,4	18,9
Feb	-6,6	-2,2	240,7	113,0	47,8	73,4	196,5	234,6	129,6	42,0	58,4	173,0	19,4
Mar	-5,3	6,4	246,8	116,6	49,4	73,8	198,1	247,6	136,7	44,3	61,1	177,8	26,7
Abr	4,6	9,5	254,1	122,2	50,5	74,9	204,8	254,1	143,4	44,7	60,0	177,5	32,3
May	-0,1	10,1	255,2	120,1	50,6	78,0	207,0	261,3	147,3	45,3	63,1	182,3	33,6
Jun	14,4	13,1	257,6	.	.	.	207,7	255,7	.	.	.	180,6	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2025 II TR	-2,7	1,4	93,7	86,8	89,6	108,7	93,6	101,1	95,4	101,7	111,9	101,8	135,5
III TR	0,2	3,5	94,6	87,5	95,1	105,7	94,9	102,4	96,6	104,6	112,2	103,2	140,7
IV TR	-0,9	2,8	92,2	84,1	91,8	105,6	91,7	102,7	95,6	106,4	111,0	104,3	141,2
2026 I TR	-5,5	1,0	92,2	84,6	92,6	104,8	90,9	101,7	95,0	106,6	110,9	103,2	145,4
2025 Dic	2,7	9,1	90,9	82,5	91,3	104,5	90,6	103,4	96,3	106,2	112,2	106,1	146,4
2026 Ene	-6,9	-3,9	91,2	82,9	92,1	105,3	91,0	99,3	91,1	103,1	108,7	100,9	139,6
Feb	-5,0	0,5	92,8	85,9	92,8	105,3	92,0	102,1	95,8	106,2	109,9	103,3	145,0
Mar	-4,7	6,0	92,6	85,0	92,9	103,9	89,7	103,7	98,2	110,6	114,1	105,4	151,7
Abr	1,7	2,5	95,0	88,9	94,6	105,0	93,7	102,5	96,5	109,4	111,4	103,8	148,4
May	-5,6	-0,6	93,3	85,4	95,5	104,8	92,5	102,9	97,1	107,3	112,3	103,7	161,0

Fuente: BCE.
1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 2.8) y el comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 2.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.
2) Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

3 Precios y costes

3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo[1)]

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior)[2)]						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Bienes industriales no energéticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios administrados
		Total	Total, excluidos energía y alimentos										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2026	100,0	100,0	72,0	53,2	46,8	100,0	13,8	5,1	25,2	9,0	46,8	87,5	12,5
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 III TR	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
IV TR	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,9	2,0	2,3
2026 I TR	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,8	0,2	3,3	0,7	2,0	2,2
II TR	103,1	3,0	2,4	2,8	3,2	1,1	0,0	0,7	0,3	6,3	0,9	3,0	3,2
2026 Mar	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,0	0,3	0,0	7,0	0,3	2,6	2,5
Abr	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,7	0,2	3,0	0,3	3,0	3,0
May	103,1	3,2	2,6	2,9	3,5	0,0	0,0	-0,4	0,1	-1,2	0,2	3,2	3,2
Jun	103,0	2,8	2,4	2,3	3,2	-0,1	0,0	-0,5	-0,1	-1,8	0,3	2,7	3,3
Jul	103,2	2,9	2,5	2,6	3,3	0,5	0,1	0,0	0,4	2,7	0,2	2,9	3,6
Ago	103,7	3,3	2,4	-	3,0	0,4	0,1	0,5	0,3	2,9	0,1	-	-

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comunicaciones	Recreativos y personales	Varios
	Total	Alimentos elaborados	Alimentos no elaborados	Total	Bienes industriales no energéticos	Energía	Total	Alquileres				
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
% del total en 2026	18,9	13,8	5,1	34,2	25,2	9,0	9,6	5,8	6,8	2,1	18,2	10,0
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 III TR	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
IV TR	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2026 I TR	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2
II TR	1,9	1,2	3,9	3,2	0,8	10,1	3,1	2,7	3,6	1,4	3,4	3,1
2026 Mar	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,6	3,2
Abr	2,4	1,6	4,6	3,5	0,8	10,8	3,1	2,7	2,7	0,9	3,2	3,1
May	1,9	1,1	4,0	3,5	0,9	10,8	3,1	2,7	4,5	1,7	3,6	3,1
Jun	1,5	0,9	3,1	2,8	0,7	8,5	3,1	2,7	3,7	1,6	3,3	3,1
Jul	1,2	0,7	2,4	3,5	0,9	10,3	3,1	2,7	4,0	2,0	3,3	2,9
Ago	1,2	0,6	2,7	-	1,2	14,3	-	-	-	-	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
2) En mayo de 2016, el BCE empezó a publicar nuevas series desestacionalizadas del IAPC de la zona del euro, tras una revisión del método de desestacionalización descrita en el recuadro 1 del *Boletín Económico* 3/2016 del BCE (https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1603.pdf#page=20).
3) Estimación de avance.

3 Precios y costes

3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción[1]										Construcción[2]	Precios de los inmuebles residenciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales[3]
	Total (índice: 2021 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía						Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,0	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,2	-4,7
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,3	2,3
2025 III TR	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,2	1,7
IV TR	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,8	5,1	1,9
2026 I TR	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	4,7	-
II TR	129,9	5,1	5,8	2,7	5,2	2,3	0,7	-1,0	2,1	11,7	3,3	-	-
2026 Feb	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
Mar	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
Abr	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,2	0,8	-0,8	1,9	12,4	-	-	-
May	130,1	5,9	6,2	2,8	5,5	2,3	0,7	-1,0	2,2	14,0	-	-	-
Jun	129,7	4,6	5,1	3,0	6,1	2,3	0,5	-1,2	2,3	8,8	-	-	-
Jul	131,8	5,8	5,8	3,1	6,3	2,6	0,4	-1,2	2,4	12,9	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y cálculos del BCE basados en datos de MSCI y fuentes nacionales (col. 13).
1) Únicamente ventas interiores.
2) Precios de producción de los edificios residenciales.
3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).
Nota: Los datos de la zona del euro que se presentan en las columnas 1 a 12 incluyen a Bulgaria.

3.3 Precios de las materias primas y deflactores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflactores del PIB								Precios del petróleo (Brent - contado, dólares USA)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)					
	Total (d.; índice: 2020 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones[1]	Importaciones[1]		Ponderados por las importaciones[2]			Ponderados por el destino[2]		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
% del total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6
2023	114,1	6,3	4,9	6,3	3,9	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,2	-14,1	-12,3	-14,0	-14,6	-13,4
2024	117,4	2,9	2,4	2,4	2,8	1,9	0,8	-0,3	82,0	2,7	2,5	3,0	3,7	3,9	3,5
2025	120,2	2,4	2,3	2,1	3,2	1,9	0,4	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 III TR	120,4	2,4	2,3	2,1	2,9	1,8	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
IV TR	121,5	2,6	2,5	2,3	3,4	2,0	-0,4	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,7	-2,8
2026 I TR	122,0	2,4	2,0	2,2	2,4	2,1	0,6	-0,4	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-7,9	-14,5	-0,9
II TR	122,8	2,4	2,6	3,0	2,5	2,9	3,9	4,3	109,4	6,2	-5,7	16,6	5,3	-3,2	14,4
2026 Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,4	4,0	-3,5	-7,7	0,8
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,5	-8,1	15,9	4,0	-4,3	13,1
May	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,6	-6,8	18,6	6,0	-3,3	15,9
Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	86,0	7,6	-1,8	15,5	6,0	-1,9	14,1
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	82,4	9,8	8,9	10,6	7,7	6,1	9,2
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	93,7	8,5	4,9	11,3	6,5	3,7	9,2

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y LSEG (London Stock Exchange Group) (col. 9).
1) Los deflactores de las exportaciones y de las importaciones se refieren a los bienes y servicios e incluyen el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.
2) Ponderados por las importaciones: ponderados en función de la media de la estructura de las importaciones en el período 2009-2011; ponderados por el destino: ponderados en función de la media de la estructura de la demanda interna en el período 2009-2011.

3 Precios y costes

3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios
(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los preciosd e consumo en los 12 meses anteriores
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción	
	1	2	3	4	5
1999-22	47,4	49,5	25,1	39,7	67,3
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 III TR	8,1	17,0	13,5	3,1	48,0
IV TR	10,3	17,9	13,6	7,9	48,4
2026 I TR	14,3	18,3	14,6	8,8	46,7
II TR	26,1	27,0	16,3	16,5	56,5
2026 Mar	19,6	20,3	15,0	11,1	47,5
Abr	29,6	27,6	17,6	19,2	56,5
May	26,5	26,9	16,6	17,1	57,4
Jun	22,2	26,6	14,7	13,3	55,5
Jul	17,8	22,6	13,7	9,1	53,8
Ago	16,4	22,1	14,1	8,4	54,9

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros).

3.5 Índices de costes laborales
(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados[1)]
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,6	4,9	4,7	5,5	5,2	4,2	4,3
2024	115,8	4,7	4,7	4,7	4,7	4,6	4,6
2025	120,2	3,7	3,6	4,1	3,9	3,4	2,8
2025 III TR	116,2	3,4	3,3	3,9	3,5	3,4	2,0
IV TR	127,2	3,7	3,4	4,5	3,5	4,1	2,9
2026 I TR	116,1	3,2	3,4	2,8	3,2	3,3	2,6
II TR	128,7	3,1	3,1	3,1	3,4	3,1	2,4

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
1) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

3 Precios y costes

3.6 Costes laborales unitarios, remuneración del factor trabajo y productividad del trabajo

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario; datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Costes laborales unitarios												
2023	109,6	6,5	6,5	8,4	4,9	7,8	1,1	10,6	3,0	6,2	5,3	3,8
2024	114,3	4,3	3,9	3,2	6,2	5,0	3,9	5,7	1,8	4,3	4,3	4,3
2025	118,1	3,3	0,5	2,4	4,5	3,0	-0,1	4,1	4,3	4,0	4,2	4,5
2025 III TR	118,3	3,4	0,1	3,1	4,0	3,0	-0,3	3,9	5,3	3,7	4,0	6,1
IV TR	119,3	3,3	0,9	3,0	2,9	2,6	-0,9	3,3	3,8	3,3	4,5	3,7
2026 I TR	120,3	3,5	2,8	5,9	4,6	2,8	-0,6	4,1	4,1	3,4	3,3	3,9
II TR	120,7	2,6	0,8	2,2	4,7	2,4	-0,4	3,6	3,2	2,6	3,0	2,9
Remuneración por asalariado												
2023	115,1	5,3	4,7	5,8	4,9	5,6	4,4	6,5	3,5	6,0	4,8	5,7
2024	120,3	4,6	5,3	4,2	4,2	4,3	4,2	5,0	3,9	4,7	4,8	5,4
2025	125,0	3,8	4,3	3,7	4,0	3,8	4,1	3,3	3,0	4,0	4,0	3,7
2025 III TR	125,5	3,9	4,0	4,0	3,9	3,9	4,6	3,1	3,8	4,0	3,8	4,5
IV TR	126,7	3,7	3,5	3,6	3,4	3,7	4,1	3,5	4,3	3,2	4,2	3,1
2026 I TR	127,6	3,5	3,5	3,3	3,1	3,8	4,5	3,3	4,6	3,9	3,3	4,1
II TR	128,7	3,3	3,3	3,6	3,5	3,2	4,8	3,0	3,7	3,4	3,0	3,3
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2023	105,0	-1,1	-1,7	-2,4	0,0	-2,1	3,3	-3,7	0,6	-0,2	-0,5	1,8
2024	105,3	0,2	1,4	1,1	-1,9	-0,7	0,3	-0,7	2,1	0,4	0,5	1,0
2025	105,8	0,5	3,7	1,3	-0,5	0,8	4,2	-0,8	-1,2	0,0	-0,2	-0,7
2025 III TR	106,0	0,5	3,9	0,9	-0,1	0,9	4,9	-0,7	-1,4	0,3	-0,2	-1,5
IV TR	106,1	0,4	2,6	0,5	0,4	1,0	5,1	0,1	0,5	-0,1	-0,3	-0,6
2026 I TR	106,0	0,0	0,7	-2,5	-1,4	0,9	5,1	-0,7	0,5	0,4	0,0	0,3
II TR	106,5	0,7	2,5	1,4	-1,1	0,8	5,2	-0,6	0,4	0,8	0,0	0,4
Remuneración por hora trabajada												
2023	108,7	4,9	4,5	5,6	4,6	5,2	4,3	6,3	3,6	5,5	4,3	4,7
2024	113,2	4,2	5,0	4,1	4,3	3,9	3,9	4,6	3,3	3,6	4,4	4,9
2025	118,0	4,2	4,7	4,2	4,3	4,3	4,5	3,9	4,3	4,5	4,3	3,1
2025 III TR	118,0	3,9	5,1	3,9	4,0	3,8	5,1	3,8	4,5	4,2	3,7	3,9
IV TR	119,0	3,8	3,8	3,6	3,7	4,1	4,0	3,6	6,4	3,3	4,2	2,3
2026 I TR	120,0	3,5	4,0	3,0	3,9	3,8	4,7	3,8	5,3	3,7	3,0	3,9
II TR	121,1	3,3	3,4	3,3	3,8	2,9	4,8	3,4	4,0	3,0	3,1	4,2
Productividad del trabajo por hora												
2023	99,0	-1,3	-1,0	-2,6	0,1	-2,1	3,2	-3,8	0,7	-0,5	-0,9	0,9
2024	98,9	-0,1	0,7	1,0	-1,9	-0,9	-0,1	-0,9	1,4	-0,3	0,0	0,5
2025	99,9	1,0	4,7	1,9	-0,1	1,5	4,4	-0,3	-0,5	0,3	0,1	-1,3
2025 III TR	99,7	0,6	4,8	0,8	0,0	1,1	5,1	-0,3	-2,1	0,1	-0,2	-2,2
IV TR	99,7	0,6	3,4	0,6	0,7	1,5	4,8	0,2	2,3	0,0	-0,2	-1,0
2026 I TR	99,8	0,1	1,1	-2,8	-0,8	0,9	5,1	-0,2	0,9	0,4	-0,2	0,2
II TR	100,3	0,6	2,1	1,0	-1,3	0,6	5,2	-0,2	0,4	0,5	0,2	1,3

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

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

	Zona del euro[1)]					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,24	0,47
2026 Mar	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73
Abr	1,93	1,97	2,18	2,45	2,75	3,64	0,73
May	1,93	1,96	2,23	2,54	2,80	3,59	0,73
Jun	2,04	2,15	2,34	2,60	2,80	3,63	0,84
Jul	2,18	2,21	2,43	2,65	2,86	3,62	0,98
Ago	2,19	2,22	2,51	2,71	2,95	3,64	0,98

Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos *forward* instantáneos			
	Zona del euro[1), 2)]					Zona del euro[1), 2)]	Estados Unidos	Diferenciales Japón	Zona del euro[1), 2)]			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años – 1 año	10 años – 1 año	10 años – 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 Mar	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75
Abr	2,20	2,51	2,61	2,73	3,09	0,59	0,72	1,40	2,72	2,68	3,05	3,77
May	2,20	2,41	2,50	2,65	3,02	0,60	0,72	1,54	2,57	2,59	2,99	3,69
Jun	2,28	2,43	2,48	2,58	2,92	0,49	0,54	1,47	2,53	2,51	2,88	3,57
Jul	2,38	2,65	2,76	2,89	3,23	0,58	0,73	1,52	2,86	2,87	3,18	3,88
Ago	2,42	2,71	2,86	3,01	3,34	0,63	0,68	1,44	2,96	3,01	3,29	3,98

Fuente: Cálculos del BCE.
1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
2) Cálculos del BCE basados en datos brutos facilitados por Euro MTS Ltd y en calificaciones crediticias proporcionadas por Fitch Ratings.

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

	Índices Dow Jones EURO STOXX												Estados Unidos	Japón
	Referencia		Principales índices sectoriales											
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Energéticas	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025	565,6	5.396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1.153,7	1.104,9	444,9	356,1	855,9	6.216,9	41.794,2
2026 Mar	606,2	5.693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1.194,9	1.213,6	561,9	402,5	821,8	6.654,4	53.964,9
Abr	629,5	5.880,4	1.051,6	239,5	154,3	214,2	382,8	1.235,8	1.252,9	584,3	400,3	829,5	6.957,0	57.245,8
May	638,1	5.942,2	1.048,2	237,5	155,1	217,8	384,9	1.246,4	1.374,0	569,6	426,2	786,0	7.412,6	62.773,7
Jun	659,8	6.179,0	1.056,2	246,0	158,3	204,8	402,7	1.262,5	1.548,9	576,0	419,6	805,5	7.450,0	68.340,5
Jul	666,9	6.291,7	1.077,7	244,7	164,9	200,9	429,7	1.265,1	1.477,6	589,3	381,8	841,0	7.481,3	66.505,6
Ago	682,1	6.483,6	1.101,9	242,4	161,5	208,5	450,1	1.320,7	1.502,2	570,6	385,2	844,3	7.711,3	66.377,8

Fuente: LSEG.

4 Evolución de los mercados financieros

4.4 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a los hogares y a sus depósitos (nuevas operaciones)[1), 2)]

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

	Depósitos				Créditos renovables y descubiertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empresarios individuales y sociedades sin personalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE[3)]		Por período inicial de fijación del tipo de interés				TAE[3)]	Indicador sintético del coste de financiación
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años	Más de 10 años		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2025 Ago	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sep	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,75	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Oct	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dic	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Ene	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
Feb	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37
Mar	0,26	1,17	1,84	2,27	7,30	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35
Abr	0,26	1,17	1,88	2,40	7,23	16,44	7,11	7,65	8,34	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44
May	0,27	1,17	1,93	2,37	7,19	16,42	7,18	7,67	8,43	4,38	3,60	3,46	3,65	3,32	3,76	3,48
Jun	0,28	1,17	2,06	2,55	7,29	16,47	7,20	7,54	8,22	4,35	3,65	3,52	3,67	3,34	3,77	3,51
Jul[(p)]	0,28	1,18	2,12	2,57	7,32	16,49	7,45	7,61	8,32	4,48	3,69	3,57	3,73	3,36	3,81	3,54

Fuente: BCE.
1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
2) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
3) Tasa anual equivalente (TAE).

4.5 Tipos de interés aplicados por las IFM a los préstamos y créditos a las sociedades no financieras y a sus depósitos (nuevas operaciones)[1), 2)]

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

	Depósitos			Créditos renovables y descubiertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón de euros			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2025 Ago	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sep	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,14	3,39	3,61	3,50
Oct	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,33	3,55	3,50
Dic	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,31	3,54	3,60	3,57
2026 Ene	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,58	3,41	3,71	3,30	3,45	3,57	3,57
Feb	0,52	1,90	2,36	3,66	3,66	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,15	3,62	3,51
Mar	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,51	3,71	3,28	3,55	3,59	3,59
Abr	0,54	1,99	2,72	3,70	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62
May	0,53	2,03	2,61	3,71	3,78	4,47	5,09	3,64	3,74	3,88	3,28	3,57	3,75	3,64
Jun	0,59	2,20	2,66	3,83	3,91	4,46	5,05	3,72	3,76	3,89	3,56	3,67	3,77	3,79
Jul[(p)]	0,60	2,25	2,83	3,87	3,83	4,43	4,99	3,84	3,83	3,92	3,49	3,84	3,83	3,80

Fuente: BCE.
1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras.

4 Evolución de los mercados financieros

4.6 Valores representativos de deuda emitidos por residentes en la zona del euro, por sector emisor y plazo[1)]

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas						
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas	
			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central
			Total	FVC						Total	FVC			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Corto plazo														
2023	1.575,2	623,6	164,6	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.600,6	581,1	206,4	119,9	71,3	741,8	674,7	517,3	206,4	133,6	103,9	40,1	137,2	110,2
2025	1.617,6	575,6	218,6	134,5	77,6	745,8	662,7	555,2	226,7	151,9	120,2	42,0	134,7	107,8
2026 Feb	1.690,3	622,5	222,1	126,7	92,5	753,2	659,4	557,8	230,9	153,5	117,1	41,3	132,1	99,9
Mar	1.667,4	580,0	222,8	129,8	90,9	773,7	682,6	625,9	234,7	173,7	136,8	48,2	169,2	144,4
Abr	1.666,5	577,1	202,7	109,5	100,6	786,0	700,2	629,3	222,1	171,0	127,5	62,3	173,9	144,8
May	1.674,2	577,3	205,2	107,6	97,2	794,5	710,0	588,0	213,9	171,7	123,5	53,0	149,4	123,8
Jun	1.730,1	613,1	209,2	104,5	93,4	814,5	730,9	657,1	254,4	189,8	135,0	55,0	158,0	137,2
Jul	1.708,2	601,0	212,8	101,1	93,1	801,3	726,8	632,0	233,5	190,3	137,1	51,3	157,0	134,6
Largo plazo														
2023	19.445,4	4.456,3	3.255,6	1.429,7	1.544,6	10.188,9	9.449,7	322,0	93,4	68,3	31,0	21,2	139,2	130,7
2024	20.544,5	4.773,1	3.537,9	1.523,8	1.635,1	10.598,4	9.826,3	350,6	89,2	85,9	35,2	27,0	148,6	137,9
2025	21.428,3	4.888,9	3.793,2	1.692,7	1.738,9	11.007,3	10.214,2	384,1	93,0	102,4	44,7	31,1	157,7	146,6
2026 Feb	22.001,2	4.991,5	3.824,7	1.690,9	1.773,5	11.411,6	10.584,2	387,4	88,4	87,7	32,8	23,1	188,3	174,3
Mar	21.698,8	4.939,6	3.816,9	1.711,2	1.730,3	11.212,0	10.394,8	443,9	113,4	128,4	64,1	20,8	181,2	163,9
Abr	21.756,7	5.003,1	3.806,6	1.688,0	1.747,1	11.199,9	10.382,3	438,3	129,1	93,8	36,3	34,1	181,3	170,8
May	22.005,3	5.043,9	3.859,7	1.707,0	1.773,3	11.328,4	10.499,1	439,7	113,5	103,7	37,2	45,2	177,3	164,8
Jun	22.307,4	5.123,7	3.894,5	1.728,3	1.797,1	11.492,1	10.646,3	512,6	149,1	112,9	45,7	45,2	205,4	188,8
Jul	22.171,9	5.149,1	3.898,0	1.728,9	1.783,8	11.341,0	10.508,9	425,3	143,5	95,8	29,3	26,9	159,1	153,0

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

4.7 Tasas de crecimiento interanual y saldos vivos de valores representativos de deuda y acciones cotizadas[1)]

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

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM			Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Instituciones financieras distintas de IFM		Sociedades no financieras	Total	de las cuales, Administración Central				
			Total	FVC							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Saldo vivo											
2023	21.020,5	5.079,9	3.420,2	1.534,3	1.629,9	10.890,6	10.108,8	9.642,3	625,3	1.386,1	7.630,4
2024	22.145,1	5.354,2	3.744,3	1.643,7	1.706,4	11.340,1	10.501,0	10.147,6	753,4	1.586,2	7.807,6
2025	23.045,9	5.464,5	4.011,8	1.827,2	1.816,5	11.753,2	10.876,9	11.702,7	1.315,7	1.850,5	8.536,0
2026 Feb	23.691,6	5.614,0	4.046,8	1.817,5	1.865,9	12.164,8	11.243,5	12.301,8	1.320,4	1.872,6	9.108,3
Mar	23.366,3	5.519,6	4.039,7	1.841,0	1.821,3	11.985,7	11.077,4	11.330,9	1.177,3	1.770,7	8.382,4
Abr	23.423,2	5.580,3	4.009,3	1.797,5	1.847,8	11.985,9	11.082,5	11.922,0	1.269,2	1.840,8	8.811,5
May	23.679,4	5.621,2	4.064,9	1.814,7	1.870,5	12.122,8	11.209,1	12.297,7	1.328,6	1.841,6	9.127,1
Jun	24.037,5	5.736,7	4.103,7	1.832,7	1.890,4	12.306,6	11.377,2	12.600,3	1.425,3	1.927,5	9.247,0
Jul	23.880,1	5.750,1	4.110,8	1.830,0	1.876,9	12.142,3	11.235,7	12.591,0	1.499,3	1.978,5	9.112,8
Tasa de crecimiento											
2025 Dic	5,3	3,3	10,1	12,6	4,1	4,9	4,9	0,1	2,9	-1,7	0,1
2026 Ene	5,5	3,3	9,8	11,4	4,8	5,3	5,1	0,2	2,6	-0,6	0,0
Feb	5,4	3,8	9,3	10,8	4,9	5,0	4,8	0,2	2,3	-0,9	0,1
Mar	5,4	2,9	9,3	10,9	4,3	5,5	5,5	0,3	2,3	-0,6	0,3
Abr	5,4	5,1	7,5	7,3	4,7	4,9	4,9	0,2	1,6	-1,0	0,3
May	5,1	3,9	7,5	8,0	3,6	5,2	5,2	0,2	1,6	-1,0	0,3
Jun	5,5	4,8	6,8	6,0	3,8	5,6	5,5	0,4	1,2	-0,5	0,4
Jul	5,6	5,8	6,5	5,2	3,7	5,5	5,6	0,1	1,2	-0,9	0,2

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

4 Evolución de los mercados financieros

4.8 Tipos de cambio efectivos[1)]
(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-17						TCE-40	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,6	98,0	88,9	58,1	87,7	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,4	56,6	88,7	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,7	54,8	91,2	128,3	96,1
2025 III TR	102,1	97,7	102,1	93,3	55,4	93,1	130,8	97,8
IV TR	101,9	97,4	101,9	93,3	55,1	93,0	130,7	97,5
2026 I TR	101,4	97,2	101,6	92,8	54,8	92,9	130,3	97,2
II TR	100,8	96,9	100,9	-	-	-	129,7	96,7
2026 Mar	100,8	96,8	101,4	-	-	-	129,6	96,8
Abr	101,3	97,6	102,1	-	-	-	130,2	97,4
May	100,8	96,9	101,0	-	-	-	129,7	96,7
Jun	100,3	96,4	99,8	-	-	-	129,0	96,1
Jul	99,9	96,3	99,1	-	-	-	128,7	96,1
Ago	100,4	97,0	99,4	-	-	-	129,6	96,9
Tasa de variación respecto al mes anterior								
2026 Ago	0,5	0,7	0,3	-	-	-	0,7	0,8
Tasa de variación respecto al año anterior								
2026 Ago	-1,6	-0,6	-2,5	-	-	-	-0,8	-0,8

Fuente: BCE.
1) Para una definición de los grupos de socios comerciales e información adicional, véanse las notas técnicas en la sección «Methodology» del ECB Data Portal.

4.9 Tipos de cambio bilaterales
(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Renminbi chino	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	Esloti polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 III TR	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
IV TR	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2026 I TR	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
II TR	7,910	24,298	7,473	360,169	185,336	4,250	0,866	5,1919	10,886	0,919	1,163
2026 Mar	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
Abr	8,000	24,381	7,473	368,960	186,206	4,250	0,869	5,0991	10,835	0,921	1,171
May	7,935	24,313	7,473	358,231	184,710	4,241	0,866	5,2296	10,861	0,915	1,167
Jun	7,804	24,208	7,474	353,939	185,114	4,257	0,864	5,2421	10,955	0,921	1,152
Jul	7,737	24,207	7,475	359,468	185,539	4,318	0,854	5,2372	11,046	0,926	1,142
Ago	7,809	24,179	7,476	363,382	184,102	4,310	0,856	5,2493	11,023	0,936	1,159
Tasa de variación respecto al mes anterior											
2026 Ago	0,9	-0,1	0,0	1,1	-0,8	-0,2	0,3	0,2	-0,2	1,1	1,5
Tasa de variación respecto al año anterior											
2026 Ago	-6,4	-1,4	0,2	-8,3	7,2	1,1	-1,1	3,6	-1,2	-0,3	-0,3

Fuente: BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total[1)]			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2025 II TR	35.885,5	34.552,7	1.332,8	12.598,6	9.747,0	14.352,2	16.775,2	2,9	7.469,8	8.030,5	1.462,1	16.902,4
III TR	36.820,9	35.270,8	1.550,1	12.645,5	9.803,7	15.080,5	17.416,7	-11,4	7.484,0	8.050,5	1.622,2	17.013,6
IV TR	37.696,7	36.045,6	1.651,1	12.883,2	9.857,0	15.500,5	18.128,4	-3,2	7.541,3	8.060,2	1.774,9	16.959,7
2026 I TR	38.475,1	36.677,5	1.797,6	12.933,3	9.896,0	15.575,6	18.269,6	20,0	8.038,1	8.511,9	1.908,1	17.524,9
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2026 I TR	239,2	228,0	11,2	80,4	61,5	96,8	113,6	0,1	50,0	52,9	11,9	109,0
Transacciones												
2025 III TR	316,1	263,1	53,0	45,1	35,3	281,9	203,8	-4,4	-12,5	24,0	5,9	-
IV TR	406,9	312,2	94,7	209,4	-3,3	142,6	277,5	-24,3	70,5	38,0	8,6	-
2026 I TR	628,9	596,7	32,2	66,3	55,7	219,5	274,3	-11,4	348,8	266,7	5,7	-
II TR	605,6	558,5	47,1	31,5	-16,6	176,0	367,1	49,7	346,0	208,0	2,4	-
2026 Ene	370,7	356,0	14,7	10,7	-4,8	170,0	100,9	-23,6	212,6	259,9	1,1	-
Feb	305,3	283,9	21,4	15,4	14,7	112,0	132,3	-8,5	184,1	136,9	2,3	-
Mar	-47,1	-43,2	-3,9	40,2	45,8	-62,5	41,1	20,7	-47,9	-130,1	2,3	-
Abr	183,6	146,5	37,1	21,1	16,4	46,8	35,9	14,7	104,0	94,3	-3,0	-
May	198,5	198,7	-0,2	4,1	0,0	75,4	72,8	17,3	95,5	125,9	6,3	-
Jun	223,5	213,3	10,2	6,2	-32,9	53,7	258,4	17,8	146,6	-12,2	-0,8	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2026 Jun	1.957,4	1.730,5	226,9	352,4	71,1	820,0	1.122,8	9,6	752,8	536,7	22,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2026 Jun	12,1	10,7	1,4	2,2	0,4	5,1	6,9	0,1	4,6	3,3	0,1	-

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.1 Agregados monetarios[1)]

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

	M3											
	M2							M3-M2				Total
	M1			M2-M1			Total					
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total		Cesiones tempo-rales *(repos)*	Participa-ciones en fondos del mercado monetario	Valores representa-tivos de deuda hasta 2 años	Total	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Saldos vivos											
2023	1.534,0	8.811,6	10.345,6	2.305,6	2.451,9	4.757,5	15.103,1	183,5	743,6	69,4	996,6	16.099,7
2024	1.554,5	9.036,5	10.591,0	2.544,5	2.456,1	5.000,6	15.591,6	253,8	885,7	33,2	1.172,7	16.764,3
2025	1.587,5	9.503,0	11.090,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.075,2	257,4	855,7	11,8	1.125,0	17.200,2
2025 III TR	1.574,9	9.328,1	10.903,0	2.348,8	2.543,7	4.892,6	15.795,6	258,6	922,6	12,3	1.193,5	16.989,1
IV TR	1.587,5	9.503,0	11.090,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.075,2	257,4	855,7	11,8	1.125,0	17.200,2
2026 I TR	1.602,1	9.676,0	11.278,1	2.422,7	2.574,0	4.996,7	16.274,8	223,3	900,9	40,3	1.164,4	17.439,2
II TR[(p)]	1.609,3	9.715,4	11.324,7	2.516,1	2.576,2	5.092,3	16.416,9	233,4	916,5	48,1	1.198,1	17.615,0
2026 Feb	1.598,0	9.615,3	11.213,3	2.435,6	2.574,5	5.010,2	16.223,5	206,9	884,1	19,0	1.109,9	17.333,4
Mar	1.602,1	9.676,0	11.278,1	2.422,7	2.574,0	4.996,7	16.274,8	223,3	900,9	40,3	1.164,4	17.439,2
Abr	1.602,9	9.676,0	11.278,9	2.445,6	2.579,5	5.025,1	16.304,0	200,8	900,7	44,0	1.145,4	17.449,4
May	1.606,4	9.690,1	11.296,5	2.472,7	2.580,6	5.053,3	16.349,8	213,3	911,4	48,7	1.173,5	17.523,3
Jun	1.609,3	9.715,4	11.324,7	2.516,1	2.576,2	5.092,3	16.416,9	233,4	916,5	48,1	1.198,1	17.615,0
Jul[(p)]	1.612,7	9.680,1	11.292,8	2.569,4	2.574,2	5.143,6	16.436,4	220,0	907,0	50,6	1.177,5	17.614,0
	Operaciones											
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6
2024	21,2	178,3	199,5	205,5	6,8	212,3	411,7	75,6	131,5	-36,4	170,7	582,4
2025	33,0	475,1	508,1	-123,3	101,4	-21,9	486,2	8,9	-5,2	-13,3	-9,6	476,6
2025 III TR	11,0	84,3	95,2	-52,6	29,2	-23,4	71,9	1,4	1,4	-13,3	-10,5	61,4
IV TR	12,6	139,9	152,6	56,6	21,1	77,7	230,3	-0,3	-34,2	2,2	-32,3	198,0
2026 I TR	7,0	89,9	96,9	-18,4	8,7	-9,7	87,2	-8,4	43,2	29,3	64,1	151,3
II TR[(p)]	7,2	24,2	31,4	92,1	2,2	94,3	125,7	13,1	12,6	1,7	27,4	153,1
2026 Feb	1,0	13,6	14,6	23,5	5,2	28,7	43,3	-24,4	24,8	-19,0	-18,6	24,7
Mar	4,1	53,3	57,4	-16,4	-0,7	-17,1	40,3	15,3	16,1	22,4	53,8	94,1
Abr	0,8	-6,1	-5,3	25,0	5,6	30,6	25,3	-21,8	-1,4	0,9	-22,4	3,0
May	3,5	11,1	14,6	26,5	1,1	27,7	42,2	12,4	9,9	2,1	24,4	66,6
Jun	2,9	19,3	22,1	40,6	-4,5	36,0	58,2	22,5	4,1	-1,3	25,3	83,5
Jul[(p)]	3,5	-33,5	-30,0	54,3	-2,0	52,3	22,3	-13,2	-10,3	2,0	-21,5	0,8
	Tasas de crecimiento											
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	1,9	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,4	-0,8	2,8
2025 III TR	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8
IV TR	2,1	5,3	4,8	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,6	-0,6	-52,4	-0,8	2,8
2026 I TR	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	26,8	4,1	3,2
II TR[(p)]	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,7	90,3	4,4	3,3
2026 Feb	2,0	5,1	4,6	-3,4	3,8	0,2	3,2	-10,4	0,5	-26,1	-2,4	2,8
Mar	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	4,0	3,5	26,8	4,1	3,2
Abr	2,3	4,2	3,9	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,7	3,3	31,2	0,9	2,8
May	2,4	3,9	3,7	-0,2	3,0	1,4	3,0	-3,1	3,4	45,1	3,2	3,0
Jun	2,4	3,6	3,5	3,2	2,4	2,8	3,3	2,4	2,7	90,3	4,4	3,3
Jul[(p)]	2,4	3,3	3,1	5,6	2,0	3,8	3,3	2,8	2,1	91,2	4,2	3,4

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.2 Depósitos en M3[1)]

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

	Sociedades no financieras[2)]					Hogares[3)]					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones[2)]	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas[4)]
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales *(repos)*	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales *(repos)*			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2023	3.318,2	2.403,6	772,2	130,9	11,6	8.406,5	5.105,8	1.014,1	2.285,3	1,3	1.258,9	226,7	542,4
2024	3.417,1	2.479,2	793,5	133,3	11,1	8.734,0	5.188,5	1.255,1	2.289,0	1,3	1.359,9	231,6	548,3
2025	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.989,8	5.472,0	1.136,3	2.380,2	1,3	1.472,1	224,2	553,2
2025 III TR	3.468,6	2.538,4	778,4	145,7	6,0	8.908,2	5.405,8	1.138,3	2.363,0	1,1	1.335,8	229,4	537,2
IV TR	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.989,8	5.472,0	1.136,3	2.380,2	1,3	1.472,1	224,2	553,2
2026 I TR	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.103,9	5.566,9	1.150,9	2.385,4	0,7	1.425,4	244,0	554,5
II TR[p)]	3.642,9	2.641,0	842,4	153,3	6,2	9.148,7	5.590,0	1.171,8	2.385,9	1,0	1.437,2	242,9	569,4
2026 Feb	3.557,7	2.610,2	790,3	152,5	4,6	9.087,2	5.553,7	1.147,8	2.384,9	0,9	1.376,6	244,2	566,6
Mar	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.103,9	5.566,9	1.150,9	2.385,4	0,7	1.425,4	244,0	554,5
Abr	3.572,1	2.612,7	800,6	153,6	5,3	9.138,5	5.587,2	1.159,6	2.390,9	0,8	1.400,8	237,1	553,3
May	3.606,9	2.623,7	823,4	153,8	6,0	9.145,2	5.589,4	1.164,9	2.389,9	0,9	1.387,4	245,0	572,3
Jun	3.642,9	2.641,0	842,4	153,3	6,2	9.148,7	5.590,0	1.171,8	2.385,9	1,0	1.437,2	242,9	569,4
Jul[p)]	3.654,7	2.626,7	869,6	151,7	6,7	9.172,9	5.591,3	1.194,7	2.385,9	0,9	1.397,0	238,3	580,8
Operaciones													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,8	-459,5	571,7	-98,9	0,5	-47,7	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,0	48,5	236,1	5,3	0,1	79,6	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,1	294,7	-116,4	83,9	-0,1	86,1	-4,9	3,0
2025 III TR	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	63,4	71,4	-35,9	27,8	0,0	-25,3	-3,8	-7,2
IV TR	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	81,2	66,4	-2,6	17,2	0,2	86,9	-5,0	14,6
2026 I TR	34,8	26,5	9,0	2,0	-2,8	57,0	52,8	-0,2	5,0	-0,6	-31,7	12,7	-1,0
II TR[p)]	74,3	14,8	55,6	0,9	3,1	33,6	12,0	20,8	0,4	0,4	18,3	-1,3	6,6
2026 Feb	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	23,4	17,4	2,7	3,3	-0,1	-18,4	4,5	-12,0
Mar	5,0	11,9	-5,3	-0,1	-1,5	16,7	13,7	2,7	0,5	-0,2	42,6	-0,6	-12,1
Abr	6,0	-12,1	14,8	1,2	2,2	25,4	10,7	9,1	5,4	0,2	-20,8	-6,6	-1,3
May	35,2	11,7	22,5	0,3	0,7	5,8	1,5	5,2	-0,9	0,1	-8,6	7,8	10,9
Jun	33,1	15,3	18,3	-0,6	0,2	2,4	-0,1	6,6	-4,1	0,1	47,7	-2,5	-3,0
Jul[p)]	12,9	-13,7	27,7	-1,5	0,5	24,6	1,6	23,1	0,0	-0,1	-38,8	-4,5	11,4
Tasas de crecimiento													
2023	-1,1	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,2	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	6,1	-2,1	0,5
2025 III TR	3,1	5,5	-5,6	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
IV TR	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	6,1	-2,1	0,5
2026 I TR	4,2	5,3	0,1	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
II TR[p)]	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,4
2026 Feb	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,0	5,5	-8,0	3,3	-19,1	1,5	4,0	3,3
Mar	4,2	5,3	0,1	9,7	-50,6	2,9	5,2	-7,1	3,1	-37,9	3,6	4,6	2,1
Abr	3,8	4,4	1,2	9,4	-24,6	3,0	4,9	-5,1	3,0	-8,4	0,4	-3,5	1,9
May	4,2	4,3	3,0	8,5	3,9	2,8	4,3	-3,6	2,6	-12,9	0,9	3,6	3,3
Jun	5,3	4,5	7,8	6,6	6,7	2,7	3,8	-1,5	2,2	-6,6	3,4	1,2	2,4
Jul[p)]	5,3	3,6	10,8	5,1	11,1	2,6	3,4	0,6	1,8	-4,4	4,1	3,8	3,8

Fuente: BCE.
1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
2) De conformidad con el SEC 2010, en diciembre de 2014, las sociedades *holding* de grupos no financieros se reclasificaron del sector de sociedades no financieras al de instituciones financieras. En las estadísticas del balance de las IFM, estas entidades se incluyen en el sector de instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones.
3) Incluidas las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.
4) Corresponde al sector de Administraciones Públicas, excluida la Administración Central.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.3 Activos frente a residentes en la zona del euro[1)]

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

	Activos frente a las Administraciones Públicas			Activos frente a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos						Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios
					Total		A sociedades no financieras[3)]	A hogares[4)]	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones[3)]	A empresas de seguros y fondos de pensiones		
					Total	Préstamos ajustados[2)]						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos												
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5
2024	6.251,2	986,9	5.238,4	15.788,1	13.258,0	13.502,0	5.189,5	6.678,6	1.250,9	139,0	1.578,8	951,2
2025	6.294,6	1.020,5	5.247,9	16.247,8	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,2	1.045,3
2025 III TR	6.287,7	1.017,1	5.244,5	16.020,7	13.447,1	13.719,9	5.243,5	6.808,9	1.258,7	136,1	1.567,0	1.006,6
IV TR	6.294,6	1.020,5	5.247,9	16.247,8	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,2	1.045,3
2026 I TR	6.307,8	1.047,9	5.233,6	16.420,8	13.798,8	14.069,7	5.357,1	6.932,2	1.357,1	152,4	1.571,8	1.050,2
II TR[(p)]	6.309,0	1.055,4	5.227,3	16.551,7	13.946,8	14.220,0	5.430,9	6.971,6	1.393,4	150,9	1.524,1	1.080,8
2026 Feb	6.327,9	1.045,0	5.256,7	16.393,4	13.744,2	14.007,8	5.335,7	6.918,8	1.337,1	152,5	1.585,6	1.063,6
Mar	6.307,8	1.047,9	5.233,6	16.420,8	13.798,8	14.069,7	5.357,1	6.932,2	1.357,1	152,4	1.571,8	1.050,2
Abr	6.271,1	1.049,0	5.195,8	16.404,2	13.820,5	14.092,4	5.380,5	6.938,0	1.353,8	148,1	1.529,2	1.054,5
May	6.306,2	1.049,2	5.230,7	16.478,4	13.886,0	14.159,6	5.405,0	6.956,2	1.375,3	149,4	1.530,7	1.061,7
Jun	6.309,0	1.055,4	5.227,3	16.551,7	13.946,8	14.220,0	5.430,9	6.971,6	1.393,4	150,9	1.524,1	1.080,8
Jul[(p)]	6.248,9	1.059,0	5.163,3	16.609,3	13.996,1	14.264,7	5.456,3	6.989,9	1.392,2	157,6	1.528,4	1.084,7
Operaciones												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1
2025	49,8	33,4	16,0	455,6	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,5	54,0
2025 III TR	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,6	26,9
IV TR	10,2	4,7	5,3	182,1	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,9	9,1
2026 I TR	14,5	25,0	-10,5	141,1	136,1	131,4	46,6	56,1	33,0	0,5	0,4	4,6
II TR[(p)]	-27,0	7,5	-34,5	117,8	161,0	163,4	75,9	54,2	32,3	-1,5	-50,5	7,3
2026 Feb	-61,3	5,2	-66,5	29,0	36,5	25,8	27,5	20,7	-13,0	1,3	-5,2	-2,3
Mar	26,4	2,5	24,0	40,7	53,8	61,8	19,8	17,9	16,4	-0,2	-9,7	-3,4
Abr	-40,6	1,2	-41,8	-7,7	37,3	38,6	22,1	19,1	0,3	-4,2	-42,8	-2,2
May	18,8	-0,6	19,4	70,1	67,2	69,3	26,3	19,0	20,7	1,3	-0,5	3,3
Jun	-5,1	6,8	-12,0	55,5	56,5	55,5	27,5	16,2	11,3	1,4	-7,2	6,2
Jul[(p)]	-31,0	3,2	-34,3	67,3	54,4	49,9	24,5	19,6	3,5	6,8	7,1	5,9
Tasas de crecimiento												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2025 III TR	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
IV TR	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026 I TR	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
II TR[(p)]	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
2026 Feb	0,1	4,4	-0,8	2,9	3,1	3,2	3,0	2,8	4,2	9,2	0,7	4,4
Mar	0,4	4,9	-0,4	3,1	3,3	3,4	3,1	2,9	5,8	8,1	0,6	4,1
Abr	-0,4	4,8	-1,4	2,9	3,3	3,4	3,3	2,9	4,9	5,2	-2,3	5,3
May	0,1	3,9	-0,7	3,2	3,7	3,8	3,8	3,0	6,7	5,0	-2,2	5,1
Jun	0,3	4,5	-0,6	3,2	3,8	3,8	4,1	3,0	7,1	1,2	-3,2	4,9
Jul[(p)]	-0,5	4,3	-1,4	3,5	4,1	4,1	4,4	3,1	7,7	11,1	-2,7	4,0

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro[1)]

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

	Sociedades no financieras[2)]					Hogares[3)]				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Total	Préstamos ajustados[4)]				Total	Préstamos ajustados[4)]			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,5	5.200,3	930,7	1.097,9	3.160,9	6.678,6	6.929,4	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,8	5.324,3	949,8	1.122,1	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2025 III TR	5.243,5	5.281,7	926,6	1.126,6	3.190,3	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
IV TR	5.294,8	5.324,3	949,8	1.122,1	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 I TR	5.357,1	5.383,6	966,3	1.142,1	3.248,6	6.932,2	7.188,0	796,4	5.465,3	670,4
II TR[p)]	5.430,9	5.466,1	983,5	1.160,1	3.287,2	6.971,6	7.224,5	803,9	5.507,7	660,0
2026 Feb	5.335,7	5.356,7	952,9	1.129,9	3.253,0	6.918,8	7.175,0	791,7	5.453,9	673,3
Mar	5.357,1	5.383,6	966,3	1.142,1	3.248,6	6.932,2	7.188,0	796,4	5.465,3	670,4
Abr	5.380,5	5.409,1	969,6	1.148,5	3.262,5	6.938,0	7.191,2	798,5	5.480,7	658,8
May	5.405,0	5.442,4	980,5	1.157,6	3.266,9	6.956,2	7.207,4	802,0	5.496,9	657,3
Jun	5.430,9	5.466,1	983,5	1.160,1	3.287,2	6.971,6	7.224,5	803,9	5.507,7	660,0
Jul[p)]	5.456,3	5.489,7	993,6	1.170,2	3.292,5	6.989,9	7.240,8	807,9	5.521,8	660,2
Operaciones										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,6	88,0	21,8	14,7	40,1	45,2	77,6	26,6	28,3	-9,7
2025	144,4	156,7	31,5	35,6	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 III TR	32,3	33,6	-1,5	11,6	22,2	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
IV TR	57,6	49,4	26,0	-4,0	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 I TR	46,6	43,7	10,8	19,8	16,0	56,1	52,5	9,4	45,8	0,9
II TR[p)]	75,9	84,4	18,3	19,7	38,0	54,2	51,2	9,5	43,0	1,8
2026 Feb	27,5	17,1	3,7	7,0	16,9	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
Mar	19,8	27,0	13,1	12,4	-5,7	17,9	17,2	5,4	12,0	0,5
Abr	22,1	23,1	4,3	7,3	10,5	19,1	17,1	3,3	15,7	0,1
May	26,3	34,5	11,7	8,7	5,9	19,0	17,2	4,0	16,4	-1,4
Jun	27,5	26,8	2,3	3,6	21,6	16,2	16,9	2,2	10,9	3,1
Jul[p)]	24,5	22,4	9,0	10,2	5,3	19,6	17,0	4,5	14,4	0,7
Tasas de crecimiento										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,4	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 III TR	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
IV TR	2,8	3,0	3,4	3,3	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 I TR	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
II TR[p)]	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
2026 Feb	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,1	2,8	0,1
Mar	3,1	3,2	4,8	3,2	2,6	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
Abr	3,3	3,4	4,7	4,0	2,7	2,9	3,0	5,3	2,9	0,2
May	3,8	4,0	6,2	4,7	2,8	3,0	3,0	5,6	3,0	0,0
Jun	4,1	4,0	5,8	4,2	3,5	3,0	3,0	5,5	3,0	0,3
Jul[p)]	4,4	4,4	7,3	4,8	3,5	3,1	3,1	5,7	3,0	0,7

Fuente: BCE.

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

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

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro[1)]

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
		Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro						Otros		
								Total		
	Pasivos frente a la Administración Central[2)]	Total	Depósitos a plazo a más de 2 años	Depósitos disponibles con preaviso a más de 3 meses	Valores representativos de deuda a más de 2 años	Capital y reservas	Pasivos frente a la Administración Central[2)]	Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central[3)]	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central[3)]
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2023	477,8	7.338,3	1.827,0	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	263,3	152,1	152,6
2024	396,8	7.851,0	1.842,3	117,2	2.590,7	3.300,8	2.664,0	308,8	140,4	136,0
2025	399,1	8.372,4	1.872,6	131,7	2.621,6	3.746,5	3.240,9	188,4	324,1	235,1
2025 III TR	430,8	8.092,8	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,7	151,5	168,3	168,2
IV TR	399,1	8.372,4	1.872,6	131,7	2.621,6	3.746,5	3.240,9	188,4	324,1	235,1
2026 I TR	427,7	8.549,2	1.890,8	133,2	2.652,3	3.873,0	3.529,8	157,8	396,2	257,3
II TR[p)]	402,1	8.501,2	1.858,2	136,2	2.733,5	3.773,2	3.508,4	149,2	460,8	289,0
2026 Feb	426,9	8.697,6	1.884,9	132,1	2.626,2	4.054,4	3.616,7	119,9	405,2	255,9
Mar	427,7	8.549,2	1.890,8	133,2	2.652,3	3.873,0	3.529,8	157,8	396,2	257,3
Abr	426,1	8.517,0	1.849,9	132,9	2.669,3	3.864,9	3.519,0	198,3	386,7	277,0
May	430,8	8.559,9	1.853,4	134,9	2.702,4	3.869,3	3.556,8	172,7	417,1	272,8
Jun	402,1	8.501,2	1.858,2	136,2	2.733,5	3.773,2	3.508,4	149,2	460,8	289,0
Jul[p)]	400,2	8.500,5	1.863,1	137,2	2.750,6	3.749,7	3.497,8	158,7	457,4	270,0
Operaciones										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	436,9	-192,4	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	27,5	-11,7	-16,7
2025	2,3	193,3	33,2	16,3	104,9	38,8	297,5	-130,7	8,6	29,2
2025 III TR	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,6	-29,6	-9,6	2,3
IV TR	-32,2	108,8	24,0	-0,8	32,9	52,7	83,7	-1,4	-19,3	-3,0
2026 I TR	19,0	45,6	14,3	1,3	21,9	8,1	141,6	-81,2	70,8	21,0
II TR[p)]	-25,6	73,9	-33,0	3,0	74,8	29,1	96,4	14,1	64,5	34,6
2026 Feb	-55,2	31,9	0,9	0,6	8,4	22,1	24,3	9,5	3,9	6,1
Mar	0,8	28,8	4,0	1,0	10,5	13,2	57,5	-1,0	-9,0	1,4
Abr	-1,7	-14,2	-39,2	-0,3	25,2	0,1	-13,1	48,6	-9,5	22,5
May	4,8	51,3	3,2	2,0	31,9	14,3	46,5	-12,7	30,4	-4,2
Jun	-28,7	36,8	3,1	1,3	17,7	14,7	63,0	-21,7	43,6	16,2
Jul[p)]	-2,0	35,1	5,5	1,0	22,7	5,8	-7,8	5,5	-3,3	-19,0
Tasas de crecimiento										
2023	-29,5	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2025 III TR	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,7
IV TR	0,6	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	31,4	26,4
2026 I TR	7,7	2,9	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	23,0	16,1
II TR[p)]	-4,4	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
2026 Feb	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	17,3	16,6
Mar	7,7	2,9	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	23,0	16,1
Abr	-3,6	2,8	0,7	7,7	5,8	1,5	-	-	12,8	17,4
May	-6,7	3,0	0,9	7,2	5,9	1,8	-	-	30,5	12,9
Jun	-4,4	3,2	0,8	5,5	6,2	2,2	-	-	47,0	28,1
Jul[p)]	-1,5	3,5	1,0	3,9	6,7	2,5	-	-	49,6	20,4

Fuente: BCE.
1) Los datos corresponden a la composición por países de la zona del euro en sus distintas etapas.
2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.
3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit
(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Déficit (–)/superávit (+)					Pro memoria:
	Total	Administración Central	Administración Regional	Administración Local	Administraciones de Seguridad Social	Déficit (–)/superávit (+) primarios
	1	2	3	4	5	6
2022	-3,4	-3,7	0,0	0,0	0,3	-1,7
2023	-3,5	-3,5	-0,2	-0,2	0,4	-1,8
2024	-3,0	-2,6	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2025	-2,9	-2,6	-0,2	-0,3	0,2	-1,0
2025 II TR	-2,9	-	-	-	-	-1,0
III TR	-3,0	-	-	-	-	-1,1
IV TR	-3,0	-	-	-	-	-1,1
2026 I TR	-3,1	-	-	-	-	-1,2

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

6.2 Recursos y empleos
(en porcentaje del PIB; flujos durante un período de un año)

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes					Empleos de capital
		Total	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2022	46,4	45,7	13,2	12,9	14,5	0,8	49,8	44,6	9,8	5,9	1,7	22,3	5,2
2023	45,8	44,9	13,1	12,4	14,4	0,9	49,3	43,9	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3
2024	46,3	45,5	13,3	12,4	14,7	0,8	49,4	44,4	10,0	6,0	1,9	22,7	5,0
2025	46,8	46,0	13,3	12,4	15,1	0,8	49,7	44,6	10,1	5,9	1,9	22,9	5,1
2025 II TR	46,7	45,8	13,3	12,4	14,9	0,8	49,6	44,6	10,0	5,9	1,9	22,9	5,0
III TR	46,7	46,0	13,3	12,5	15,0	0,8	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	22,9	5,1
IV TR	47,0	46,1	13,4	12,5	15,1	0,8	49,9	44,8	10,1	6,0	1,9	23,0	5,1
2026 I TR	47,0	46,2	13,4	12,5	15,2	0,8	50,1	44,9	10,1	6,0	1,9	23,1	5,2

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB
(en porcentaje del PIB; saldos vivos a fin de período)

	Total	Instrumento financiero			Sector tenedor			Plazo a la emisión		Vida residual			Moneda	
		Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Acreedores residentes		Acreedores no residentes	Hasta 1 año	Más de 1 año	Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Euro o monedas participantes	Otras monedas
					Total	IFM								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2022	88,9	2,6	13,1	4,8	52,1	39,2	36,8	8,6	80,3	15,9	28,1	44,9	88,0	0,9
2023	86,5	2,4	12,1	4,6	48,9	35,5	37,6	7,7	78,8	14,8	27,8	43,9	85,7	0,8
2024	86,6	2,1	11,7	4,8	46,5	33,5	40,1	7,7	78,9	14,3	28,0	44,2	85,8	0,8
2025	87,4	2,1	11,8	4,6	44,4	31,3	43,0	7,6	79,8	14,6	28,2	44,6	86,7	0,7
2025 II TR	87,8	2,2	11,6	73,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
III TR	88,2	2,2	11,7	74,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV TR	87,7	2,1	11,8	73,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2026 I TR	88,9	2,3	11,7	74,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes[1)]

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB[2)]	Déficit (+)/ superávit (–) primarios	Ajuste entre déficit y deuda								Diferencial tipo de interés-crecimiento	Pro memoria: Necesidad de financiación
			Total	Operaciones con los principales activos financieros					Efectos de revalorización y otras variaciones de volumen	Otros		
				Total	Efectivo y depósitos	Préstamos	Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2022	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,6	0,3	0,1	0,1	0,6	-0,5	-6,1	2,7
2023	-2,4	1,8	-0,3	-0,4	-0,5	-0,1	0,1	0,1	0,6	-0,5	-3,8	2,6
2024	0,0	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1
2025	0,9	1,0	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,4	3,8
2025 II TR	0,5	1,0	0,8	0,6	0,3	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5
III TR	1,0	1,1	1,0	0,6	0,4	0,0	0,2	0,1	0,2	0,2	-1,2	3,8
IV TR	1,1	1,1	1,2	0,7	0,4	0,0	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,2	3,9
2026 I TR	1,7	1,2	1,5	0,9	0,4	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	-1,1	4,3

Fuentes: BCE para los datos anuales y Eurostat para los datos trimestrales.
1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado, excepto en los datos trimestrales sobre el ajuste entre déficit y deuda.
2) Calculada como la diferencia entre las ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP[1)]

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año[2)]					Vida residual media en años[3)]	Rendimiento nominal medio[4)]						
							Saldos vivos					Operaciones	
	Total	Principal		Intereses			Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo		Emisión	Amortización
		Total	Hasta 3 meses	Total	Hasta 3 meses					Total	Hasta 1 año		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2025 III TR	12,7	11,2	3,5	1,4	0,4	8,2	2,2	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6
IV TR	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5
2026 I TR	12,6	11,1	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4
II TR	12,7	11,1	3,8	1,6	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
2026 Feb	12,7	11,2	4,2	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4
Mar	12,6	11,1	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,4
Abr	12,4	10,8	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,3
May	12,4	10,8	3,5	1,6	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,3	1,6	2,8	2,3
Jun	12,7	11,1	3,8	1,6	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,3	1,6	2,8	2,2
Jul	12,7	11,1	3,7	1,6	0,4	8,2	2,3	1,3	1,7	2,4	1,6	2,9	2,3

Fuente: BCE.
1) Datos registrados al valor nominal y sin consolidar dentro del sector AAPP.
2) Excluye los pagos futuros de valores representativos de deuda que todavía no están en circulación y amortizaciones anticipadas.
3) Vida residual a fin de período.
4) Saldos vivos a fin de período; operaciones en media de doce meses.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.6 Evolución de las finanzas públicas en los países de la zona del euro

(en porcentaje del PIB; flujos acumulados de un año y saldos vivos a fin de período)

	Bélgica	Bulgaria	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Croacia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
						Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP					
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 II TR	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,9	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
III TR	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
IV TR	-5,2	-3,5	-2,8	-2,0	1,9	1,7	-2,4	-5,1	-3,1	-3,1	3,4
2026 I TR	-5,2	-4,6	-3,1	-1,8	2,0	1,5	-2,4	-5,1	-3,2	-3,0	3,3
						Deuda de las AAPP					
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 II TR	106,2	26,3	62,3	23,2	34,4	152,0	103,4	115,4	57,4	138,1	61,1
III TR	107,1	28,4	63,0	22,8	34,5	149,8	103,1	117,3	57,1	137,5	60,3
IV TR	107,9	29,9	63,5	24,1	34,8	146,1	100,7	115,7	56,3	137,1	55,0
2026 I TR	109,1	28,5	64,4	25,2	37,0	143,5	101,6	117,6	58,4	138,9	54,6

	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
					Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP					
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4
2025 II TR	-2,0	-1,8	-0,2	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-4,0
III TR	-2,6	-1,8	-0,8	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,8
IV TR	-2,5	-1,8	-1,8	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,8
2026 I TR	-2,3	-1,7	-2,4	-3,2	-1,7	-3,9	0,5	-2,7	-4,4	-4,1
					Deuda de las AAPP					
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5
2025 II TR	47,6	39,0	25,0	46,6	43,0	82,0	96,5	69,5	62,9	88,4
III TR	44,8	40,6	27,5	46,4	42,7	83,4	97,4	67,7	62,3	86,7
IV TR	46,9	39,5	26,5	46,4	44,7	81,3	89,7	65,7	61,4	88,5
2026 I TR	46,9	42,3	29,2	45,9	43,8	83,3	91,0	64,8	62,5	89,7

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2026

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 9 de septiembre de 2026.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-01-26-052-ES-N (edición electrónica)