

Boletín Económico

Número 8/2025

Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	3
Rasgos básicos	3
1 Entorno exterior	9
2 Actividad económica	16
3 Precios y costes	25
4 Evolución de los mercados financieros	33
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	38
6 Evolución de las finanzas públicas	46
Recuadros	50
1 Bulgaria adopta el euro	50
2 Del texto a las complicaciones: hacia una mejor comprensión de los límites de los indicadores de incertidumbre comercial basados en análisis de texto	58
3 Seguimiento del comercio en tiempo real: ampliación del conjunto de herramientas de <i>nowcasting</i> con datos satelitales	64
4 Actualización del análisis de la tasa de ahorro de los hogares: dinámica reciente y determinantes subyacentes	72
5 ¿Ha recuperado la vivienda su atractivo? Perspectivas a partir de una nueva ratio de Sharpe para la vivienda basada en encuestas	79
6 Resistiendo: atesoramiento de empleo y expectativas empresariales	85
7 Análisis de la cesta de alimentos: determinantes de la reciente inflación de este componente	91
8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 30 de julio y el 4 de noviembre de 2025	100
Artículos	106
1 ¿Cuál es el potencial sin explotar del mercado único de la UE?	106
2 Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro en un mundo incierto	109

Evolución económica, financiera y monetaria

Rasgos básicos

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

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

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

Actividad económica

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

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

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

El Consejo de Gobierno destaca la urgente necesidad de reforzar la zona del euro y su economía en el entorno geopolítico actual. Acoge con satisfacción el llamamiento de la Comisión Europea a los Gobiernos para priorizar unas finanzas públicas sostenibles, inversiones estratégicas y reformas estructurales que favorezcan el crecimiento. Es fundamental aprovechar todo el potencial del mercado único. También es fundamental promover una mayor integración de los mercados de capitales, completando para ello la unión de ahorros e inversiones y la unión bancaria con un calendario ambicioso, y adoptar rápidamente el Reglamento relativo a la instauración de un euro digital.

Inflación

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

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

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

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

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

Evaluación de riesgos

Aunque las tensiones comerciales han disminuido, el todavía volátil entorno internacional podría distorsionar las cadenas de suministro, frenar las exportaciones y lastrar el consumo y la inversión. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales podría traducirse en un endurecimiento de las condiciones de financiación, una mayor aversión al riesgo y un crecimiento más débil. Las tensiones geopolíticas, en particular la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, continúan siendo una importante fuente de incertidumbre. En cambio, el gasto en defensa e infraestructuras previsto, junto con las reformas para mejorar la productividad, pueden impulsar el crecimiento más de lo esperado. Una mejora de la confianza podría estimular el gasto privado.

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

Condiciones financieras y monetarias

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

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

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

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

Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron sin variación en el 2,00 %, el 2,15 % y el 2,40 %, respectivamente.

El tamaño de las carteras del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia está disminuyendo a un ritmo mesurado y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

Conclusión

En su reunión del 18 de diciembre de 2025, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. Las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de

la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

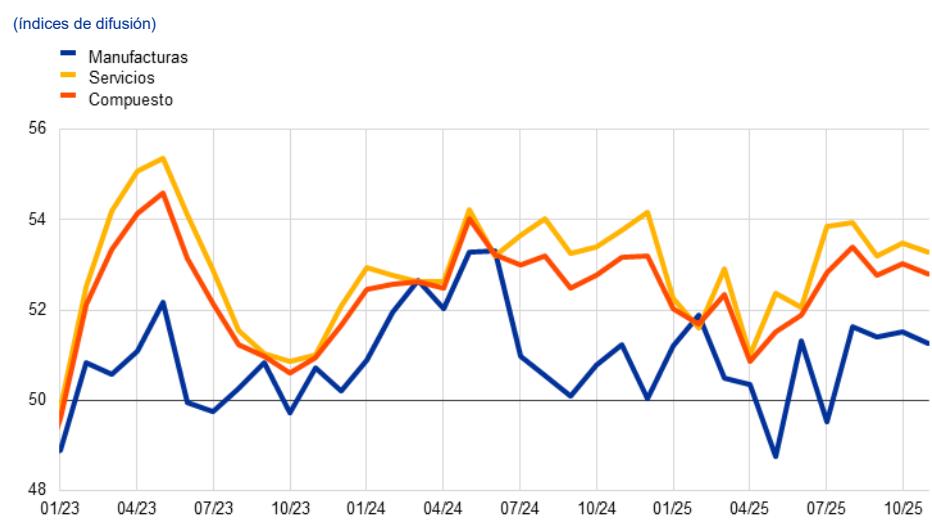
Entorno exterior

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

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

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



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

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

De cara al futuro, se espera que varios desarrollos positivos proporcionen alivio a la economía mundial. Entre ellos se incluyen unos precios del petróleo más bajos, unas condiciones financieras más favorables, la reducción de los aranceles, especialmente entre Estados Unidos y China, y el leve descenso de la incertidumbre en torno a las políticas. Las sorpresas positivas en los datos económicos de las principales economías también han contribuido a la ligera mejora de las perspectivas de crecimiento mundial, que no obstante siguen siendo débiles en comparación con su media previa a la pandemia. Se estima que el crecimiento se situará en el 3,5 % en 2025 antes de ir reduciéndose hasta el 3,3 % en 2026¹. Según las proyecciones, la expansión mundial mantendrá este débil dinamismo en 2027 y en 2028.

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

¹ Para más detalles, véanse las «[Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 18 de diciembre de 2025.

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

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

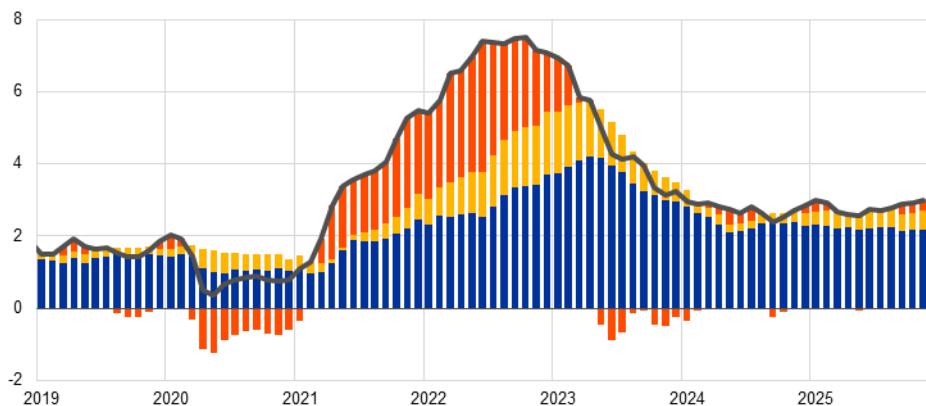
En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general aumentó ligeramente en noviembre. La tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los miembros de la OCDE, excluida Turquía, registró un leve incremento hasta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

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Subyacente
- Alimentos
- Energía
- General



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE incluye los países de la zona del euro que son miembros de la OCDE y excluye Turquía. Se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2025.

Se prevé que la inflación general mundial medida por el IPC disminuya gradualmente y a un ritmo algo más rápido que en las proyecciones de septiembre². Se situaría en el 3,1 % en 2025, el 2,8 % en 2026, el 2,5 % en 2027 y el 2,6 % en 2028. El descenso de la inflación medida por el IPC ligeramente más rápido de lo previsto anteriormente para el período 2025-2026 refleja una inflación más baja de lo esperado en la mayoría de las economías avanzadas, la reducción de los aranceles entre Estados Unidos y China, y la reevaluación del impacto de los aranceles en la inflación en Estados Unidos, que se espera que sea levemente menor que en las proyecciones anteriores. Además, la mayor debilidad de la demanda interna en China explica el aumento más gradual de lo esperado anteriormente de la inflación medida por los precios de consumo durante el horizonte temporal de las proyecciones. Este efecto en el agregado de las economías emergentes se ve compensado por una previsión de inflación ligeramente más elevada en otras grandes economías, como India y Rusia.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2

Actividad económica

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

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

Estas perspectivas se reflejan, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2025, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 1,4 % en 2025, el 1,2 % en 2026, el 1,4 % en 2027 y el 1,4 % en 2028. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, el crecimiento del PIB se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección³.

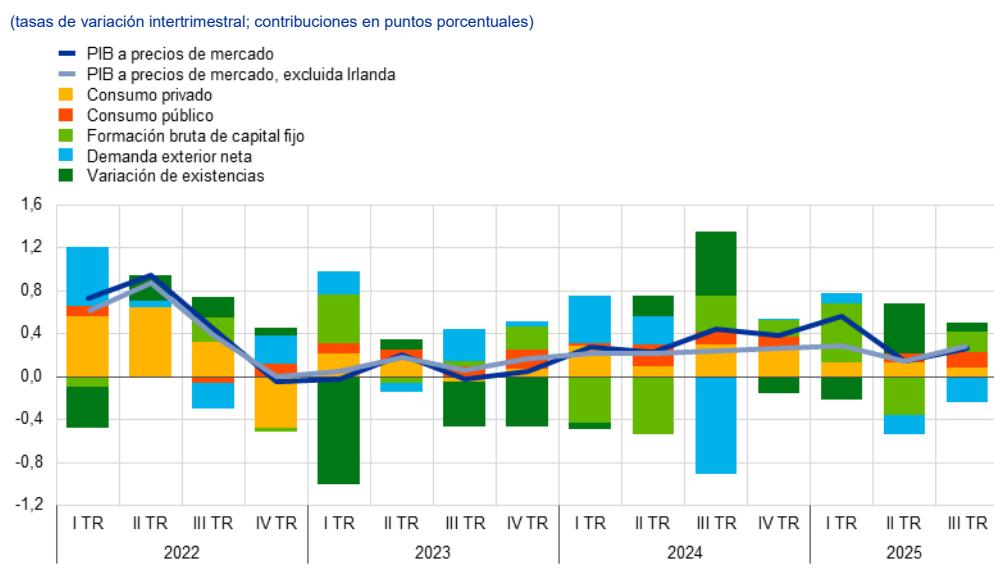
Según la última estimación de Eurostat, la economía de la zona del euro creció un 0,3 % en el tercer trimestre de 2025, tras la volatilidad observada en la primera mitad del año (gráfico 3). Ese trimestre, el crecimiento estuvo impulsado por la demanda interna y la acumulación de existencias, mientras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

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

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

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

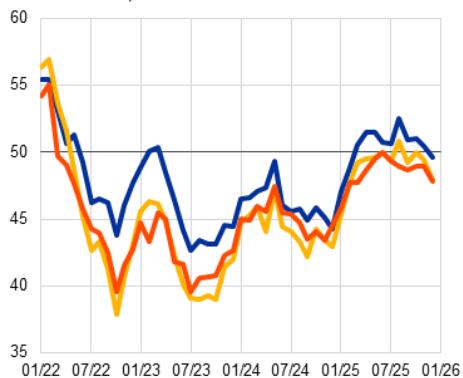
Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía

a) Manufacturas

(índices de difusión)

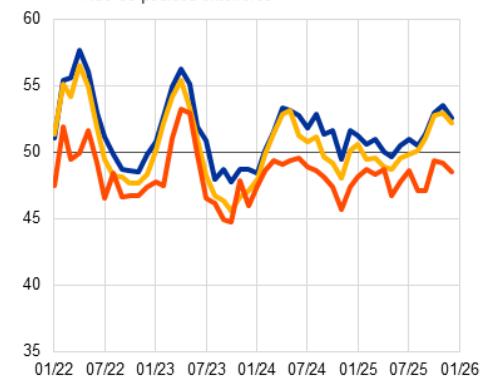
- Producción
- Nuevos pedidos
- Nuevos pedidos exteriores



b) Servicios

(índices de difusión)

- Actividad
- Nuevos pedidos
- Nuevos pedidos exteriores



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

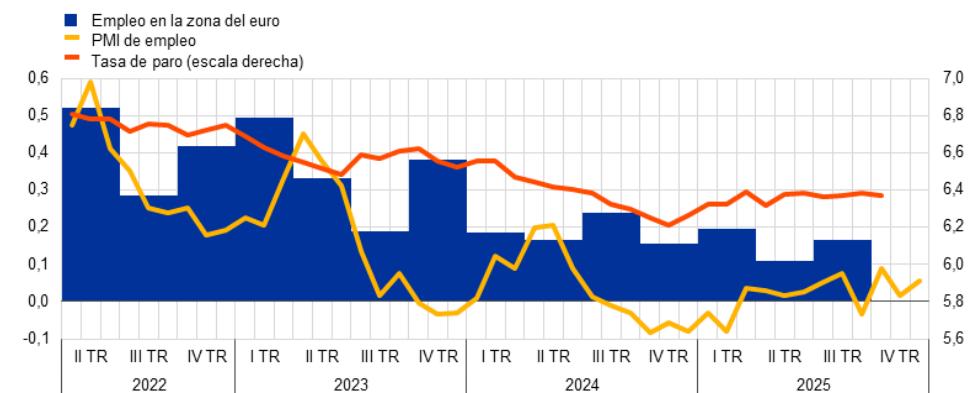
Notas: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

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

Gráfico 5

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

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



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

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

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

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

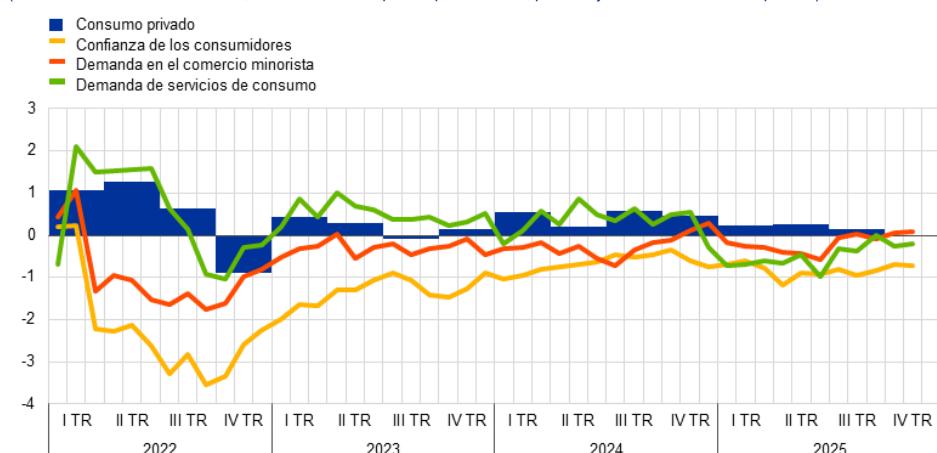
se espera que el consumo privado continúe creciendo, gracias a las ganancias de renta real de años anteriores. Si bien, hasta ahora, el consumo privado ha ido a la zaga del crecimiento de la renta, se prevé que estas ganancias se traduzcan paulatinamente en un mayor dinamismo del consumo a corto plazo,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

Gráfico 6

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

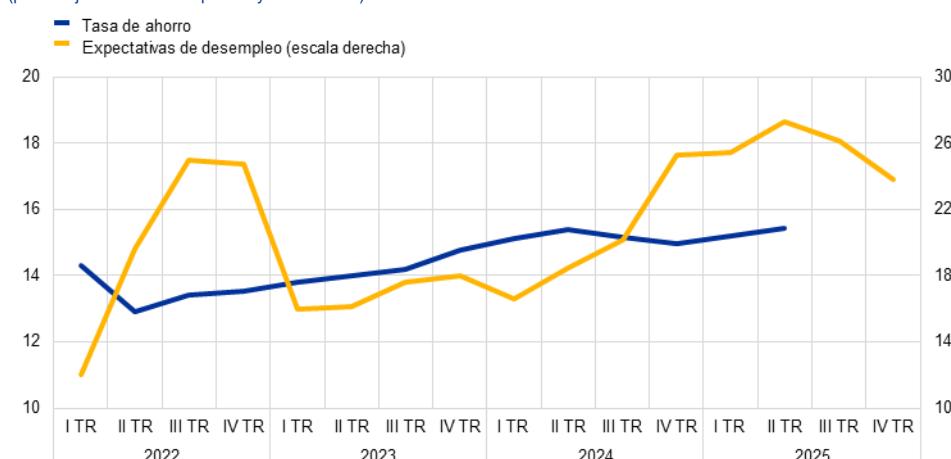
a) Gasto y confianza de los consumidores, y expectativas empresariales

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



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

(porcentajes de la renta disponible y saldos netos)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

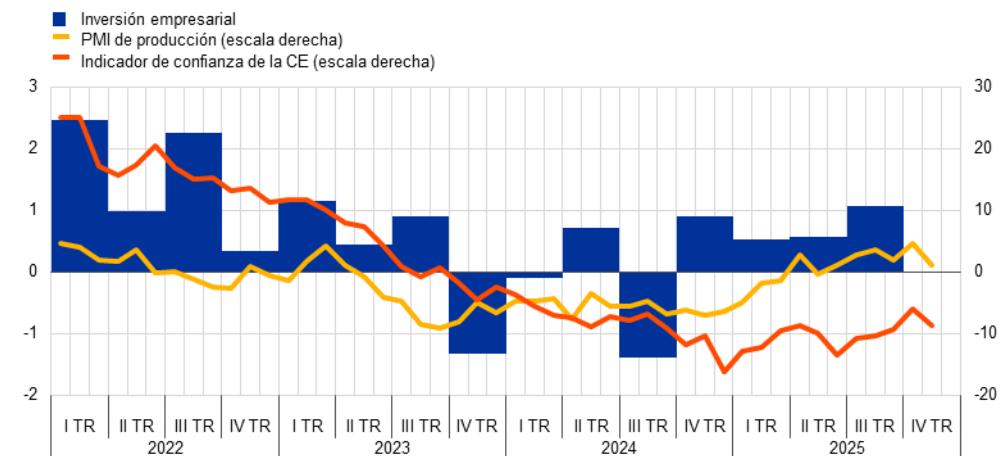
La inversión empresarial avanzó con fuerza en el tercer trimestre y se prevé que siga creciendo. En el tercer trimestre de 2025, la inversión empresarial se incrementó un 1,8 %, en tasa intertrimestral, y un 1,1 % si se excluyen los activos intangibles en Irlanda (que muestran un comportamiento volátil).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

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

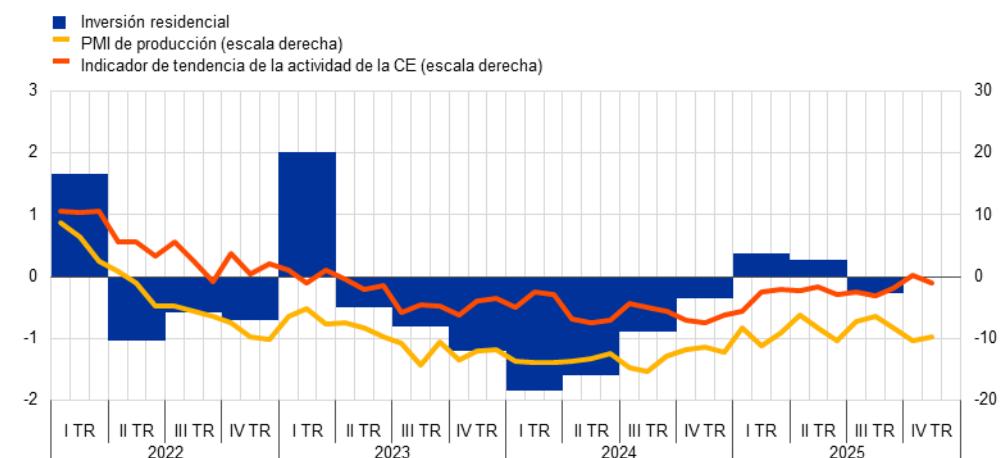
a) Inversión empresarial (excluidos los activos intangibles en Irlanda)

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



b) Inversión residencial

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. Los indicadores coyunturales se refieren al sector de bienes de equipo. El indicador de confianza de la Comisión Europea para el sector de bienes de equipo se normaliza para la media del período 1999-2019 y la desviación típica de la serie. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y actividades de construcción especializada de dicha tendencia en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 para la inversión y a noviembre de 2025 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

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

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

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

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

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

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

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2025, la inflación general disminuirá desde el 2,1 % en 2025 hasta el 1,9 % en 2026 y el 1,8 % en 2027, y retornará al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo en 2028. En comparación con las proyecciones de septiembre de 2025, la inflación general se ha revisado al alza para 2026 y ligeramente a la baja para 2027⁵.

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

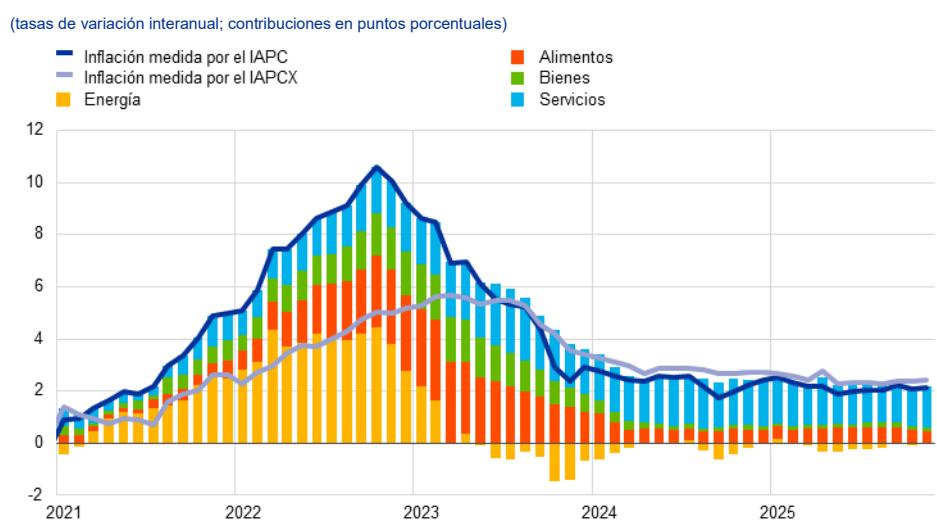
⁴ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 17 de diciembre de 2025. Según la estimación de avance de Eurostat, publicada el 7 de enero de 2026, la inflación interanual de la zona del euro se redujo hasta el 2 % en diciembre de 2025.

⁵ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 18 de diciembre de 2025.

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

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes



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

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

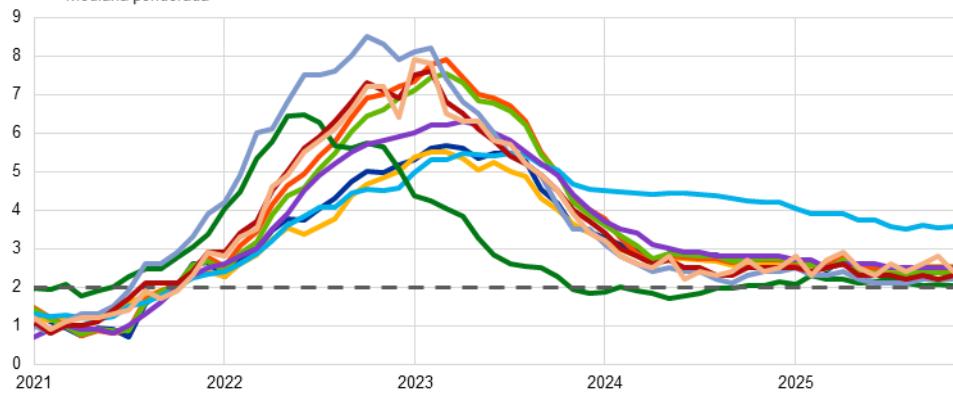
⁶ El rango excluye la inflación interna.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

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



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

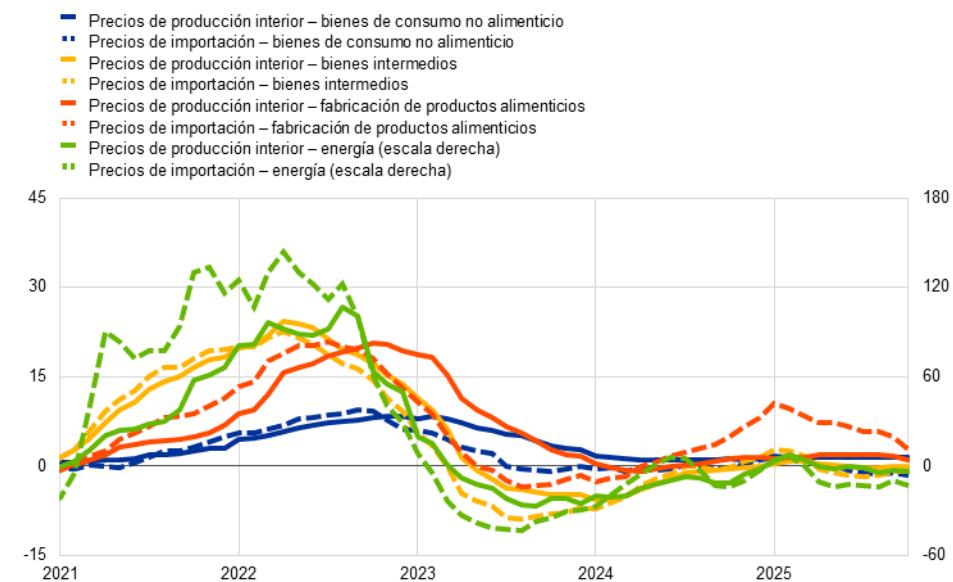
Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. Las últimas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

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

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

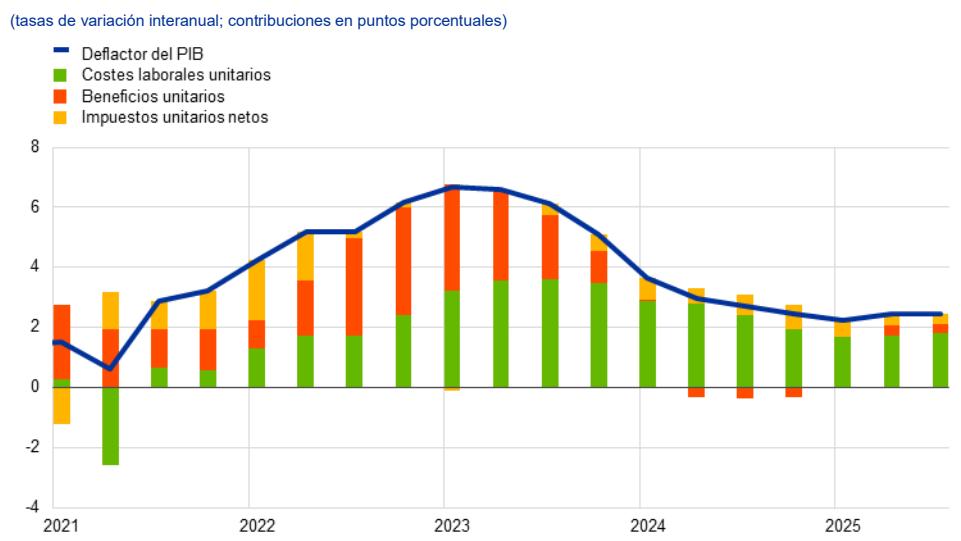
Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, se mantuvieron prácticamente estables, en el 2,4 %, en el tercer trimestre de 2025 (gráfico 11). Esta evolución obedeció a un repunte de la contribución de los costes laborales unitarios, que se vio compensado por una aportación de los beneficios unitarios que permaneció estable y por la disminución de la de los impuestos unitarios netos. El ligero aumento de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios tuvo su origen en un descenso moderado de la tasa de avance de la productividad del trabajo, hasta el 0,7 % en el tercer trimestre frente al 0,8 % registrado en el trimestre anterior, y en la estabilidad de la tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado, que se situó en el 4 % en el tercer trimestre. Esta tasa reflejó una caída del crecimiento de los salarios negociados, hasta el 1,9 % en el tercer trimestre, frente al 4 % del trimestre precedente, que fue compensada por un incremento sustancial del componente de deriva salarial durante ese período. La acusada disminución del avance de los salarios negociados es atribuible al impacto mecánico de los elevados importes de los pagos extraordinarios que se abonaron en 2024 que, al mismo tiempo, también era la causa de la volatilidad observada en la deriva salarial. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que incluyen datos sobre convenios colectivos negociados hasta el final de noviembre de 2025— continúan indicando que las presiones sobre el crecimiento de los salarios seguirán siendo moderadas en el cuarto trimestre de 2025 y en el primer semestre de 2026, y que se estabilizarán paulatinamente en la segunda mitad de 2026⁷. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de

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

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

Gráfico 11
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

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

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

Gráfico 12

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

a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

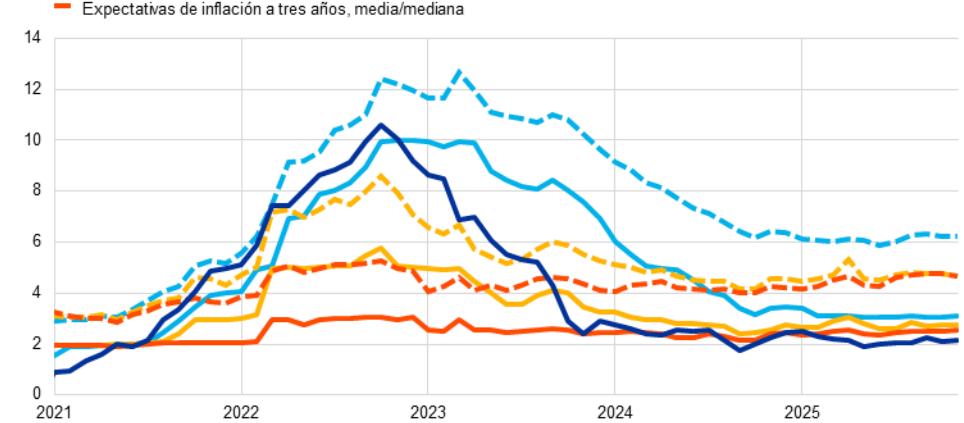
(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)

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



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

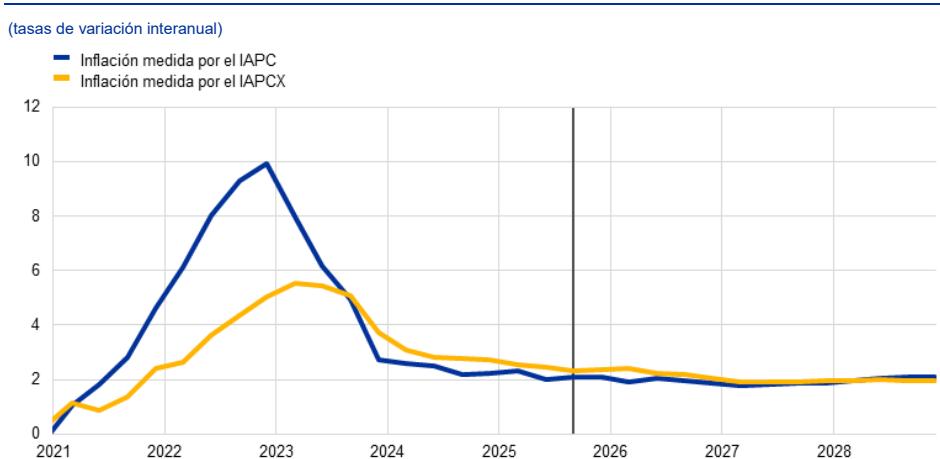
Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a diferentes horizontes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (11 de septiembre de 2025). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las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

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

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

Gráfico 13

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



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

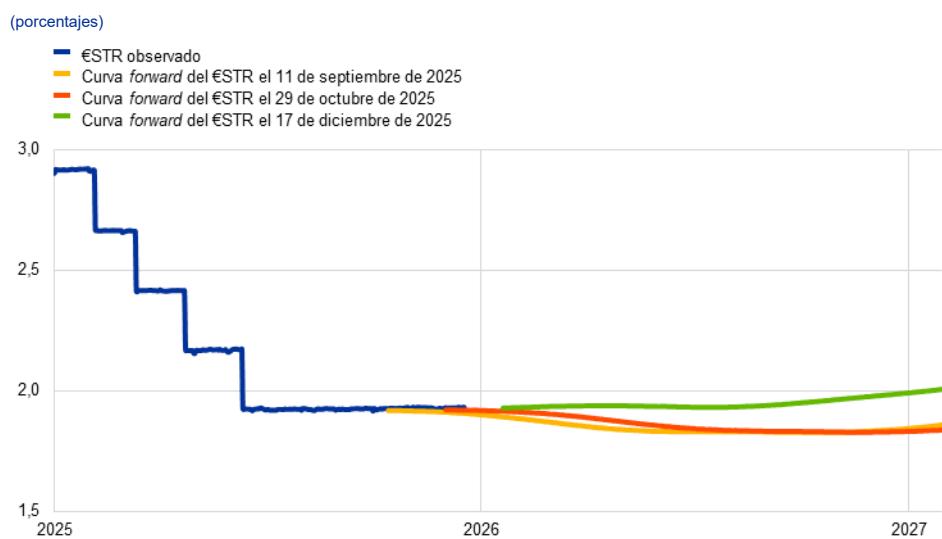
Evolución de los mercados financieros

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

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

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

Gráfico 14
Tipos *forward* del €STR



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

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

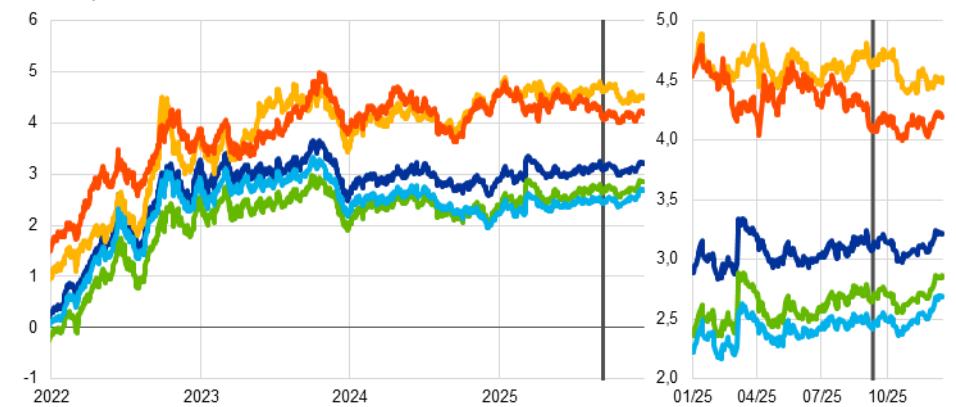
Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo finalizaron el período de referencia en niveles más altos, mientras que los diferenciales con respecto a los tipos libres de riesgo se redujeron (gráficos 15 y 16). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el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

Gráfico 15

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

(porcentajes)

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

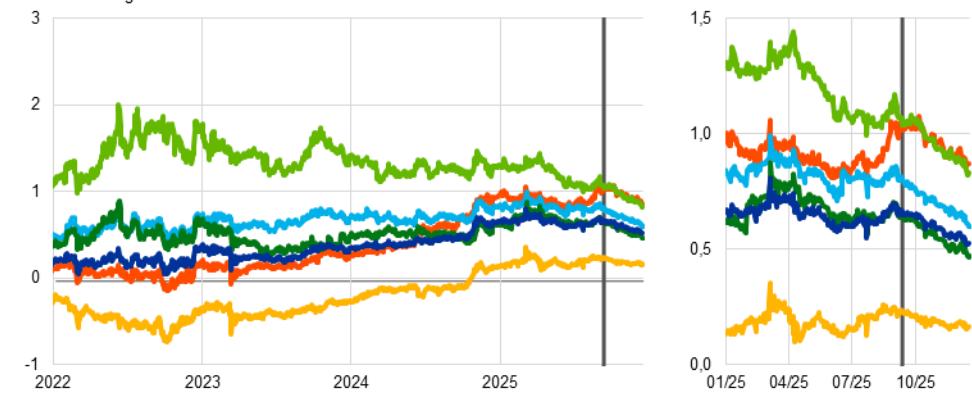
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de septiembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2025.

Gráfico 16

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

(puntos porcentuales)

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

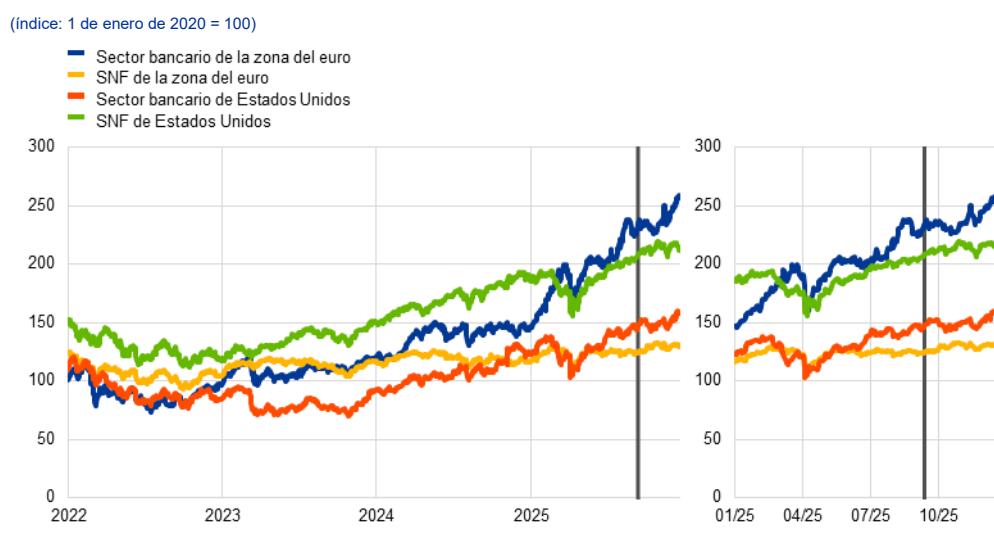
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de septiembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2025.

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

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

Gráfico 17

Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

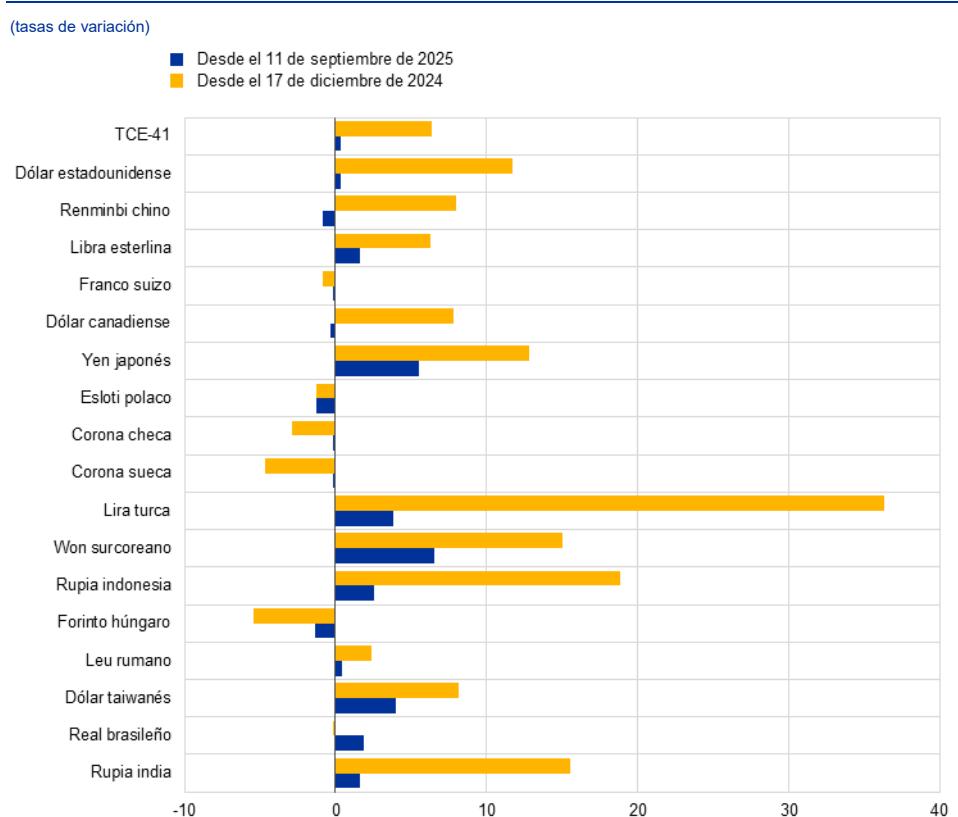
En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos de grado de inversión y de alto rendimiento (*high-yield*) siguieron estrechándose y actualmente se sitúan en mínimos históricos. El apetito por el riesgo se mantuvo en niveles elevados durante el período de referencia y propició unas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

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

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

Gráfico 18

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



Fuente: Cálculos del BCE.

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

5

Condiciones de financiación y evolución del crédito

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

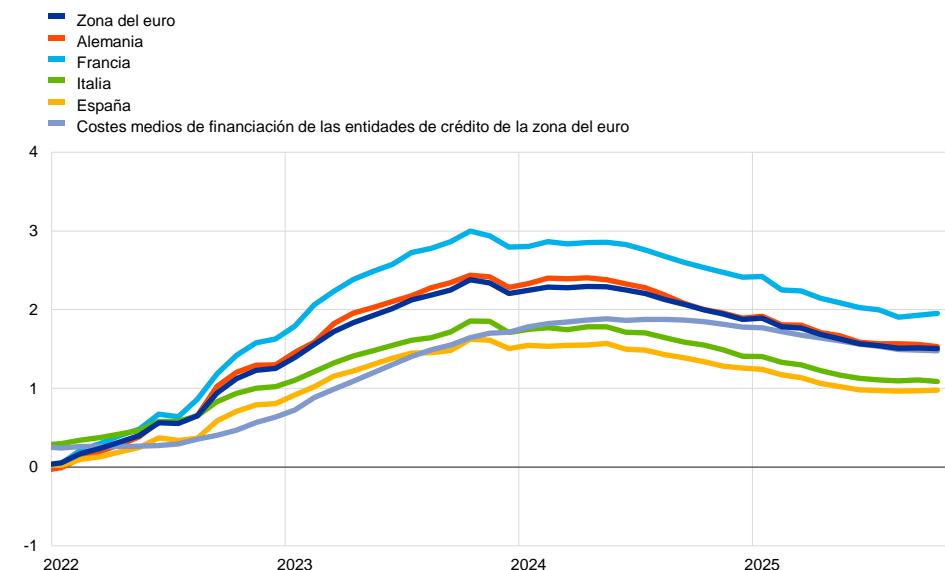
Los costes de financiación de las entidades de crédito permanecieron estables en general en octubre de 2025. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se situó en el 1,5 % en octubre (panel a del gráfico 19). La rentabilidad de los bonos bancarios se mantuvo próxima al 3 %, como indicaban los datos disponibles a mediados de diciembre (panel b del gráfico 19). Los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos con preaviso, así como los tipos de interés interbancarios, apenas variaron en octubre, mientras que los de los depósitos a plazo de los hogares se incrementaron ligeramente. El diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a plazo y de los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares prácticamente no experimentó variaciones en octubre. Ese mes, el tipo de interés sintético de los depósitos permaneció estable en el 0,9 %, unos 60 puntos básicos por debajo del máximo registrado en mayo de 2024.

Gráfico 19

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

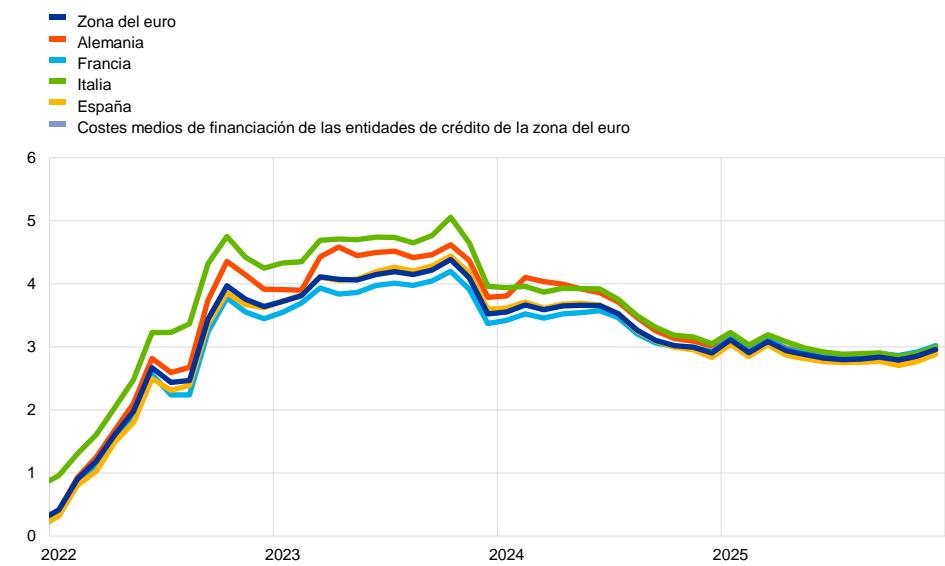
a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito

(porcentajes anuales)



b) Rentabilidad de los bonos bancarios

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC y/o sus filiales, y cálculos del BCE.

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito utilizan las mismas ponderaciones, pero se basan en los tipos de interés de los saldos vivos en el caso de los depósitos y la financiación interbancaria, y en la rentabilidad hasta el vencimiento en el momento de la emisión en el caso de los bonos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 17 de diciembre de 2025 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

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

oficiales sin cambios y escasas variaciones de los tipos de interés a más largo plazo. El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras (SNF) se mantuvo inalterado en el 3,5 % en octubre de 2025 —en torno a 1,8 puntos porcentuales por debajo del nivel máximo alcanzado en octubre de 2023—, con variaciones menores entre los países más grandes de la zona del euro (panel a del gráfico 20). El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros permaneció prácticamente estable en octubre, con una evolución desigual en las economías de mayor tamaño de la zona del euro. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no varió y fue del 3,3 % en octubre —unos 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023—, con algunas variaciones entre los países más grandes de la zona del euro (panel b del gráfico 20). El diferencial entre los tipos del crédito a hogares y los de los préstamos concedidos a las empresas, que había alcanzado un pico de 140 puntos básicos en marzo de 2024, se mantuvo estable en 20 puntos básicos. El tamaño de este diferencial refleja sobre todo el hecho de que los préstamos a hogares suelen tener períodos de fijación de tipos más largos en muchos países de la zona del euro, lo que hace que sean menos sensibles a las fluctuaciones de los tipos de interés de mercado a corto plazo.

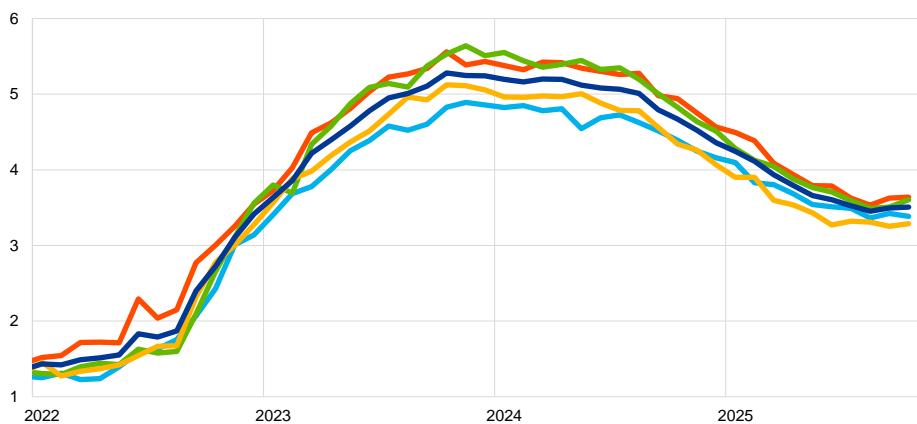
Gráfico 20

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

a) Tipos de los préstamos a SNF

(porcentajes anuales)

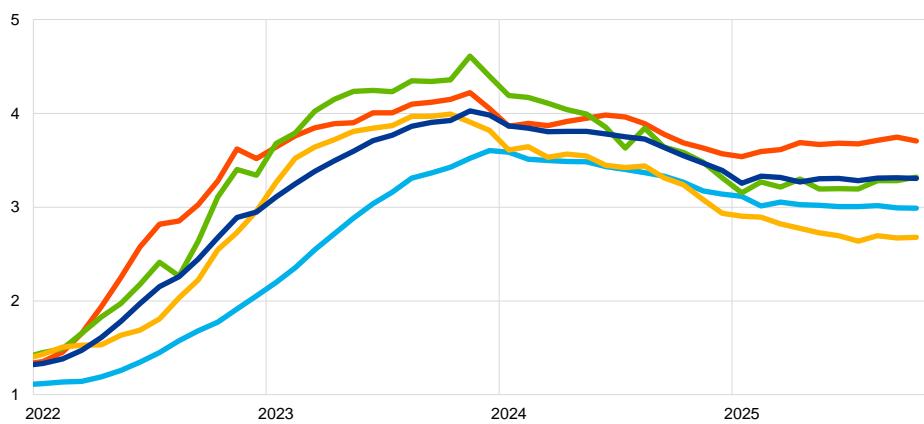
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



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

(porcentajes anuales)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

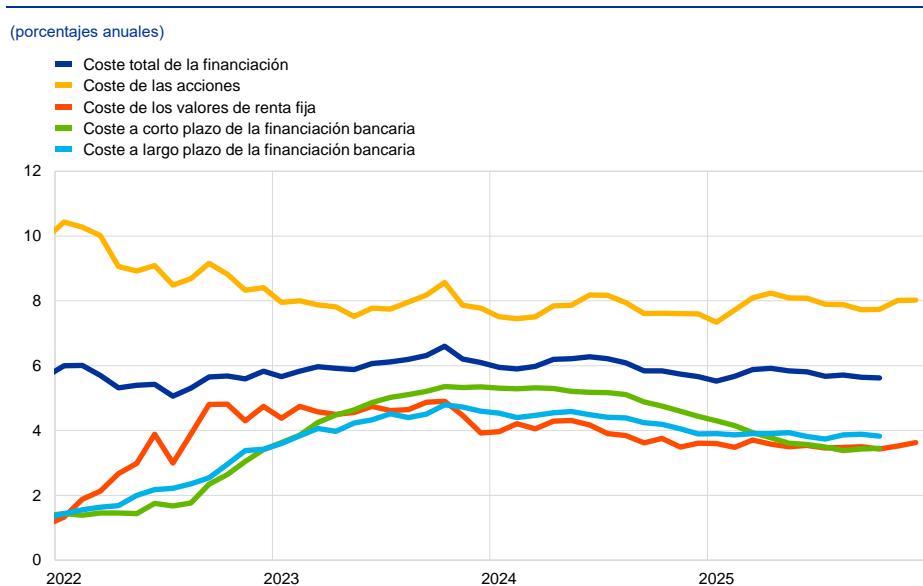
Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025. En el panel a, «SNF» corresponde a «sociedades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

En el período de referencia comprendido entre el 11 de septiembre y el 17 de diciembre de 2025, el coste de la financiación, tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones, aumentó. El coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— permaneció estable en el 5,7 % en octubre, sin cambios con

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

Gráfico 21

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



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), basados en sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 17 de diciembre de 2025 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a octubre de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

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

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

4,8 %. La encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2025 puso de manifiesto un aumento de la aversión al riesgo entre las entidades de crédito. Según la encuesta, los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas habían registrado un leve e inesperado endurecimiento neto y la demanda de nuevos préstamos había experimentado un ligero aumento neto, aunque continuaba siendo débil en general. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares siguió recuperándose de forma gradual y se situó en el 2,8 % en octubre, frente al 2,6 % de septiembre, un nivel todavía significativamente inferior a su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 22). El crecimiento tanto de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda como del crédito para consumo respaldaron esta tendencia al alza. El crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, mantuvo su atonía. Según la última [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) (CES, por sus siglas en inglés), los hogares percibían que el acceso al crédito se había endurecido ligeramente en octubre, aunque esperaban que se mantuviese estable en los doce meses siguientes. El ritmo de crecimiento de los préstamos, todavía relativamente lento, refleja en parte los mayores niveles de incertidumbre en torno a las políticas económicas globales. Este factor fue especialmente preponderante durante el primer semestre de 2025, entre otras cosas como consecuencia de la evolución de la política comercial de Estados Unidos⁹.

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

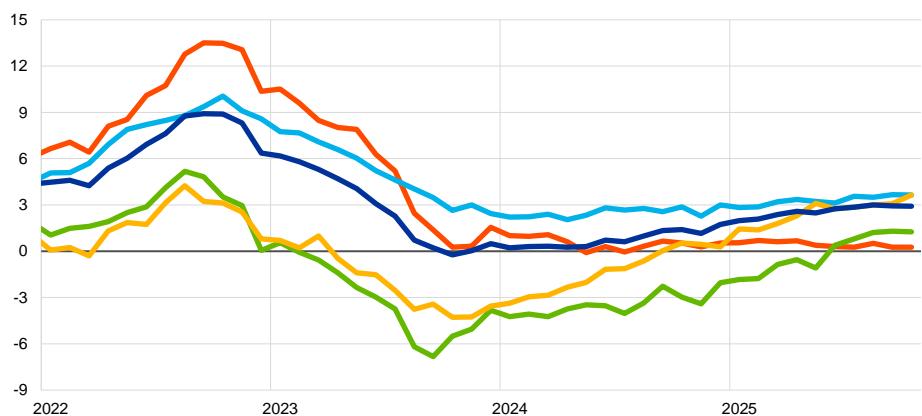
Gráfico 22

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

a) Préstamos de las IFM a SNF

(tasas de variación interanual)

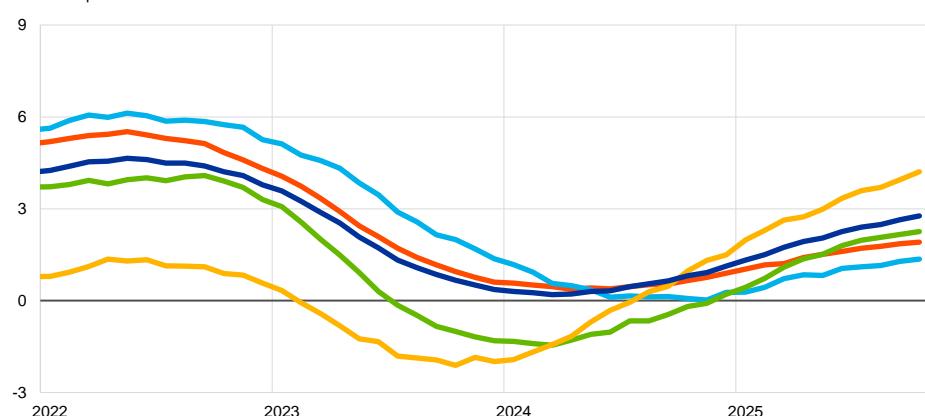
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



b) Préstamos de las IFM a hogares

(tasas de variación interanual)

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



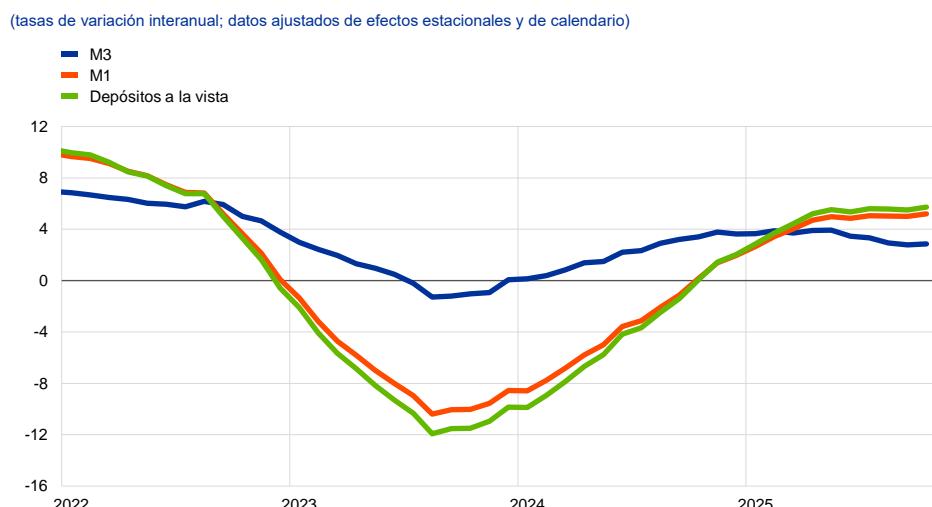
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

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

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

Gráfico 23
M3, M1 y depósitos a la vista



Fuente: BCE.

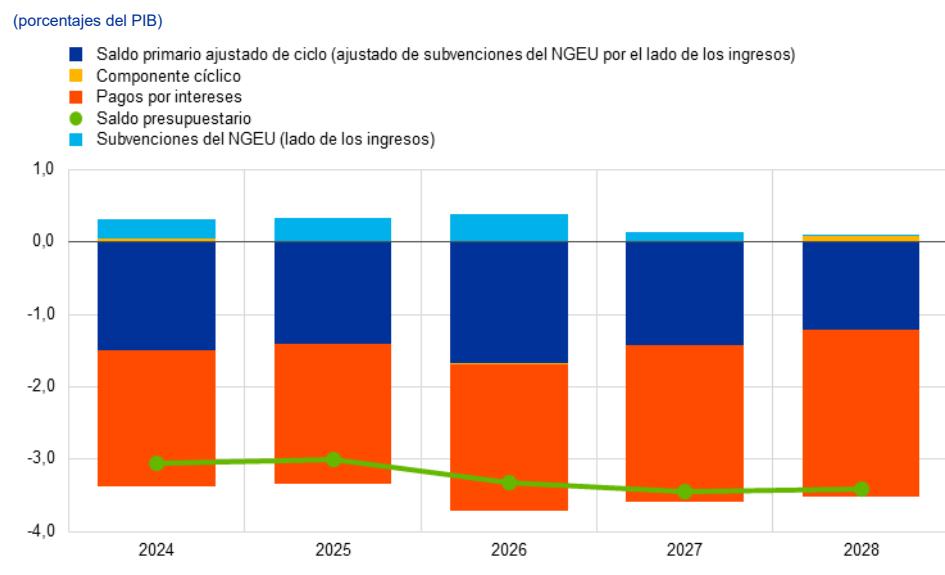
Nota: Las últimas observaciones corresponden a octubre de 2025.

Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2025, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro disminuirá desde el 3,1 % del PIB en 2024 hasta el 3 % del PIB en 2025. Posteriormente, se prevé que aumente y se sitúe en el 3,5 % en 2027 y se modere hasta el 3,4 % del PIB en 2028. Como reflejo, en líneas generales, de esta senda, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se endurezca algo en 2025, se relaje en 2026 y vuelva a endurecerse en 2027 y 2028. Sin embargo, los supuestos y las proyecciones relativos a la política fiscal de la zona del euro continúan sujetos a una incertidumbre elevada¹⁰. La Comisión Europea aprobó el paquete de otoño de 2026 y espera que la mayoría de los Estados miembros cumplan sus compromisos o que su riesgo de incumplimiento sea limitado, teniendo en cuenta la activación de la cláusula nacional de salvaguardia. Asimismo, se considera positivo que la inversión financiada a nivel nacional esté aumentando en la zona del euro en su conjunto. Los Gobiernos deben priorizar unas finanzas públicas sostenibles, inversiones estratégicas y reformas estructurales que favorezcan el crecimiento.

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

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

¹¹ Para más detalles, véanse las «[Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2025](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 18 de diciembre de 2025.

Gráfico 24**Saldo presupuestario y sus componentes**

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

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

Tras registrar un ligero endurecimiento en 2025, se proyecta que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se relaje en 2026 y vuelva a endurecerse en 2027 y 2028¹². La variación interanual del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, apunta a un modesto endurecimiento en los próximos años, excepto en 2026. El endurecimiento observado en 2025 se debe principalmente a medidas discrecionales relativas a los ingresos, como aumentos de las cotizaciones sociales y, en menor medida, de los impuestos directos e indirectos. Estos incrementos se vieron compensados, en parte, por un crecimiento continuado del gasto público. Se prevé una relajación de la orientación de la política fiscal en 2026, principalmente como consecuencia de la mayor inversión pública. En 2027, la consolidación en muchos países (entre otros factores, tras la finalización de la financiación del NGEU) se vería compensada por medidas de estímulo, en particular en Alemania. Además, el gasto financiado por el NGEU aplazado, sobre todo en España e Italia, mitigaría el endurecimiento de la orientación de la política fiscal en ese año. En 2028, se espera que el tono de la política fiscal de la zona del euro siga endureciéndose, aunque a un ritmo algo más lento que en 2027. Sin embargo, este modesto endurecimiento oculta una heterogeneidad entre los países, ya que la fuerte relajación prevista en Alemania compensa el tono significativamente restrictivo esperado en Francia, España e Italia. El endurecimiento en España e

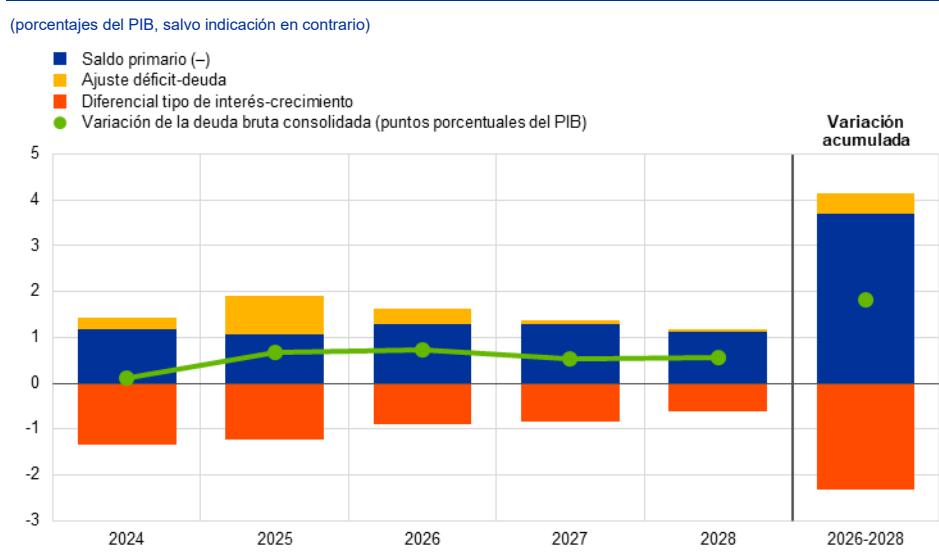
¹² La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas las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

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

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

Gráfico 25

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



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

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

El 25 de noviembre, la Comisión Europea aprobó su paquete de otoño de 2026, en el que se establecen las prioridades de la política económica y de empleo. Este paquete contiene la evaluación de la Comisión del cumplimiento del marco fiscal de la UE por parte de los Estados miembros de la UE y proporciona orientaciones para sus políticas fiscales en 2026. También incluye la evaluación de los proyectos de planes presupuestarios de los países de la zona del euro para 2026 realizada por la Comisión. Sin embargo, no todos los países de la zona presentaron sus planes presupuestarios a la Comisión, debido principalmente a sus ciclos electorales¹³. Es alentador constatar que, según el análisis de la Comisión, se espera que la mayoría de los Estados miembros cumpla sus compromisos o que su riesgo de incumplimiento sea limitado, teniendo en cuenta la activación de la cláusula nacional de salvaguardia. También se considera positivo que la inversión

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

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

Recuadros

1 Bulgaria adopta el euro

Matteo Falagiarda, Christine Gartner y Steffen Osterloh

El 1 de enero de 2026, Bulgaria adoptó el euro y se convirtió en el vigésimo primer miembro de la zona del euro. Las evaluaciones recogidas en los últimos informes de convergencia de la Comisión Europea (2025) y del Banco Central Europeo (BCE, 2025) allanaron el camino para la adopción del euro por parte de Bulgaria y, por tanto, para una nueva ampliación de la zona del euro tras la entrada de Croacia en 2023¹. El 8 de julio de 2025, el Consejo de la Unión Europea aprobó formalmente la incorporación de Bulgaria a la zona del euro y fijó el tipo de conversión de la leva búlgara en 1,95583 levas por euro, el nivel de la paridad central de la leva durante el período en el que el país participó en el mecanismo de tipos de cambio (MTC II)². La adopción de la moneda única por Bulgaria demuestra que la pertenencia a la zona del euro sigue siendo una opción atractiva en épocas de elevada incertidumbre y de tensiones geopolíticas.

Bulgaria está bien integrada con la zona del euro a través de vínculos comerciales y financieros. Tiene una población de unos 6,5 millones de habitantes y su PIB supone aproximadamente el 0,7 % del PIB de la zona del euro. Su estructura económica es similar, en líneas generales, a la de la zona del euro en su conjunto, con una contribución de la industria (incluida la construcción) y de los servicios al valor añadido bruto de en torno al 29 % y el 68 %, respectivamente, frente a alrededor del 26 % y el 72 % en la zona del euro. La zona del euro es el principal socio comercial y financiero de Bulgaria (panel a del gráfico A). Antes de adoptar la moneda única, su economía presentaba un nivel relativamente elevado de eurización. En torno al 70 % de la deuda pública, así como una proporción significativa de la deuda de las sociedades no financieras, ya estaban denominadas en euros, reflejo de la composición por monedas del ahorro de los hogares y de los activos líquidos de las empresas, mantenidos en su mayor parte en forma de depósitos (panel b del gráfico A). Durante más de 25 años, la política monetaria de Bulgaria estuvo alineada con la del BCE a través de su sistema de *currency board*, que mantuvo un tipo de cambio fijo BGN/EUR. La profunda integración del país con la zona del euro se plasma en la estrecha armonización de su ciclo económico con el de la zona en los 15 años anteriores a la introducción de la moneda única. Además, los bancos propiedad de instituciones financieras domiciliadas en otros países de la zona desempeñan un papel dominante en el sistema bancario búlgaro.

¹ Véase Falagiarda y Gartner (2022).

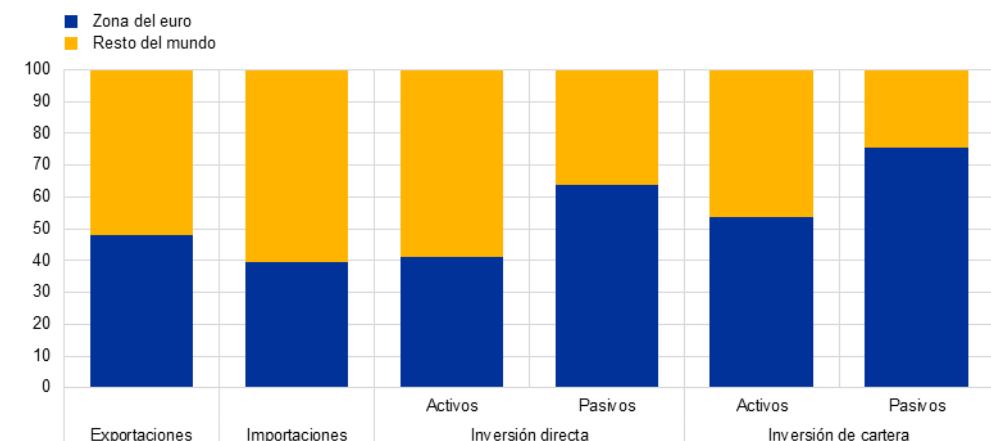
² Véase Dorrucci *et al.* (2020).

Gráfico A

Vínculos de Bulgaria con la zona del euro

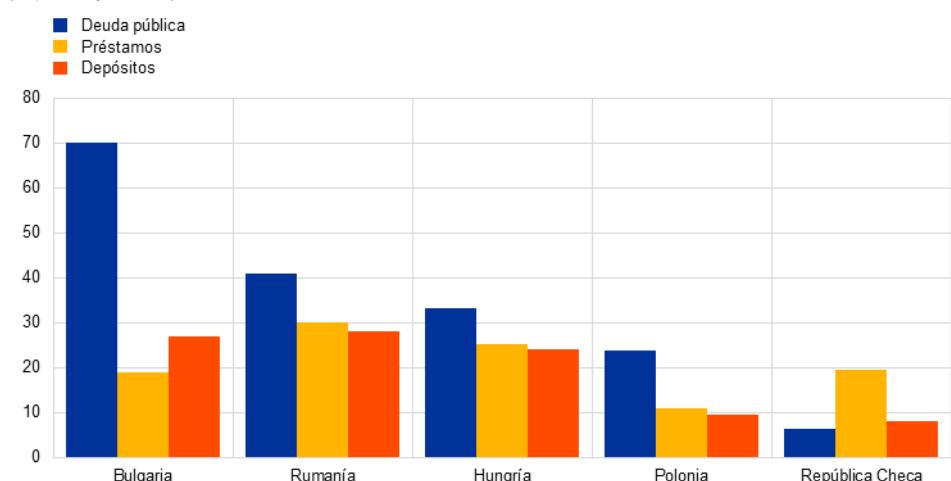
a) Vínculos comerciales y financieros

(en porcentaje del total)



b) Porcentaje de deuda pública, préstamos y depósitos denominados en euros

(en porcentaje del total)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: los datos corresponden a 2024. Las exportaciones y las importaciones se refieren únicamente al comercio de bienes. Panel b: los datos se refieren a los saldos vivos de los préstamos y depósitos de los sectores privados nacionales (distintos de las instituciones financieras monetarias) al final de octubre de 2025 y al saldo de deuda de las Administraciones Públicas al final de 2024.

Al igual que otros países que han adoptado el euro, se espera que Bulgaria se beneficie de la disminución de los costes de transacción y financiación. Dada la profunda integración de este país con la zona del euro y su compromiso con el mantenimiento de unas políticas fiscales, estructurales y financieras sólidas, se prevé que la adopción de la moneda única reporte una serie de ventajas económicas, entre las que se incluyen: i) aumento del comercio exterior y de la inversión como resultado de la disminución de los costes de transacción; ii) mayor transparencia y comparabilidad de los precios; y iii) mayor confianza de los inversores³. También se espera que la economía se vea favorecida por un

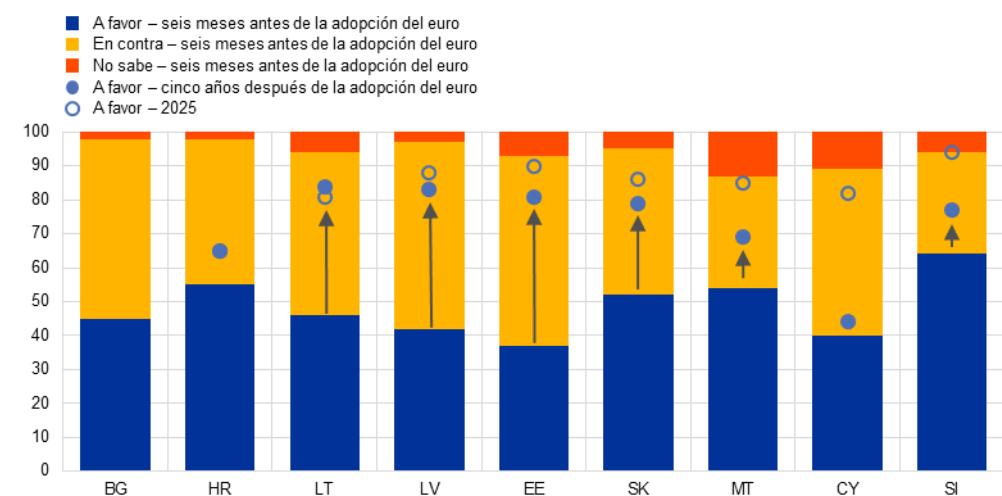
³ Algunas de estas ventajas ya son evidentes en las mejoras recientes de las calificaciones crediticias de Bulgaria.

descenso de los costes de financiación debido al firme anclaje de las expectativas de inflación y a la reducción de los costes regulatorios para las entidades de crédito, como menores exigencias de reservas. Además, la adopción de la moneda única por parte de Bulgaria le permite participar en la toma de decisiones de la zona del euro y contribuir a la elaboración de las políticas económicas pertinentes.

Se espera que los costes y los riesgos asociados a la adopción de la moneda única sean reducidos y en gran medida puntuales. Cuando un país se va a incorporar a la zona del euro, los principales motivos de inquietud son los costes relacionados con la transición al euro y la posibilidad de que se produzcan subidas de precios injustificadas en la conversión de los precios a euros⁴. Para mitigar estas preocupaciones, las autoridades búlgaras han aplicado diversas medidas, como reforzar el seguimiento de los precios y las inspecciones para hacer frente a prácticas abusivas, así como la imposición de un largo período obligatorio de doble indicación de precios (entre el 8 de agosto de 2025 y el 8 de agosto de 2026). Con todo, el apoyo de los ciudadanos búlgaros al euro sigue siendo relativamente bajo ante el temor de que los precios suban. Esta situación también se dio en anteriores transiciones al euro, en las que el respaldo a la moneda única por lo general crecía posteriormente (gráfico B)⁵. Habida cuenta del alto nivel de integración económica y financiera de Bulgaria con la zona del euro y de la trayectoria sostenida del tipo de cambio fijo BGN/EUR, la pérdida de flexibilidad cambiaria como herramienta de estabilización es prácticamente irrelevante.

Gráfico B Actitudes con respecto al euro

(en porcentaje del total)



Fuente: Comisión Europea (Eurobarómetro).

Notas: Las barras muestran las respuestas a la pregunta «¿Personalmente, en general, está más a favor o en contra de la idea de introducir el euro en su país?» de la encuesta del Eurobarómetro titulada «Introducción del euro en los Estados miembros que aún no han adoptado la moneda común». Los círculos con relleno representan las respuestas a la pregunta «¿Está más a favor o en contra de una unión económica y monetaria europea con una moneda única, el euro?» del Eurobarómetro estándar de otoño (de primavera 2025 para Croacia). Los círculos sin relleno reflejan las respuestas a la misma pregunta del Eurobarómetro estándar de primavera 2025.

⁴ Para consultar información más detallada acerca del impacto estimado de la transición al euro sobre los precios en Croacia y anteriormente en otros países, véase Falagiarda *et al.* (2023).

⁵ Véase también Dreher y Hernborg (2025).

Desde su incorporación a la UE en 2007, Bulgaria ha avanzado de forma significativa en la convergencia con la zona del euro. Los desequilibrios macroeconómicos excesivos existentes antes de la pandemia de COVID-19 — como una posición deudora frente al exterior, fragilidades en el sector financiero y un elevado endeudamiento empresarial — se han corregido gradualmente con medidas creíbles y políticas fiscales prudentes. Bulgaria también ha realizado progresos notables en su convergencia en términos reales: el PIB per cápita aumentó desde alrededor del 35 % de la media de la zona del euro en 2006 hasta algo más del 60 % en 2025 (panel a del gráfico C). Además, ha logrado una mayor integración financiera gracias al marco de cooperación estrecha (establecido en 2020), que ha contribuido tanto a armonizar los estándares de supervisión con los de la zona del euro como a reforzar la estabilidad financiera.

Pese a que la economía de Bulgaria ha capeado relativamente bien las perturbaciones recientes, persisten riesgos para la convergencia de la inflación. La economía búlgara demostró capacidad de resistencia durante la pandemia y ante los repuntes recientes de los precios energéticos y las tensiones geopolíticas. Sin embargo, su carácter de economía pequeña y abierta hace que siga expuesta a perturbaciones externas⁶. La inflación continúa siendo vulnerable a las fluctuaciones de los precios exteriores debido a la elevada intensidad energética de la producción y al importante peso de la energía y los alimentos en el consumo de los hogares⁷. Aunque la fuerte dinámica de los salarios y del crédito se está moderando, plantea riesgos al alza adicionales. A largo plazo, los niveles relativamente bajos de precios y de renta en Bulgaria en comparación con otros países que han adoptado el euro (panel b del gráfico C), sugieren que la convergencia real y nominal probablemente continuará.

⁶ Véase, por ejemplo, Bijsterbosch *et al.* (2025).

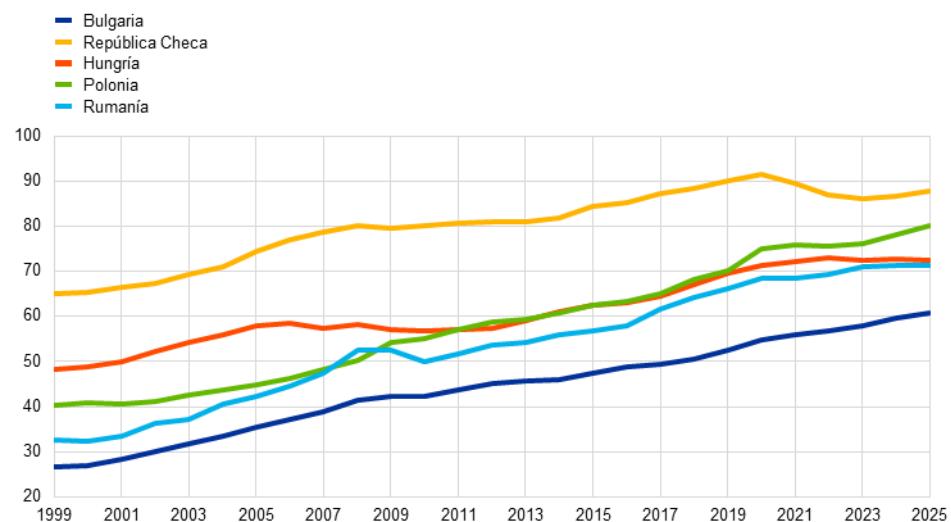
⁷ Véase Falagiarda (2024) para más información sobre las causas y las implicaciones de la alta inflación de los últimos años en los países de Europa Central y Oriental (CEE, por sus siglas en inglés) de la zona del euro, cuyas economías presentan características estructurales similares a las de los CEE no pertenecientes a la zona del euro, como Bulgaria.

Gráfico C

PIB real per cápita en relación con la media de la zona del euro

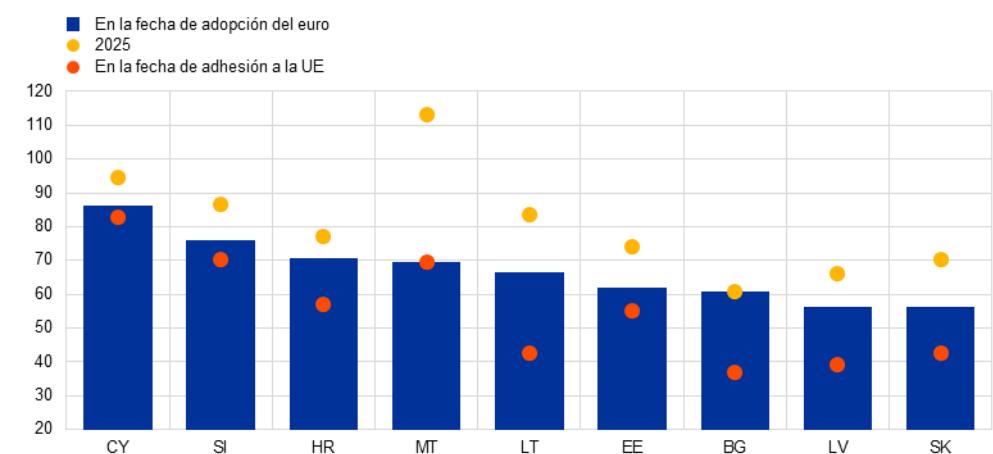
a) Evolución en el tiempo y en comparación con países de su entorno

(Índice: zona del euro = 100)



b) En comparación con otros países que han adoptado el euro

(Índice: zona del euro = 100)



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO) y cálculos del BCE.

Notas: El PIB real per cápita se expresa en unidades de poder adquisitivo. Los datos correspondientes a 2025 proceden de las previsiones económicas de otoño de 2025 de la Comisión Europea. Panel b: las barras azules muestran el PIB real per cápita en el año anterior a la adopción del euro (por ejemplo, 2007 en el caso de Chipre; 2025 en el de Bulgaria) en relación con la media de la zona del euro (ZE-20). Los puntos rojos muestran el PIB real per cápita en el año anterior a la adhesión a la UE (por ejemplo, 2003 para Chipre; 2006 para Bulgaria) con respecto a la media de la ZE-20, mientras que los puntos amarillos reflejan el nivel estimado para 2025 en relación con la media de la ZE-20.

Bulgaria ha mantenido una trayectoria fiscal sólida, pero podría afrontar presiones para que incremente sus niveles relativamente bajos de gasto público. En el marco del sistema de *currency board*, el país ha registrado superávits presupuestarios en 13 de los últimos 27 años, ha mantenido su ratio de deuda muy por debajo del 60 % del PIB (23,8 % en 2024, la segunda más baja de la UE) y desde 2012 ha evitado quedar sujeto a un procedimiento de déficit excesivo. Esta sólida evolución fiscal se ha visto respaldada por una política fiscal prudente, necesaria para preservar la credibilidad del sistema de *currency board*. Cuando Bulgaria adopte el euro y las restricciones de este sistema desaparezcan,

es posible que los incentivos de política fiscal cambien. Si surgiera la percepción de que cabría la posibilidad de relajar la disciplina fiscal, con el tiempo se podrían generar presiones alcistas sobre el gasto, en particular en aquellas funciones económicas a las que actualmente se dedica un porcentaje de gasto relativamente bajo. En concreto, este es el caso de la inversión pública, que ha permanecido en niveles persistentemente reducidos en comparación con otros países de Europa Central y Oriental (panel a del gráfico D), debido, en parte, a que el despliegue de los fondos Next Generation EU fue más lento de lo inicialmente previsto. El gasto en protección social, sanidad y educación también es moderado en relación con el de la zona del euro (panel b del gráfico D). Si las presiones para elevar estas partidas de gasto público se tradujeran en un incremento de este, para mantener la ratio de deuda estable serían necesarios mayores ingresos tributarios. De cara al futuro, la preservación de unas finanzas públicas saneadas y favorables al crecimiento, en consonancia con las normas de gobernanza económica de la UE y respaldadas por un marco fiscal nacional sólido, junto con la continuación de las reformas estructurales para impulsar la productividad, sería el mejor camino para lograr una convergencia económica sostenible a largo plazo y evitar presiones inflacionistas indebidas y pérdidas de competitividad que podrían lastrar el potencial de crecimiento económico a largo plazo de Bulgaria.

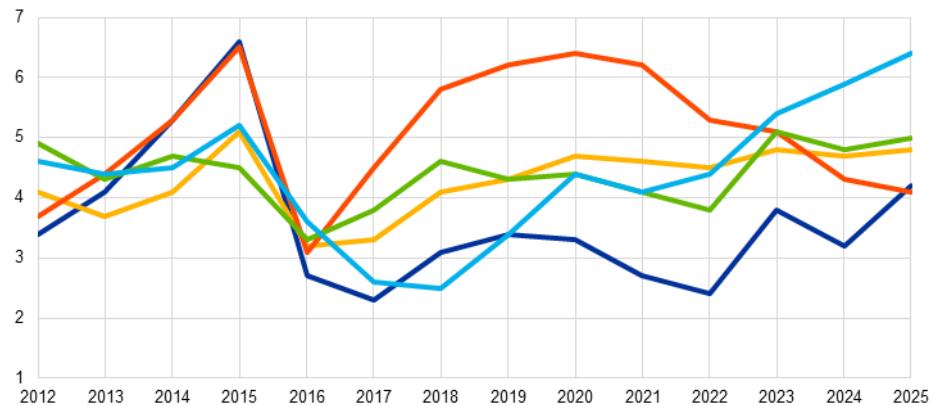
Gráfico D

Inversión y gasto públicos

a) Inversión pública

(en porcentaje del PIB)

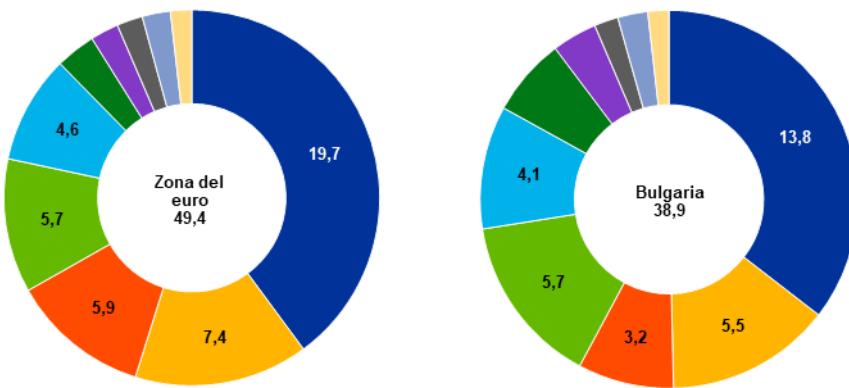
- Bulgaria
- República Checa
- Hungría
- Polonia
- Rumanía



b) Gasto de las Administraciones Públicas, por función económica

(en porcentaje del PIB)

- Protección social
- Sanidad
- Servicios públicos generales
- Asuntos económicos
- Educación
- Orden público y seguridad
- Defensa
- Ocio, cultura y religión
- Vivienda y servicios comunitarios
- Protección del medioambiente



Fuentes: Comisión Europea (base de datos AMECO), Eurostat (COFOG, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.
 Notas: Panel a: los datos correspondientes a 2025 proceden de las previsiones económicas de otoño de 2025 de la Comisión Europea. Panel b: los datos se refieren a 2023. Las cifras que figuran en los círculos blancos indican el total.

Bibliografía

M. Bijsterbosch, M. Falagiarda y L. Žídeková (2025), «[From headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe](#)», *The ECB Blog*, BCE, 28 de noviembre.

E. Dorrucci, M. Fidora, C. Gartner y T. Zumer (2020), «[The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

F. Dreher y N. Hernborg (2025), «[Love at second sight: support for the euro before and after adoption](#)», *The ECB Blog*, BCE, 4 de noviembre.

Banco Central Europeo (BCE) (2025), *Informe de Convergencia*, BCE, junio.

Comisión Europea (2025), «[Convergence Report 2025 on Bulgaria](#)», *European Economy Institutional Papers*, n.º 320, Comisión Europea, 4 de junio.

M. Falagiarda (2024), «[Inflation in the eastern euro area: reasons and risks](#)», *The ECB Blog*, BCE, 10 de enero.

M. Falagiarda y C. Gartner (2022), «[Croacia adopta el euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

M. Falagiarda, C. Gartner, I. Mužić y A. Pufnik (2023), «[Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?](#)», *The ECB Blog*, BCE, 7 de marzo.

2

Del texto a las complicaciones: hacia una mejor comprensión de los límites de los indicadores de incertidumbre comercial basados en análisis de texto

Maximilian Schröder

La incertidumbre sobre las políticas comerciales ha aumentado de forma significativa como consecuencia de las subidas arancelarias y de las amenazas de imposición de aranceles, lo que ha añadido un nuevo nivel de complejidad al análisis de las perspectivas económicas mundiales. Los cambios en las políticas arancelarias y comerciales, la impredecibilidad de la comunicación y el progresivo abandono del multilateralismo basado en normas en favor de relaciones bilaterales basadas en el poder de negociación han acrecentado la incertidumbre para las empresas y los inversores. Todo ello ha influido en las decisiones de abastecimiento, producción e inversión, y puede afectar a la dinámica del comercio, a la inversión y a la evolución macroeconómica general. Además, la incertidumbre puede incidir en las expectativas y frenar la actividad incluso en ausencia de cambios concretos en las políticas. Por lo tanto, su seguimiento ha pasado a ser crucial para analizar las perspectivas económicas. La incertidumbre en torno a las políticas comerciales ha sido un elemento importante de los supuestos técnicos utilizados en las proyecciones macroeconómicas recientes de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro¹.

Con todo, la incertidumbre sobre las políticas comerciales no es observable y resulta difícil de modelizar. Para capturarla, indicadores como el índice de incertidumbre comercial (TPU, por sus siglas en inglés) presentado en Caldara *et al.* (2020) hacen un recuento de los artículos de prensa en los que palabras clave relacionadas con el comercio y la incertidumbre aparecen muy próximas. Este índice, que en el gráfico A se muestra para el período 1990-2025, se mantuvo en niveles reducidos entre 1990 y 2016, y posteriormente aumentó durante la primera campaña electoral de Trump y su primer mandato, así como durante el primer conflicto comercial entre Estados Unidos y China en 2018-2020. En abril de 2025, el índice alcanzó un máximo histórico cuando la segunda Administración Trump impuso un arancel base del 10 % a la mayoría de las importaciones y aranceles adicionales de hasta el 50 % a países concretos. Aunque el índice TPU ha disminuido desde entonces, se mantiene elevado en términos históricos.

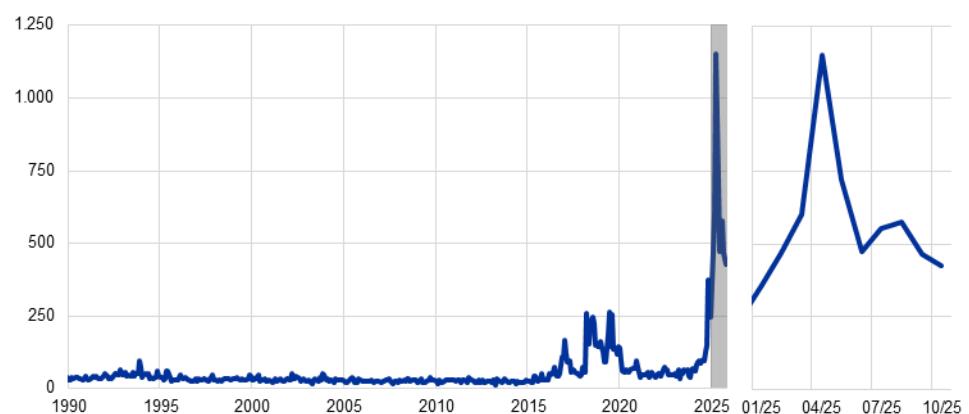
En cuanto a la medición de los efectos macroeconómicos de la incertidumbre sobre las políticas comerciales, para los dos últimos trimestres, los modelos lineales estándar muestran con frecuencia efectos de una magnitud poco verosímil. Uno de los motivos es que estos modelos realizan extrapolaciones de relaciones históricas que pueden haber dejado de existir. Otro motivo está asociado con la construcción del propio índice TPU: el repunte de abril implica que en una

¹ Véanse el recuadro 2 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2025» y el recuadro 1 de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2025».

proporción muy elevada (en torno al 10 %) de todos los artículos de prensa del conjunto de datos de texto utilizado aparecen palabras clave relacionadas con la incertidumbre en torno a las políticas comerciales, lo que sugiere que el índice se puede haber sobreestimado como consecuencia de la mayor atención mediática o de la mención de palabras clave sobre política comercial en el contexto de otros temas.

Gráfico A
Índice de incertidumbre comercial

(porcentajes de artículos de prensa que mencionan palabras clave relativas a la incertidumbre sobre las políticas comerciales, multiplicados por 100)



Fuentes: Caldara *et al.* (2020) y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico muestra el Índice TPU bruto presentado en Caldara *et al.* (2020).

Es probable que la contaminación de los indicadores TPU basados en textos esté relacionada con que la cobertura mediática de la política comercial coincida con la publicación de información económica o sobre política más general. Un motivo de preocupación es que las políticas aplicadas han aumentado la incertidumbre no solo en el ámbito del comercio, sino también en otras áreas de política. En consecuencia, al medir la incertidumbre en torno a las políticas comerciales se pueden producir solapamientos con otros tipos de incertidumbre. Por ejemplo, en un artículo publicado por Reuters en junio (Saphir, 2025) se menciona la política comercial, pero principalmente en el contexto del riesgo geopolítico: «dado que ya se espera una desaceleración de la economía estadounidense bajo la presión de los elevados aranceles a las importaciones impuestos por la Administración Trump, una subida de los precios del petróleo como consecuencia del conflicto [el ataque a Irán] podría ejercer una fuerte presión a la baja sobre la capacidad de gasto de los hogares...». Este tipo de información también pone de relieve otro caso fronterizo: artículos en los que se analiza la incertidumbre económica asociada a los efectos de los aranceles, más que la incertidumbre sobre la propia política comercial, por ejemplo en este texto: «Y aunque también se espera que la inflación se haya situado en niveles próximos al objetivo del 2 % de la Reserva Federal el mes pasado, muchos funcionarios de la Reserva Federal esperan que los aranceles se traduzcan en subidas de precios...» en el mismo artículo. Por consiguiente, las noticias de los medios de comunicación pueden inflar el recuento de palabras clave relacionadas con la incertidumbre de política comercial cuando el índice se interpreta en sentido estrictamente económico. En

este contexto, en este recuadro se advierte de que los valores del índice TPU no deben interpretarse de manera mecánica como perturbaciones puras de incertidumbre y se propone una medida alternativa para utilizarla en modelos macroeconómicos convencionales.

El indicador TPU estándar puede refinarse eliminando las influencias

contaminantes. Estas influencias se vuelven problemáticas cuando el análisis econométrico trata de aislar distintos canales de incertidumbre, por ejemplo, en análisis de escenarios, y pueden dar lugar a una doble contabilización si los valores del indicador TPU bruto se interpretan como una perturbación original de incertidumbre sobre las políticas comerciales. Por consiguiente, en este recuadro se propone un indicador TPU alternativo, que utiliza el índice bruto depurado de los casos de menciones simultáneas de palabras clave, como las que figuran en el párrafo anterior. En lugar de construirlo desde cero, la serie sin ajustar se depura indirectamente regresando la serie sobre un conjunto de variables *proxy*, una constante y una variable ficticia (*dummy*) de la pandemia de COVID-19. De este modo se eliminan las variaciones atribuibles a correlaciones históricas de palabras clave relacionadas con la incertidumbre, preservando al mismo tiempo los cambios que trascienden estas correlaciones. El primer conjunto de variables *proxy* controla por los casos en los que una amplia cobertura mediática de la incertidumbre infla los recuentos de palabras relacionadas con la incertidumbre de política comercial, e incluye: los índices de incertidumbre de política económica por categorías de Baker *et al.* (2016), excluida la política comercial; el índice de riesgo geopolítico de Caldara e Iacoviello (2022); el índice de volatilidad del Chicago Board Options Exchange (VIX, por sus siglas en inglés), y la volatilidad de los precios del petróleo. El segundo conjunto comprende episodios en los que las tensiones financieras o en las cadenas de suministro dan lugar a la publicación de información sobre los riesgos relacionados con el comercio: el índice nacional de condiciones financieras (NFCI, por sus siglas en inglés) de Estados Unidos y el índice de presiones en las cadenas globales de suministro (GSCPI, por sus siglas en inglés). Por último, el tipo arancelario efectivo, definido como los ingresos aduaneros en relación con las importaciones, controla por los casos en los que la cobertura de los medios de comunicación refleja los cambios observados en la política comercial más que la incertidumbre sobre futuras medidas².

El indicador depurado muestra picos significativamente menores durante

2025. En el panel a del gráfico B se muestra el índice TPU depurado junto con el indicador sin depurar³. Aunque mantiene las principales características del indicador original, los picos observados en 2025 solo alcanzan niveles en torno al 20 % de la magnitud de los registrados por el indicador original y superan los niveles observados durante el primer conflicto comercial entre Estados Unidos y China por un margen más reducido⁴. La evolución reciente es comparable, en general, con la observada en los indicadores de incertidumbre de política económica (EPU, por sus

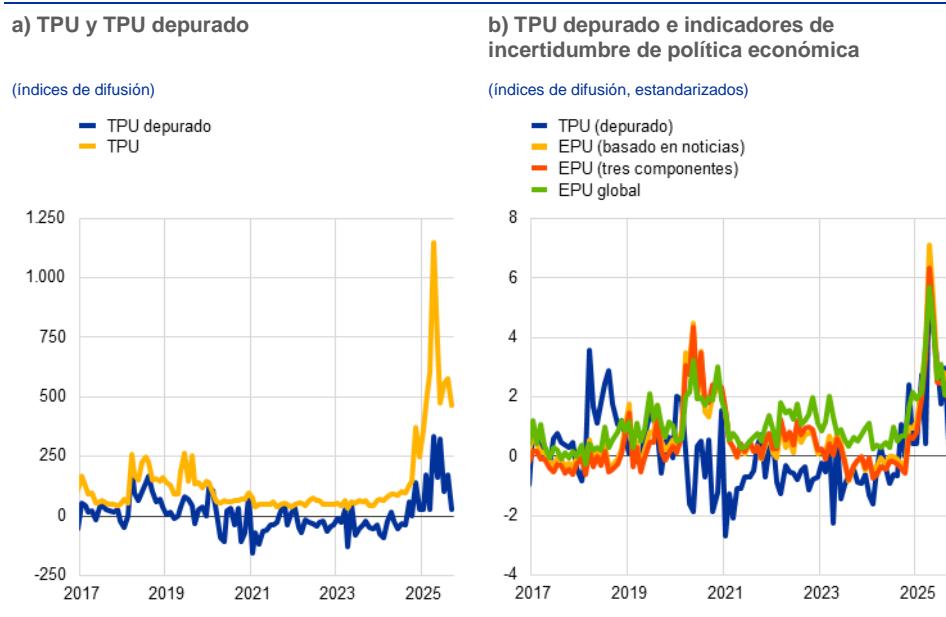
² El tipo arancelario efectivo se ha ajustado de valores atípicos.

³ El índice depurado se centra en su media histórica de largo plazo. Por tanto, unos valores negativos indican unos niveles del índice TPU depurado inferiores a esa media, mientras que unos valores positivos indican una incertidumbre superior a la media.

⁴ El indicador ajustado es algo más volátil y podría añadir ruido al análisis.

siglas en inglés), como el EPU de Estados Unidos basado en noticias, el EPU de Estados Unidos con tres componentes y el EPU global que se muestra en el panel b del gráfico B. La coincidencia de picos en los distintos indicadores de incertidumbre explica, en parte, el repunte desproporcionado del índice TPU bruto si no se corrige de otras fuentes de incertidumbre. Al mismo tiempo, el índice TPU depurado aún registra picos durante el primer conflicto comercial entre Estados Unidos y China, alineándose bien con el TPU bruto. En conjunto, esto avala la opinión de que el indicador TPU sin ajustar puede interpretarse erróneamente en el actual entorno de elevada incertidumbre, a menos que se realice una interpretación restrictiva de las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre sobre las políticas comerciales.

Gráfico B
Índice TPU y otros indicadores de incertidumbre



Fuentes: Panel a: Caldara *et al.* (2022) y cálculos del BCE; panel b: Baker *et al.* (2016), Davis (2016) y cálculos del BCE.
Nota: Últimas observaciones: septiembre de 2025.

El índice TPU ajustado permite construir escenarios contrafactuales que dan lugar a estimaciones más plausibles de los impactos macroeconómicos. A partir del índice ajustado se pueden definir y actualizar sendas alternativas del grado de incertidumbre sobre las políticas comerciales a medida que se dispone de nuevos datos, lo que proporciona una fuente de información flexible para realizar previsiones condicionadas y ejercicios de proyección. El panel a del gráfico C muestra dos escenarios: uno en el que el TPU se reduce desde los niveles actuales hasta la media observada durante el primer conflicto comercial y otro en el que se supone un descenso más prolongado. El panel b del gráfico C muestra los efectos correspondientes sobre el PIB de Estados Unidos y el PIB mundial (excluido Estados Unidos), teniendo en cuenta las perturbaciones que se derivan de la incertidumbre sobre las políticas comerciales desde principios de año. De acuerdo con estos supuestos, el PIB de Estados Unidos y del resto del mundo disminuiría alrededor de 0,1 puntos porcentuales al final de 2027 si la incertidumbre volviera a situarse en los niveles del primer conflicto comercial, mientras que se reduciría

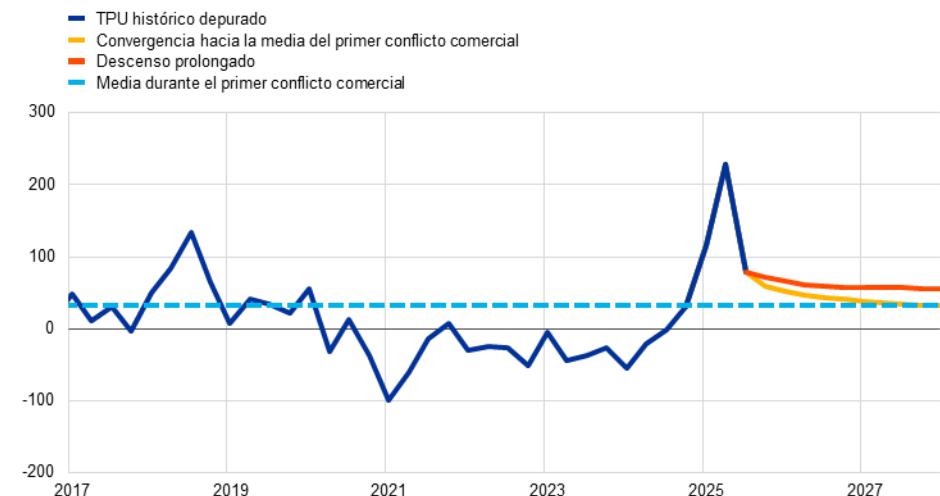
alrededor de 0,2 puntos porcentuales si la incertidumbre se mantuviera elevada durante más tiempo.

Gráfico C

Impacto de la incertidumbre sobre las políticas comerciales en el crecimiento

a) Evolución de la incertidumbre sobre las políticas comerciales

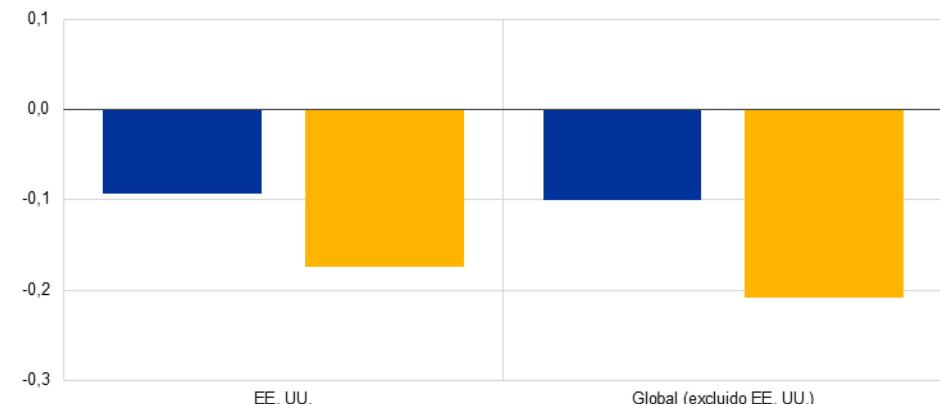
(índice, medias móviles de tres meses)



b) Impacto acumulado de la incertidumbre en el crecimiento del PIB, 2025-2027

(puntos porcentuales)

■ Convergencia hacia la media del primer conflicto ccomercial
■ Descenso prolongado



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Panel a: Última observación: julio de 2025, extrapolaciones a partir de esa fecha. Panel b: Los impactos se calculan a partir de previsiones basadas en modelos de vectores autorregresivos bayesianos, condicionadas por la senda prevista del TPU depurado. Los modelos incluyen, de forma aislada para cada región, el TPU depurado; los logaritmos del PIB, la inversión y el IPC, y la variable ficticia de la pandemia de COVID-19. La perturbación asociada a la incertidumbre sobre las políticas comerciales se identifica mediante el método de identificación de Cholesky.

En conclusión, el ajuste de los indicadores TPU puede mejorar sus propiedades de indicador y facilitar su interpretación. En este recuadro se sostiene que los indicadores de incertidumbre comercial basados en textos podrían capturar un concepto de incertidumbre más amplio que la incertidumbre en torno a los anuncios sobre política comercial y a su implementación únicamente. Una vez eliminados los factores distorsionadores y los efectos del ciclo de noticias, los indicadores ajustados de la incertidumbre sobre las políticas comerciales muestran

impactos macroeconómicos menos significativos de lo que se suele indicar en la literatura. Además, si se adopta una definición más restrictiva de la incertidumbre sobre las políticas comerciales, estos indicadores alternativos se pueden utilizar con facilidad con el fin de definir escenarios para elaborar previsiones condicionadas y ejercicios de proyecciones. En este contexto, el índice TPU ajustado se ha usado como punto de partida para analizar el impacto de la incertidumbre sobre las políticas comerciales en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema/BCE para la zona del euro, y se ha empleado tanto en los escenarios de referencia de las proyecciones como en el análisis de escenarios.

Bibliografía

S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis (2016), «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, número 4, noviembre, pp. 1593-1636.

D. Caldara y M. Iacoviello (2022), «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, abril, pp. 1194-1225.

D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino y A. Raffo (2020), «The economic effects of trade policy uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, enero, pp. 38-59.

S. J. Davis (2016), «An Index of Global Economic Policy Uncertainty», *NBER Working Papers*, n.º 22740, National Bureau of Economic Research, octubre.

A. Saphir (2025), «US attack on Iran adds to economic uncertainty», Reuters, 23 de junio.

3

Seguimiento del comercio en tiempo real: ampliación del conjunto de herramientas de *nowcasting* con datos satelitales

Rinalds Gerinovics y Baptiste Meunier

Las perturbaciones recientes han subrayado la importancia de hacer un seguimiento puntual del comercio internacional, así como las dificultades que conlleva. Los grandes efectos de los cuellos de botella en la oferta posteriores a la pandemia de COVID-19 (2021-2022), las disruptoras en el canal de Panamá (2023) y en el mar Rojo (2024-2025), y las recientes subidas arancelarias han puesto de relieve la necesidad de un seguimiento en tiempo real del comercio. En este recuadro se describe cómo la inclusión de indicadores en tiempo real obtenidos a partir de datos procedentes de satélites sobre los movimientos de los buques en un indicador de seguimiento (*tracker*) convencional puede proporcionar información actualizada sobre la evolución del comercio mundial. El *tracker* ampliado indica actualmente que el comercio muestra falta de dinamismo, pero está mejorando.

Los expertos del BCE elaboraron primero en 2020 un indicador de seguimiento del comercio global para seguir la evolución del crecimiento de las importaciones mundiales (fuera de la zona del euro) utilizando indicadores financieros relacionados con los intercambios comerciales; sin embargo, su precisión era limitada¹. Esa versión inicial se basaba principalmente en datos de los mercados financieros, como los precios de las acciones de las empresas de logística internacionales. De acuerdo con la metodología explicada en Lewis *et al.* (2022), se empleó un análisis de componentes principales para extraer la tendencia subyacente en un conjunto de datos que combinaba datos de alta frecuencia (diaria y semanal) con indicadores mensuales². A pesar de la mayor actualización que ofrecía con respecto a los datos de las cuentas nacionales, que no se publican hasta 30-45 días después del final del trimestre de referencia, esta versión del *tracker* presentaba una precisión limitada en las estimaciones fuera de la muestra.

Los nuevos indicadores basados en los movimientos de los buques rastreados por satélite ofrecen información en tiempo real sobre el comercio por país y por materia prima. El sistema de identificación automática (AIS, por sus siglas en inglés) es un sistema de seguimiento a través del cual los buques transmiten a los satélites información clave como su identidad, posición, velocidad, rumbo y estado de navegación (por ejemplo, navegando o anclado). El AIS fue originalmente desarrollado para evitar colisiones y el uso de los datos transmitidos por este sistema se ha generalizado en la economía porque son datos diarios publicados con un desfase de tan solo un día. Para el seguimiento del comercio, se emplean cuatro índices: 1) el del comercio agregado (importaciones y

¹ Delle Chiaie y Perez-Quirós (2020).

² Las series mensuales contribuyen a suavizar la volatilidad inherente en los datos de alta frecuencia. Las pruebas empíricas muestran que los datos mensuales mejoran la correlación dentro de la muestra y la precisión de las previsiones fuera de la muestra.

exportaciones) a nivel de país, elaborado contabilizando el volumen de carga que llega a los puertos de cada país; 2) el de la actividad marítima en los principales puntos de congestión, que se basa en el mismo método; 3) el de los flujos comerciales de las principales materias primas —petróleo, gas natural licuado (GNL), hierro, carbón, bauxita—, obtenido mediante el rastreo de los petroleros y los graneleros, y 4) el de las exportaciones de automóviles, calculado mediante el seguimiento de los buques de transbordo rodado (dedicados al transporte de vehículos).

Los indicadores basados en datos satelitales reflejan adecuadamente los principales acontecimientos que se producen en el comercio mundial. Por ejemplo, la fuerte expansión del comercio de bienes tras la pandemia tuvo su reflejo en un incremento acusado del tráfico marítimo (panel a del gráfico A). En el segundo trimestre de 2025, los mismos datos indicaban una ralentización pronunciada de los intercambios comerciales estadounidenses, en un contexto de aumento de las barreras comerciales, así como el contraste con la resiliencia que mostraban los intercambios comerciales de China. Asimismo, los cuellos de botella generalizados en la oferta posteriores a la pandemia se manifestaron en la congestión superior a la media que se experimentó en grandes puertos estadounidenses (panel b del gráfico A). Otro ejemplo fueron los ataques de los rebeldes hutíes a buques en el mar Rojo en 2024, que provocaron que las compañías navieras redirigieran los buques hacia el cabo de Buena Esperanza (panel c del gráfico A).

Gráfico A
Indicadores de comercio basados en datos satelitales

a) Comercio marítimo

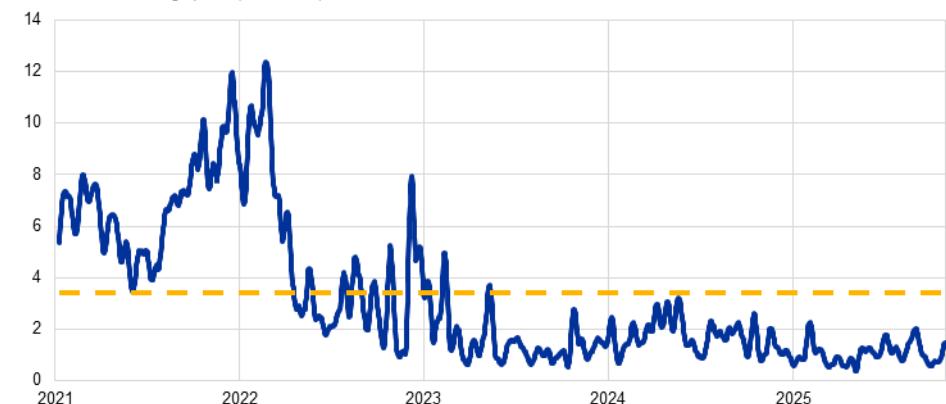
(tasas de variación interanual, medias móviles de tres meses)



b) Congestión en grandes puertos

(número de días en la zona de fondeo)

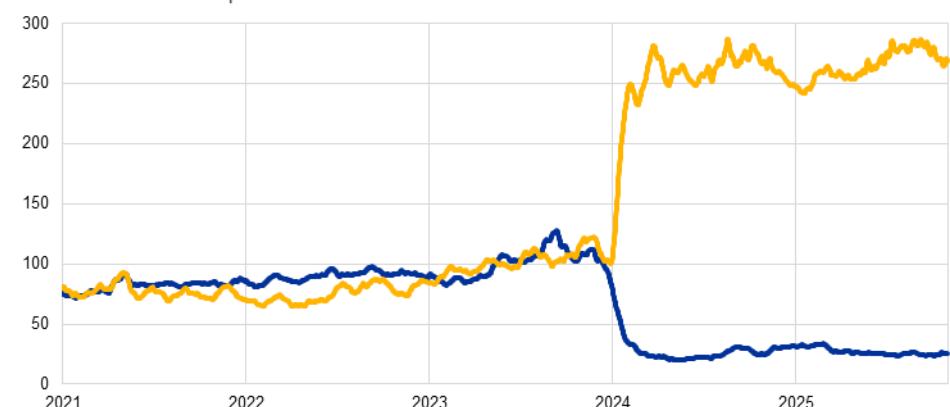
— Estados Unidos
— Media de largo plazo (2020-2025)



c) Actividad marítima en los principales puntos de congestión

(medias móviles de 30 días; índice: enero a octubre de 2023 = 100)

— Canal de Suez
— Cabo de Buena Esperanza



Fuentes: QuantCube y cálculos del BCE.

Notas: En el panel b, el índice se basa en los buques contenedores en los puertos de Los Ángeles y Long Beach. Las últimas observaciones corresponden al 30 de octubre de 2025.

Los indicadores basados en datos satelitales muestran una correlación más

fuerte con el comercio internacional que los indicadores financieros, por lo que son muy adecuados para ampliar el indicador de seguimiento del comercio.

Las pruebas estadísticas (Efron *et al.*, 2004; Fan y Lv, 2008) en las que se evalúa la capacidad predictiva de distintos indicadores diarios y semanales relativos a las importaciones mundiales muestran que las series basadas en datos de satélites arrojan mejores resultados que los indicadores elaborados con datos de mercado (como los precios de las acciones, los precios del transporte marítimo o los precios de las materias primas) y que los indicadores de fuentes alternativas de datos (como Google Trends o los datos sobre los vuelos). Por ejemplo, algunos índices basados en datos satelitales (como las exportaciones de automóviles de la UE) tienen una correlación de Pearson con las importaciones globales superior a 0,7 durante el período 2016-2024, mientras que los indicadores financieros presentan una correlación media de 0,4.

El indicador revisado de seguimiento del comercio mundial incorpora los datos satelitales que tienen la mayor capacidad predictiva³.

La selección se basa en la literatura, que muestra que los modelos de factores son significativamente más precisos cuando se seleccionan menos predictores, pero de carácter más informativo (Bai y Ng, 2008). El *tracker* ampliado incorpora 47 series, 25 de las cuales son semanales (cuatro cotizaciones de acciones de compañías navieras y 21 indicadores basados en datos satelitales) y 22 son mensuales (como el índice de directores de compras de nuevos pedidos exteriores y los datos aduaneros). Entre los indicadores específicos de cada país, para doce países que representan el 64 % del comercio internacional, la selección de variables basadas en datos refleja el papel central de China, dado que varios de los indicadores seleccionados guardan relación con el comercio chino (exportaciones de automóviles, comercio total e importaciones de GNL, hierro y petróleo).

Los datos satelitales mejoran sustancialmente la capacidad predictiva del indicador de seguimiento, tanto en términos de precisión direccional (aumentó del 50 % al 80 %) como en términos de precisión puntual (el error fuera de la muestra se redujo a la mitad).

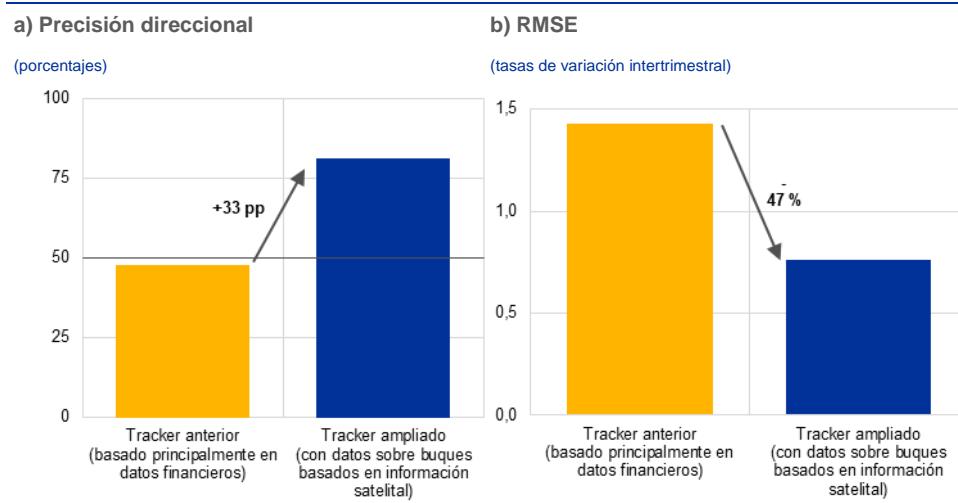
La precisión direccional de las previsiones fuera de la muestra del *tracker* anterior era inferior al 50 %, es decir, predecía correctamente la dirección del crecimiento del comercio internacional menos de la mitad de las veces. En comparación, el *tracker* revisado habría predicho correctamente la dirección en alrededor del 80 % de los casos durante el período 2021-2024 (panel a del gráfico B)⁴. Se observan resultados similares para la precisión de las previsiones puntuales, donde el error cuadrático medio (RMSE, por sus siglas en inglés) fuera de la muestra se reduce en torno a un 50 % (panel b del gráfico B).

³ Se aplicaron mejoras metodológicas para garantizar la coherencia en las transformaciones, los puntos de partida y la secuenciación del análisis de componentes principales. El conjunto de regresores se amplió con ajustes de alta frecuencia de acuerdo con Wegmüller y Glocker (2023). Los cambios técnicos tuvieron un impacto limitado en los resultados fuera de la muestra.

⁴ Las predicciones se muestran en pseudo tiempo real, es decir, tienen en cuenta los retrasos en las publicaciones, pero no las revisiones.

Gráfico B

Precisión de las previsiones fuera de la muestra



Fuentes: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube y cálculos del BCE.

Notas: Precisión durante el período 2021-2024. En el panel a, la precisión direccional es la proporción de períodos en los que la dirección del cambio en el crecimiento real (positivo o negativo) de las importaciones mundiales coincidió con la dirección prevista por el *tracker*.

El indicador de seguimiento ampliado ofrece resultados mejores que el tracker anterior sobre todo en períodos en los que las variables de los mercados financieros se apartan de la dinámica del comercio internacional. El comercio mundial presenta en general una buena correlación con los movimientos de los mercados financieros (Barhoumi y Ferrara, 2015), pero esta relación puede dar lugar a señales erróneas cuando dichos mercados se desvinculan en gran medida de la evolución del comercio. Esto es lo que sucedió en 2022, cuando los mercados bursátiles cayeron en un contexto de escalada de la inflación y de perturbaciones geopolíticas, mientras que el comercio internacional mostró capacidad de resistencia debido a la disminución gradual de los cuellos de botella en la oferta (panel a del gráfico C). Una situación similar se produjo en el primer trimestre de 2025, cuando los mercados financieros retrocedieron como consecuencia de la incertidumbre en torno a las políticas, mientras que el comercio mundial se vio impulsado por el adelanto de las importaciones en previsión de la aplicación de aranceles (panel b del gráfico C). En ambos episodios, el *tracker* anterior apuntaba a un avance del comercio mundial muy por debajo del ritmo verdadero, que el *tracker* ampliado captó con mayor precisión.

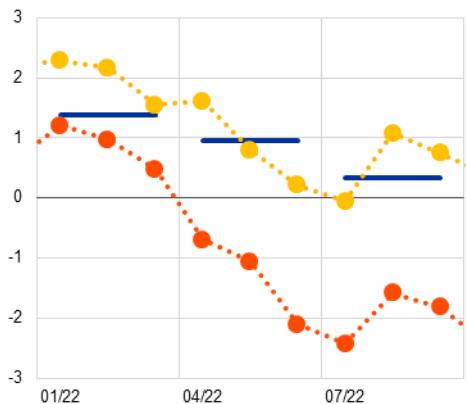
Gráfico C

Predicciones fuera de la muestra

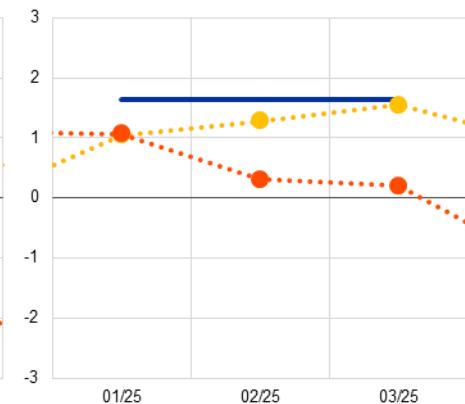
(tasas de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores)

a) Cuellos de botella en la oferta

- Crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro)
- Tracker ampliado
- Tracker anterior



b) I TR 2025



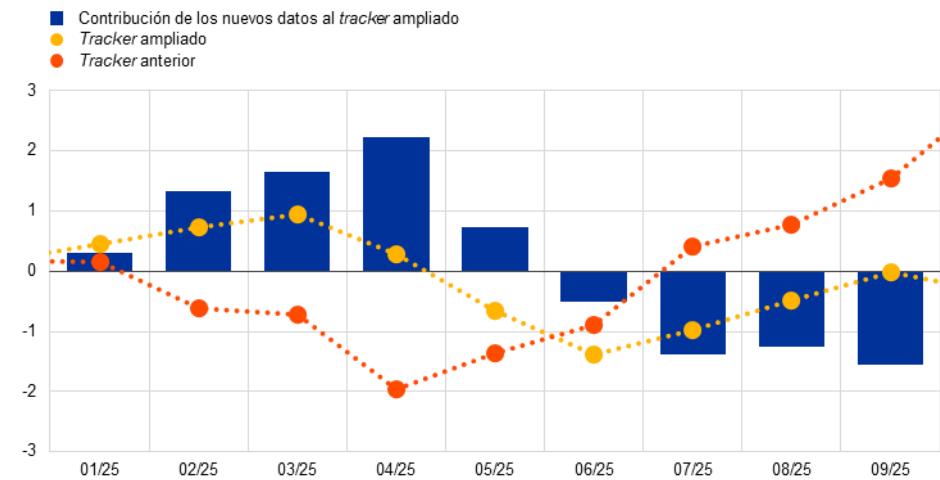
Fuentes: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube y cálculos del BCE.

El *tracker* ampliado sugiere actualmente que el comercio internacional sigue siendo débil, aunque está mejorando (gráfico D). Este indicador ampliado señala que el comercio mundial tocó fondo en el segundo trimestre de 2025, en consonancia con el acusado descenso de las importaciones estadounidenses (-8 % en tasa intertrimestral), y mejoró en el tercer trimestre. Este repunte es acorde con las cuentas nacionales de China y de Corea del Sur publicadas recientemente, que muestran un buen comportamiento de las exportaciones, estimuladas en el caso de este segundo país por el fuerte aumento de los envíos de productos relacionados con la inteligencia artificial (IA), que compensaron en parte el lastre derivado de los aranceles. Aunque el *tracker* ampliado apunta a un crecimiento del comercio inferior a la media, el indicador de seguimiento anterior habría mostrado un panorama considerablemente más optimista, impulsado por el dinamismo de los mercados financieros. En el *tracker* ampliado, los nuevos datos satelitales sirven para moderar esas señales.

Gráfico D

Tracker del comercio global

(tasas de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores, desviación con respecto a la media de 2016-2024)



Fuentes: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la desviación del 0,8 % con respecto al crecimiento medio durante el período 2016-2024. «Contribución de los nuevos datos al tracker ampliado» se calcula como la diferencia entre el indicador de seguimiento anterior y el ampliado.

El indicador de seguimiento del comercio global complementa otras herramientas de previsión de los intercambios comerciales, facilitando la realización de un análisis agregado (*top-down*) de las perspectivas a corto plazo. El *tracker* complementa los modelos de factores dinámicos y las ecuaciones de comercio basadas en la corrección de errores para que sirvan de punto de partida para el análisis del comercio. Ofrece un control más inmediato del pulso del comercio basado en datos de alta frecuencia, por lo que es más sensible a los cambios rápidos en la dinámica del comercio que los modelos basados en datos mensuales o trimestrales. Ahora bien, el *tracker* es un complemento y no un sustituto de otras herramientas, ya que, en épocas normales, los datos de alta frecuencia, que contienen más ruido por definición, podrían tener una importancia de segundo orden.

Bibliografía

J. Bai y S. Ng (2008), «Forecasting economic time series using targeted predictors», *Journal of Econometrics*, vol. 146, n.º 2, octubre, pp. 304-317.

K. Barhoumi y L. Ferrara (2015), «A World Trade Leading Index (WTLI)», *IMF Working Papers*, n.º 2015/020, Fondo Monetario Internacional, enero.

S. Delle Chiaie y G. Pérez-Quirós (2020), «Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19: are high frequency data useful?», manuscrito no publicado.

B. Efron, T. Hastie, I. Johnstone y R. Tibshirani (2004), «Least angle regression», *The Annals of Statistics*, vol. 32, n.º 2, abril, pp. 407-499.

J. Fan y J. Lv (2008), «[Sure independence screening for ultrahigh dimensional feature space](#)», *Journal of the Royal Statistical Society Series B: Statistical Methodology*, vol. 70, n.º 5, octubre, pp. 849-911.

D. Lewis, K. Mertens, J. Stock y M. Trivedi (2022), «Measuring real activity using a weekly economic index», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, n.º 4, noviembre, pp. 667-687.

P. Wegmüller y C. Glocker (2023), «US weekly economic index: Replication and extension», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 38, n.º 6, septiembre/octubre, pp. 977-985.

4

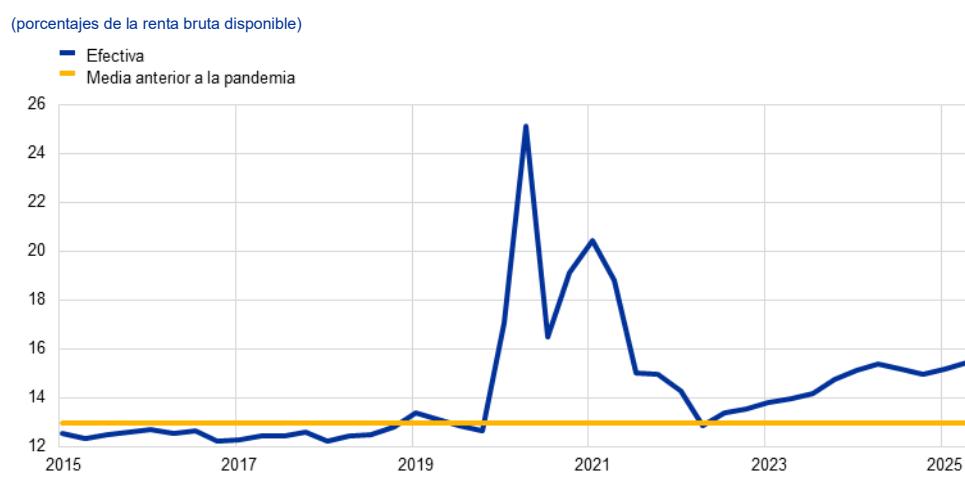
Actualización del análisis de la tasa de ahorro de los hogares: dinámica reciente y determinantes subyacentes

Maria Dimou, Marco Flaccadoro y Johannes Gareis

Tras disminuir desde el máximo asociado a la pandemia, la tasa de ahorro de los hogares volvió a aumentar entre mediados de 2022 y mediados de 2024 y desde entonces se ha mantenido prácticamente estable en un nivel elevado (gráfico A). La tasa de ahorro desestacionalizada de los hogares, según figura en las cuentas trimestrales de los sectores institucionales (QSA, por sus siglas en inglés) de Eurostat, se situó, en promedio, en torno al 13 % entre 1999 y 2019. Tras incrementarse de forma notable durante la pandemia, en el segundo trimestre de 2022 esta tasa retornó a cotas próximas a la media histórica, y después comenzó a crecer de nuevo hasta situarse en el 15,4 % a mediados de 2024. Desde entonces ha permanecido prácticamente estable en ese alto nivel. En este recuadro se presenta evidencia actualizada sobre la evolución de la tasa de ahorro de los hogares y sus determinantes recientes¹.

Gráfico A

Tasa de ahorro de los hogares



Fuentes: Eurostat, BCE, BCE y Eurostat (QSA), y cálculos del BCE.

Notas: Datos desestacionalizados. La media anterior a la pandemia se calcula desde el primer trimestre de 1999 hasta el cuarto trimestre de 2019. La última observación corresponde al segundo trimestre de 2025.

Desde mediados de 2024, la renta real disponible y el consumo real de los hogares han crecido a tasas prácticamente similares, de modo que la tasa de ahorro se ha estabilizado en un nivel más elevado que antes de la pandemia. Una descomposición estadística muestra que el aumento de la renta real —en particular de las rentas del trabajo— respaldó la tasa de ahorro antes de la pandemia, mientras que el avance del consumo real tuvo un efecto opuesto (gráfico B). En comparación con el período anterior a la pandemia, el crecimiento de la renta se aceleró de forma acusada entre mediados de 2022 y mediados de 2024,

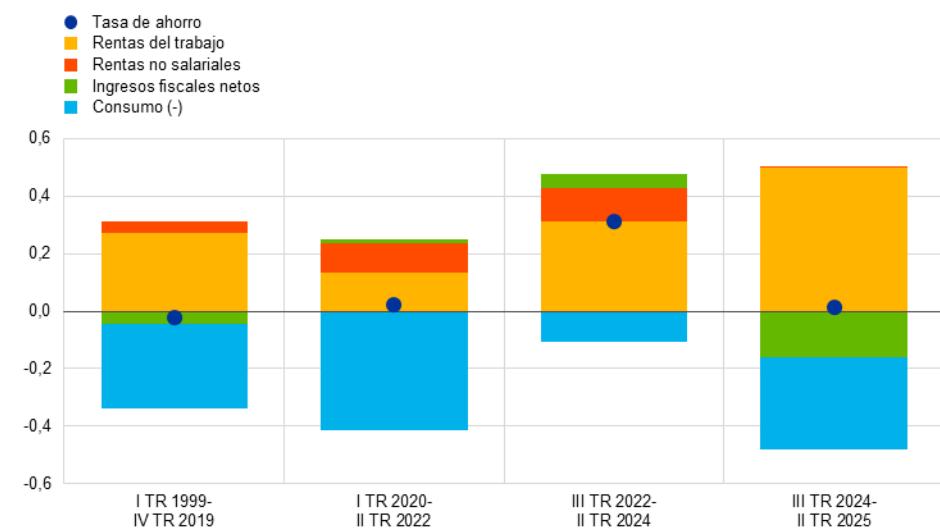
¹ Para un análisis de los factores que explican el aumento de la tasa de ahorro de los hogares en la zona del euro entre mediados de 2022 y mediados de 2024, véase Bobasu *et al.* (2024).

y se vio estimulado principalmente por la mayor contribución de las rentas no salariales —incluidas las rentas del trabajo por cuenta propia, los ingresos netos por intereses, los dividendos y los alquileres— y por los ingresos fiscales netos relacionados con las medidas fiscales introducidas en respuesta a la perturbación de los precios de la energía, incluido el apoyo no focalizado. Es probable que estos factores impulsaran la tasa de ahorro, ya que las rentas no salariales se acumulan de forma desproporcionada en los hogares con rentas más altas que tienen una mayor propensión al ahorro². Desde mediados de 2024, esta tasa se ha mantenido prácticamente estable a medida que la dinámica de la renta y del consumo reales se ha ido normalizando, y el mayor crecimiento de las rentas del trabajo —que refleja la recuperación de los salarios reales y el sostenimiento del empleo— ha compensado el descenso de las rentas no salariales y la retirada gradual del apoyo fiscal.

Gráfico B

Contribución del crecimiento de la renta y del consumo a las variaciones de la tasa de ahorro de los hogares

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales; medias)



Fuentes: Eurostat, BCE, BCE y Eurostat (QSA), y cálculos del BCE.

Notas: La variación intertrimestral de la tasa de ahorro es aproximadamente igual a la diferencia entre el crecimiento intertrimestral de la renta real disponible y del consumo real. La renta se descompone en rentas del trabajo (remuneración de los asalariados), rentas no salariales (rentas del trabajo por cuenta propia, ingresos netos por intereses, dividendos y alquileres) e ingresos fiscales netos (transferencias e impuestos sobre la renta y el patrimonio). Los componentes de la renta y el consumo se expresan en términos reales utilizando el deflactor del consumo privado de las cuentas nacionales.

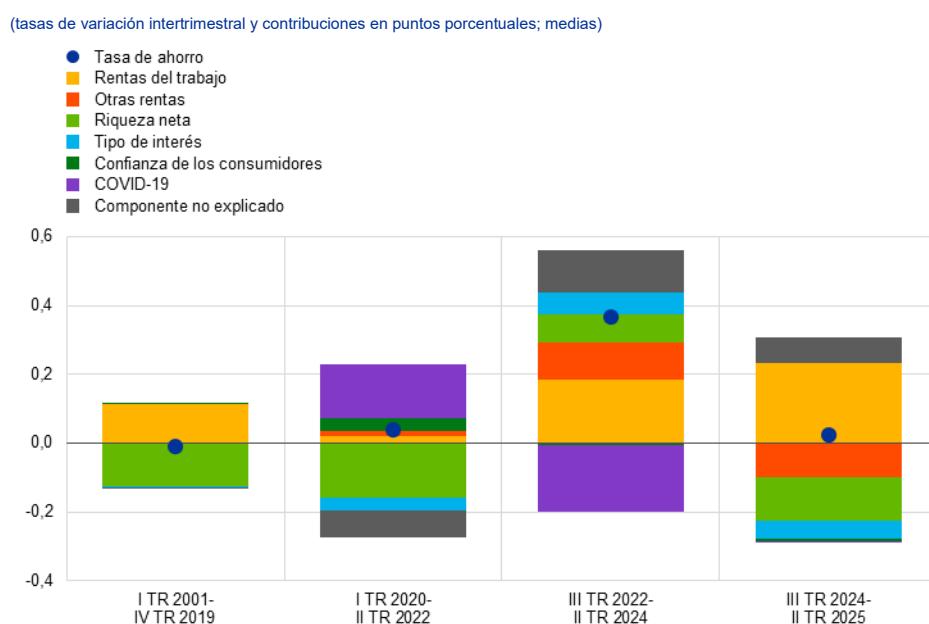
Las estimaciones empíricas indican que la tasa de ahorro se ha mantenido en niveles elevados durante el último año, ya que las contribuciones negativas de la disminución de los tipos de interés reales y la mejora de las posiciones patrimoniales reales netas no han contrarrestado totalmente el impulso procedente del acusado crecimiento de las rentas reales del trabajo. Un modelo empírico del consumo real de los hogares muestra que, antes de la pandemia, el incremento de la renta real, en particular de las rentas del trabajo, elevó la tasa de ahorro, ya que el consumo no se ajustó en la misma medida a la renta, mientras que los aumentos de la riqueza real neta propiciaron su disminución

² Para una descripción de las medidas de política fiscal aplicadas en la zona del euro durante el período de alta inflación, véase Bankowski et al. (2023).

al reducir los incentivos de los hogares para ahorrar y, con ello, fomentar un mayor consumo (gráfico C). El crecimiento de la tasa de ahorro entre mediados de 2022 y mediados de 2024 reflejó el rápido aumento de las rentas del trabajo, mientras que el avance superior al habitual de las otras rentas (es decir, la suma de las rentas no salariales y de los ingresos fiscales) también supuso una contribución positiva significativa³. El descenso de la riqueza real neta tras la escalada de la inflación y la subida de los tipos de interés reales derivada del endurecimiento de la política monetaria representaron una contribución adicional al alza, mientras que el legado de la pandemia afectó a la tasa de ahorro a medida que el consumo se normalizó. Desde mediados de 2024, el crecimiento de las rentas reales del trabajo ha vuelto a aumentar, impulsando con fuerza al alza la tasa de ahorro. No obstante, esta evolución se ha visto compensada por el incremento de la riqueza real neta —cuya aportación a la tasa de ahorro retornó a su media histórica—, la bajada de los tipos de interés reales y la reversión de anteriores incrementos de otras rentas.

Gráfico C

Contribuciones a la variación de la tasa de ahorro de los hogares: descomposición basada en un modelo



Fuentes: Eurostat, BCE, BCE y Eurostat (QSA), y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las contribuciones de las rentas reales del trabajo y de otras rentas (es decir, la suma de las rentas no salariales y los ingresos fiscales), la riqueza real neta, los tipos de interés reales, la confianza de los consumidores, la pandemia de COVID-19 y un componente residual de las variaciones medias de la tasa de ahorro de los hogares en distintos períodos. La descomposición se basa en un modelo estimado de corrección del error para el crecimiento del consumo de los hogares, considerando como dado el crecimiento de la renta real de los hogares. Los componentes de la renta y la riqueza neta se deflactan utilizando el defactor del consumo privado de las cuentas nacionales. El tipo de interés real se mide por el euríbor a tres meses ajustado por la tasa de variación interanual esperada de los precios de consumo obtenida de la encuesta de opinión de la Comisión Europea. El modelo se estima para el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el segundo trimestre de 2025. Para más detalles sobre un modelo similar sin variables ficticias del COVID-19 y sin que la renta se divida en rentas del trabajo y otras rentas, véase Bobasu *et al.* (2024).

La incertidumbre de los hogares acerca de su propia situación financiera también parece influir de manera importante en las decisiones de ahorro. La

³ Para un análisis de la evolución reciente de las rentas del trabajo y de otras rentas de los hogares en la zona del euro y de su influencia en el lento crecimiento del consumo en el período posterior a la pandemia, véase Ceci y Flaccadoro (2026).

información a nivel de hogares procedente de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) se utiliza para arrojar luz sobre los factores no capturados por los determinantes macroeconómicos convencionales, como indica el componente positivo no explicado en la descomposición basada en el modelo utilizado desde mediados de 2022 (gráfico C). En particular, el análisis se centra en la incertidumbre relacionada con las políticas y la incertidumbre individual, como reflejan los motivos *ricardianos* y *de precaución* para ahorrar⁴. Una nueva pregunta incluida en el cuestionario de la CES de noviembre de 2025 revela que los motivos de precaución y ricardianos son relevantes para las decisiones de ahorro de alrededor del 50 % de los encuestados, y el 25-30 % también indica uno u otro motivo como la razón más importante para ahorrar (panel a del gráfico D)⁵. Si se analizan con más detalle las diferencias transversales entre los participantes, se observa que la importancia de estos dos motivos depende principalmente de las restricciones económicas que afrontan los encuestados y del grado de incertidumbre sobre su situación financiera, mientras que las diferencias por nivel de renta y edad parecen influir menos (panel b del gráfico D). Es más probable que los hogares que no declaran tener restricciones de liquidez concedan una importancia significativamente mayor a ambos motivos, en consonancia con su mayor capacidad de planificación y ahorro («sin restricciones»). Al mismo tiempo, los encuestados que afirman estar muy seguros sobre su situación financiera futura («seguridad») consideran que estos dos motivos son mucho menos importantes que para los hogares que se enfrentan a una incertidumbre mayor. Las similitudes que se observan en los factores determinantes de ambos motivos sugerirían que están relacionados desde el punto de vista conceptual, ya que los encuestados tienden a percibir las medidas del Gobierno como una fuente adicional de incertidumbre sobre la renta. Esto es coherente con análisis anteriores que han puesto de manifiesto la importancia de la incertidumbre geopolítica y en torno a las políticas para el gasto en consumo⁶.

⁴ Los motivos *ricardianos* se refieren al ahorro en previsión de cambios en la tributación o en las prestaciones públicas como resultado del endeudamiento público en ese momento (Barro, 1974). Los motivos *de precaución* están relacionados con el ahorro para proteger al consumo de fluctuaciones imprevisibles en la renta (prudencia frente a impaciencia) (Carroll, 1997).

⁵ Los encuestados debían evaluar, en una escala del 0 % (ninguna influencia) al 100 % (influencia muy importante), cómo habían afectado los motivos seleccionados a sus decisiones de ahorro. Entre estos motivos se incluyen el atractivo relativo del ahorro en el momento presente (sustitución intertemporal), un motivo de precaución, la preocupación acerca de que se produzcan cambios en la tributación/prestaciones públicas (motivo ricardiano) y el ahorro por hábito.

⁶ Véase, por ejemplo, Andersson *et al.* (2024).

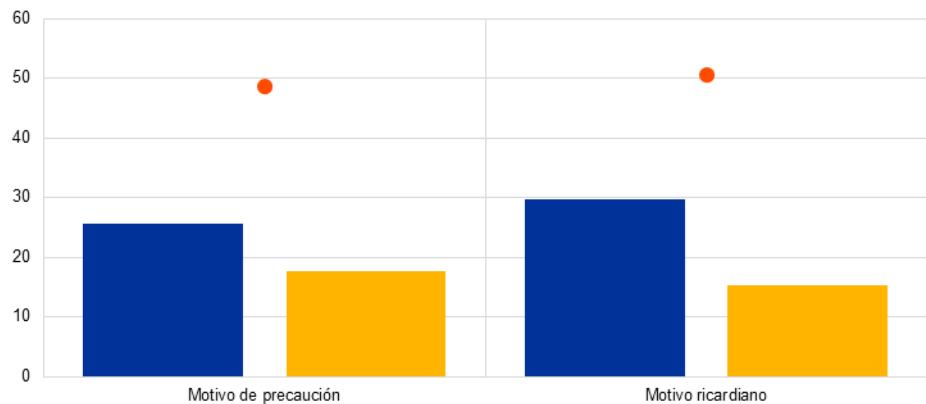
Gráfico D

Prevalencia de los motivos de precaución y ricardianos entre los encuestados y sus determinantes

a) Prevalencia de los motivos de precaución y ricardianos entre los encuestados

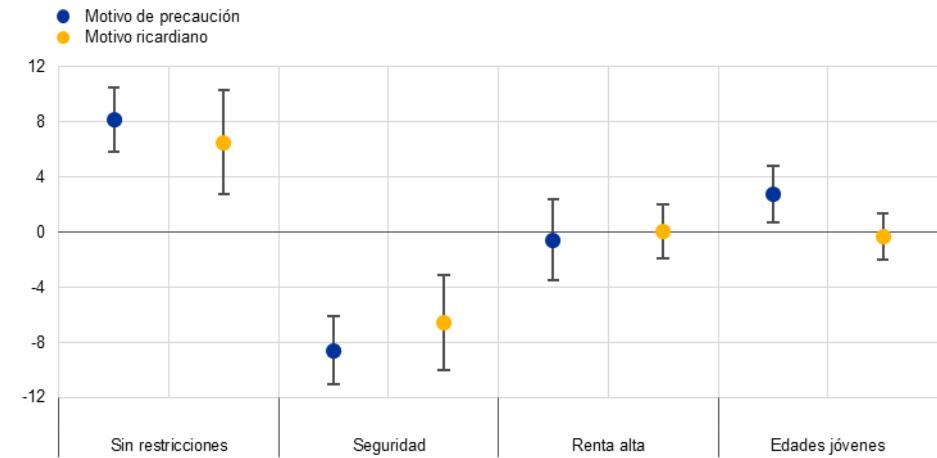
(puntuación de la importancia (0-100) y porcentaje de encuestados)

- Razón más importante para ahorrar
- Razón menos importante para ahorrar
- Puntuación media de la importancia



b) Determinantes de la prevalencia de los motivos de precaución y ricardianos

(variación de la puntuación media de la importancia; puntos porcentuales)



Fuentes: Datos ponderados de la CES y cálculos del BCE.

Notas: Panel b: La variable ficticia *sin restricciones* es igual a 1 en el caso de los encuestados que indican que dispondrían de recursos financieros suficientes para atender un pago inesperado equivalente a los ingresos mensuales de su hogar. La variable ficticia *seguridad* (indicada por los participantes en la encuesta) es igual a 1 para los encuestados que consideran fácil o relativamente fácil predecir su situación financiera futura y a 0 en los demás casos. La variable ficticia *renta alta* es igual a 1 para los encuestados con rentas superiores a la mediana. *Edades jóvenes* es igual a 1 para los encuestados de hasta 49 años. Las regresiones incluyen efectos fijos de país y se ponderan utilizando ponderaciones compuestas, definidas como el ahorro nominal individual en octubre de 2025, multiplicado por las ponderaciones de la encuesta. Los errores estándar están agrupados a nivel de país.

En general, la evidencia basada en el modelo y las encuestas sugiere que tanto factores coyunturales como de comportamiento han contribuido a que la tasa de ahorro se mantenga elevada, pero prácticamente estable. Aunque la dinámica de la renta y la riqueza ha retornado en gran medida a los patrones anteriores a la pandemia, es probable que el aumento de la incertidumbre y los motivos de precaución hayan seguido ejerciendo presiones al alza sobre el ahorro.

Bibliografía

M. Andersson, A. Bobasu y R. A. De Santis (2024), «[¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

K. Bankowski, O. Bouabdallah, C. Checherita-Westphal, M. Freier, P. Jacquinot y P. Muggenthaler (2023), «[Fiscal policy and high inflation](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

R. J. Barro (1974), «[Are government bonds net wealth?](#)», *Journal of Political Economy*, vol. 82, n.º 6, pp. 1095-1117.

A. Bobasu, J. Gareis y G. Stoevsky (2024), «[Factores que explican la elevada tasa de ahorro de los hogares en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

C. D. Carroll (1997), «[Buffer-stock saving and the life cycle/permanent income hypothesis](#)», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n.º 1, pp. 1-55.

D. Ceci y M. Flaccadoro (2026), «The recent weak in households consumption: evidence from the euro area and Italy», *Occasional Papers*, Banca d'Italia, de próxima publicación.

5

¿Ha recuperado la vivienda su atractivo? Perspectivas a partir de una nueva ratio de Sharpe para la vivienda basada en encuestas

Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis y Desislava Rusinova

La inversión residencial es un barómetro de la economía y la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) ofrece información oportuna sobre cómo perciben los hogares su atractivo. La inversión en vivienda es relevante tanto a nivel individual como agregado¹. Para muchas personas representa la decisión financiera más importante de su vida, mientras que a nivel macroeconómico se utiliza principalmente como indicador adelantado de la actividad económica general². En conjunto, ambas perspectivas sugieren que las percepciones de los hogares contienen información valiosa para hacer un seguimiento de las fluctuaciones de la inversión residencial, así como, potencialmente, para anticipar la evolución económica en términos más generales. La CES proporciona una medida cualitativa directa de la percepción de los hogares de la vivienda como inversión, en concreto el porcentaje de encuestados que en el momento de realizarse la encuesta considera que comprar un inmueble en su zona es una buena inversión. Para complementar esta medida, en este recuadro se presenta un indicador cuantitativo indirecto del atractivo que reviste la inversión en vivienda para los hogares: la ratio de Sharpe, una métrica financiera ampliamente utilizada que relaciona la rentabilidad de una inversión con su riesgo³.

La ratio de Sharpe para la vivienda se obtiene de las expectativas de los hogares sobre los precios de los inmuebles residenciales, junto con una medida del tipo de interés libre de riesgo. En concreto, el indicador toma el promedio poblacional de las expectativas medias de crecimiento de los precios de la vivienda a un año vista de los hogares de la muestra y le resta la rentabilidad libre

¹ Véase en Piazzesi y Schneider (2016) una revisión de la literatura sobre las características de la vivienda y de los mercados de la vivienda y su relación con la política monetaria.

² Aunque la inversión residencial es en sí misma un componente del gasto, también tiene implicaciones significativas para otros componentes, como, por ejemplo, el consumo de artículos para el hogar, que aumenta cuando se equipa una vivienda nueva o reformada. Las decisiones relacionadas con la vivienda tienden a estar estrechamente correlacionadas entre los hogares, dado que se ven influidas por variables agregadas como las transiciones demográficas y las condiciones crediticias y de financiación. Por tanto, actúan como un importante mecanismo de propagación de perturbaciones subyacentes. En consecuencia, la evolución de la inversión residencial puede tener un impacto más amplio en la economía. Se ha observado que la evolución de la inversión residencial, en particular, anticipa la evolución del PIB, sobre todo antes de recesiones. Véanse, entre otros, Leamer (2007) y Leamer (2015) sobre el papel de la inversión en vivienda en el ciclo económico en Estados Unidos, así como Battistini *et al.* (2018) en relación con su papel predictivo de las recesiones en la zona del euro.

³ La ratio de Sharpe mide el exceso de rentabilidad que obtiene un inversor por la volatilidad adicional que conlleva la tenencia de un activo de mayor riesgo. Una ratio más elevada implica una mayor rentabilidad en relación con el riesgo asociado. En este recuadro, la ratio de Sharpe se usa como un indicador cíclico del atractivo de la inversión en vivienda a partir de las expectativas de los hogares, más que como una herramienta para comparar su perfil de riesgo-rentabilidad con el de otras categorías de activos. Es necesario tener presentes las salvedades habituales, ya que la rentabilidad de la vivienda difiere de la de otros activos en términos de liquidez, apalancamiento y características distributivas.

de riesgo, aproximada por el tipo de interés observado en los depósitos a un año. A continuación, esta diferencia se divide por una medida de la incertidumbre de los hogares sobre la subida de los precios de la vivienda —calculada como la media de las desviaciones estándar de sus expectativas de crecimiento de dichos precios a un año vista⁴—. La ratio aumenta cuando los hogares anticipan un mayor crecimiento de los precios residenciales con respecto a los tipos libres de riesgo vigentes (es decir, un mayor exceso de rentabilidad de la inversión residencial) o cuando están más seguros de sus expectativas, y, si sucede lo contrario, disminuye. De esta forma, refleja los cambios en la percepción del atractivo financiero de la inversión en este activo.

La ratio de Sharpe para la vivienda mejoró ostensiblemente durante el último año pero se mantuvo por debajo de su máximo de principios de 2022

(gráfico A). Tras la pandemia de COVID-19, esta ratio alcanzó un máximo en los primeros compases de 2022 y después registró una caída acusada. A finales de 2023 se produjo un punto de inflexión cuando comenzó a recuperarse de forma sostenida. Para septiembre de 2025, había aumentado hasta situarse ligeramente por encima de la media de la muestra pero permanecía muy por debajo del máximo anterior. Se observa un patrón bastante similar en el indicador de «la vivienda como buena inversión» (el porcentaje de encuestados que en el momento de realizarse la encuesta considera que comprar un inmueble en su zona es una buena inversión). Este indicador empezó tanto a descender como a recuperarse algo antes que la ratio de Sharpe para la vivienda y, en septiembre de 2025, se elevó ligeramente por encima de la media de la muestra, aunque se mantuvo en niveles inferiores al máximo de 2021.

⁴ Las distribuciones individuales de las expectativas de los hogares se obtienen de una pregunta de la CES en la que los encuestados asignan probabilidades (que suman 100%) en diez intervalos de crecimiento esperado del precio de la vivienda a un año vista, que van desde el -12% al +12% interanual. Estos datos permiten ajustar una función de densidad de probabilidad empírica a cada hogar del panel, a partir de la cual se pueden calcular la media y la desviación estándar individuales.

Gráfico A

Ratio de Sharpe para la vivienda e indicador de la vivienda como buena inversión



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Notas: El indicador de la vivienda como buena inversión mide el porcentaje de encuestados que en el momento de realizarse la encuesta considera que comprar un inmueble en su zona es una inversión «buena» o «muy buena». Las líneas discontinuas azules y amarillas representan la media de la muestra de la ratio de Sharpe para la vivienda (0,62) y del indicador de la vivienda como buena inversión (37,5 %), respectivamente. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

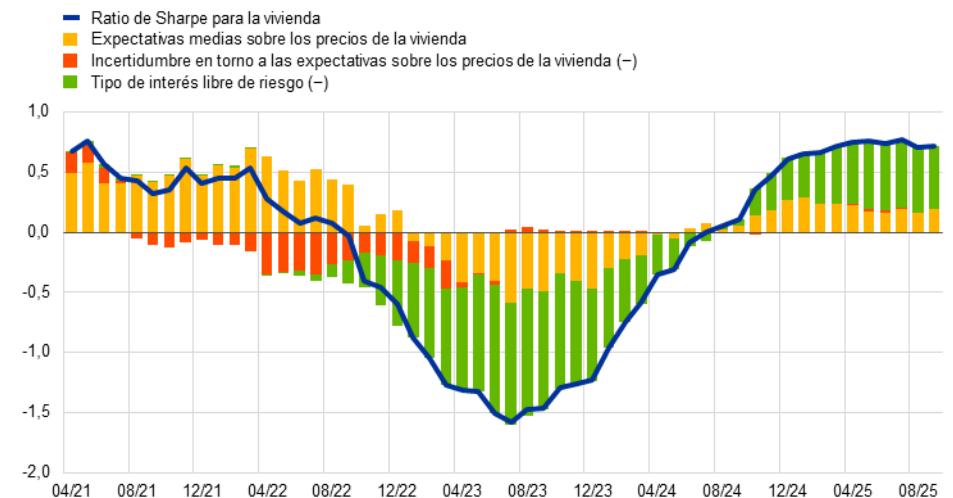
Si se analizan sus componentes, en los últimos años la ratio de Sharpe para la vivienda ha reflejado principalmente las fluctuaciones de las expectativas de crecimiento del precio de este activo y del tipo de interés libre de riesgo (gráfico B). Entre finales de 2021 y mediados de 2023, (la tasa de crecimiento interanual de) esta ratio registró una fuerte caída. En primer lugar, la incertidumbre sobre el crecimiento de los precios de los inmuebles residenciales y, posteriormente, las expectativas medias de aumento de dichos precios influyeron en la percepción de los hogares sobre su atractivo. Además, el alza de los tipos de interés libres de riesgo durante la fase de endurecimiento de la política monetaria del BCE también presionó a la baja la ratio de Sharpe para la vivienda entre mediados de 2022 y finales de 2023. El incremento de la ratio desde julio de 2023 se ha visto respaldado por las mayores expectativas de los hogares de subida de los precios residenciales, mientras que la contribución de la incertidumbre ha sido muy limitada⁵. Además, ha reflejado el descenso del tipo de interés libre de riesgo, a medida que la política monetaria se ha normalizado de nuevo en respuesta a la relajación de las presiones inflacionistas.

⁵ La incertidumbre sobre los precios de la vivienda ha seguido una ligera tendencia a la baja desde principios de 2022, pese a la significativa volatilidad de las expectativas de los hogares sobre el crecimiento de los precios residenciales, que inicialmente perdieron impulso, pero después lo recuperaron. Ello sugiere que, si bien los hogares revisaron notablemente sus expectativas medias, la incertidumbre sobre la magnitud del crecimiento de los precios de la vivienda disminuyó, lo que limitó el papel de la incertidumbre en la ratio de Sharpe para la vivienda.

Gráfico B

Descomposición de la ratio de Sharpe para la vivienda.

(variaciones interanuales del indicador medio y contribuciones de sus componentes)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

El valor promedio de la ratio de Sharpe para la vivienda entre abril de 2020 y septiembre de 2025 varía notablemente de unos hogares a otros en función de sus características demográficas y económicas, ya que se observan diferencias en sus opiniones sobre los precios futuros de este activo y en la incertidumbre en torno a estos (gráfico C). En promedio, los hogares de mayor edad, compuestos por hombres, con mayores niveles de riqueza, ocupados y con más competencias financieras presentan ratios de Sharpe más elevadas que el grupo de hogares de referencia correspondiente. Ello obedece, en gran medida, a la menor incertidumbre sobre las expectativas de precios de la vivienda, aunque en algunas categorías también influyen las diferencias en las expectativas medias de dichos precios. En cuanto a las opciones por zona de residencia, los hogares que viven en ciudades o en la periferia registran ratios más altas que los que residen en áreas rurales, lo que refleja principalmente mayores expectativas medias de crecimiento de los precios residenciales. Además, esta ratio suele ser inferior para los propietarios que para los arrendatarios debido a unas expectativas medias más bajas. Sin embargo, en el caso de los primeros no suele diferir significativamente entre los propietarios sin hipoteca y los que tienen un préstamo hipotecario⁶.

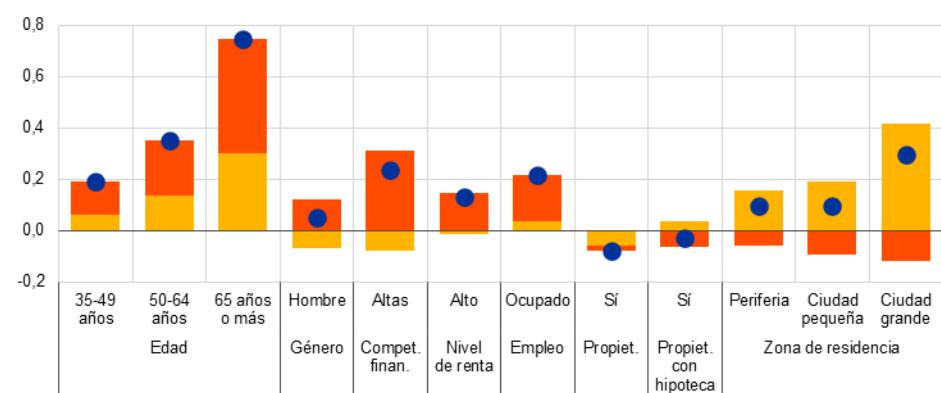
⁶ Estos patrones de la ratio de Sharpe para la vivienda en función del régimen de tenencia de los hogares difieren considerablemente de los observados en el indicador cualitativo de la vivienda como buena inversión. Según este indicador, los propietarios perciben la vivienda como una buena inversión con mucha más frecuencia que los arrendatarios, especialmente en el caso de los propietarios con hipoteca. Véase Battistini *et al.* (2023).

Gráfico C

Ratio de Sharpe para la vivienda por características económicas y demográficas de los hogares

(diferencia con respecto a la categoría de referencia en el indicador medio y contribuciones de los componentes)

- Diferencia en el valor promedio de la ratio de Sharpe para la vivienda
- Diferencia en el valor promedio de las expectativas medias sobre los precios de la vivienda
- Diferencia en el valor promedio de la incertidumbre en torno a las expectativas sobre los precios de la vivienda (-)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Notas: Los grupos de referencia (en orden) se definen como sigue: 18-34 años; mujer, bajas competencias financieras; nivel de renta bajo; persona desempleada; sin vivienda en propiedad; sin hipoteca; residente en un pueblo. «Nivel de renta bajo» se refiere a los hogares situados en la mitad inferior de la distribución y «nivel de renta alto» a los hogares en el quintil superior. Se establecen dos grupos atendiendo al grado de competencias financieras: el compuesto por los encuestados con una puntuación de 3 ó 4 en una escala que alcanza hasta 4 en el test de competencias financieras de la encuesta CES (altas competencias financieras) y el de los que obtienen una puntuación inferior (bajas competencias financieras). Propietario = «sí» si los encuestados son arrendatarios o residen gratuitamente en la vivienda y «sí» si declaran que son propietarios (con o sin hipoteca). Propietario con hipoteca = «no» si los encuestados indican que son propietarios de una vivienda sin hipoteca y «sí» si declaran que tienen una hipoteca. Las categorías correspondientes a las zonas de residencia son: (1) ciudad grande de más de 500.000 habitantes; (2) periferia o afueras de una gran ciudad; (3) ciudad de hasta 500.000 habitantes; (4) pueblo o área rural. Los valores promedio de la ratio de Sharpe y las contribuciones de los componentes se calculan para el período comprendido entre abril de 2020 y septiembre de 2025. El tipo de interés libre de riesgo no se incluye en estos cálculos, ya que es constante para todos los hogares.

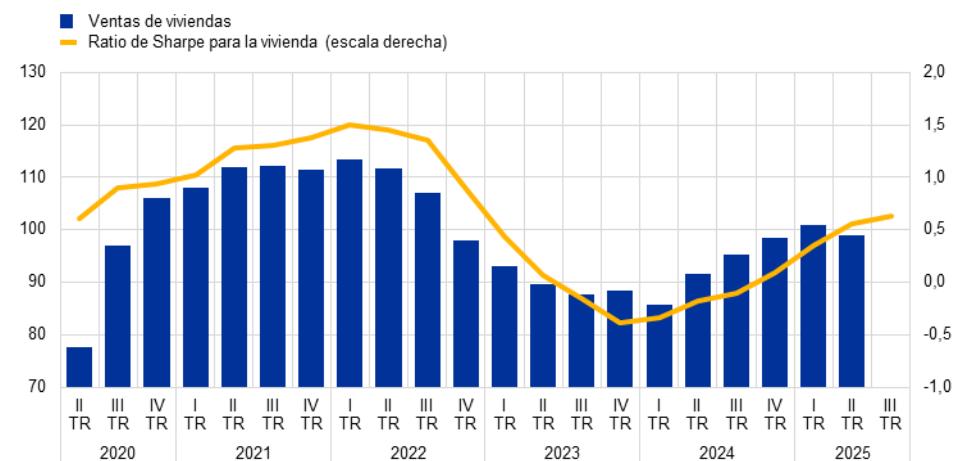
La ratio de Sharpe para la vivienda apunta a que la inversión residencial seguirá recuperándose de forma moderada. Si la evolución de la ratio de Sharpe para la vivienda se compara con las ventas reales de inmuebles residenciales se observa una estrecha correlación entre ambas series, lo que sugiere que esta ratio es un indicador adecuado para realizar el seguimiento de la evolución del mercado de la vivienda más en general (gráfico D). Concretamente, el aumento de la ratio hasta septiembre de 2025 indica que es probable que las ventas de inmuebles residenciales sigan creciendo tras el leve descenso observado en el segundo trimestre. Ello, a su vez, debería propiciar unas perspectivas positivas a corto plazo para la inversión en vivienda y el consumo de artículos para el hogar, que tienden a seguir la evolución de las ventas de inmuebles residenciales⁷.

⁷ Véase Battistini y Gareis (2025).

Gráfico D

Ventas de viviendas y ratio de Sharpe para la vivienda

(escala izquierda: índice: 2019 = 100; escala derecha: medias trimestrales del indicador medio)



Fuentes: Eurostat, CES y cálculos del BCE.

Notas: Las ventas de viviendas se basan en el agregado de los datos de Eurostat y en fuentes de datos nacionales para los países de la zona del euro. Las últimas observaciones de ventas de viviendas y de la ratio de Sharpe para la vivienda corresponden al segundo trimestre de 2025 y a septiembre de 2025, respectivamente.

Bibliografía

N. Battistini, E. Charalampakis, J. Gareis y D. Rusinova (2023), «[¿Por qué la vivienda ha perdido su atractivo? Evidencia de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

N. Battistini y J. Gareis (2025), «[The ripple effects of monetary policy on housing and consumption](#)», *The ECB Blog*, BCE, 31 de julio.

N. Battistini, J. Le Roux, M. Roma y J. Vourdas (2018), «[The state of the housing market in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.

E. Leamer (2007), «[Housing IS the business cycle](#)», Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 149-233.

E. Leamer (2015), «[Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?](#)», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, número S1, marzo/abril 2015, pp. 43-50.

M. Piazzesi y M. Schneider (2016), «[Housing and Macroeconomics](#)», *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, pp. 1547-1640.

Resistiendo: atesoramiento de empleo y expectativas empresariales

Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard y Marco Weissler

Las empresas que han hecho frente a perturbaciones adversas para su actividad pueden optar por despedir trabajadores o por mantenerlos, es decir, «atesorar empleo». El atesoramiento de empleo se produce cuando las empresas están dispuestas a retener a los empleados incluso si afrontan un deterioro de las condiciones de negocio actuales o esperadas asociado, por ejemplo, a una disminución de la demanda o de la rentabilidad. El indicador de atesoramiento de empleo del BCE mide el porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla (margen de empleo) pese a haber experimentado recientemente un empeoramiento de sus condiciones de negocio (margen de actividad) utilizando datos de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) en la zona del euro (gráfico A)¹. El atesoramiento de trabajo fue un fenómeno significativo en 2022 tras la crisis energética². Aunque el citado indicador se ha ido moderando gradualmente desde el período de inflación elevada (alcanzó un máximo de casi el 30 % en el tercer trimestre de 2022), todavía se encuentra por encima de su valor medio del 13 % anterior a la pandemia. En el tercer trimestre de 2025, el 17 % de las empresas atesoraron empleo. La reciente caída del atesoramiento de trabajo está relacionada en gran parte con la normalización de la situación económica de las empresas, ya que un porcentaje más reducido ha señalado un deterioro de sus condiciones de negocio específicas en los tres a seis últimos meses. Sin embargo, el número de empresas que se enfrentan a perturbaciones adversas es mayor que antes de la pandemia, es decir, el margen de actividad sigue estando por encima del nivel observado en el cuarto trimestre de 2019.

¹ El indicador de atesoramiento de empleo del BCE y su relación con la reciente recuperación cíclica de la productividad del trabajo se analiza en [Botelho \(2024\)](#) y en [Arce y Sondermann \(2024\)](#).

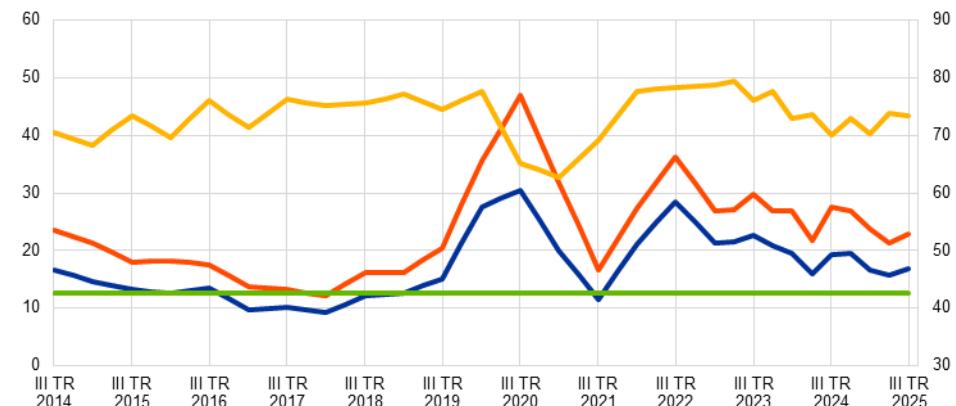
² En este recuadro no se analiza el período excepcional de atesoramiento de trabajo que se produjo durante la pandemia y la contribución de factores únicos, como el uso generalizado de programas de mantenimiento del empleo en ese período.

Gráfico A

Atesoramiento de empleo y márgenes de ajuste de las empresas

(proporción de empresas, en porcentaje)

- Indicador de atesoramiento de empleo
- Margen de empleo (escala derecha)
- Margen de actividad
- Media prepandemia del indicador de atesoramiento de empleo



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE. Notas: El margen de actividad refleja el porcentaje de empresas que han señalado que afrontan un deterioro de sus condiciones de negocio específicas en el trimestre anterior o en el trimestre en curso, mientras que el margen de empleo se refiere al porcentaje de empresas que no han reducido su plantilla entre las que han indicado un deterioro de dichas condiciones. El indicador de atesoramiento de empleo del BCE es el resultado de multiplicar los dos márgenes. La media prepandemia del indicador de atesoramiento de empleo se ha calculado para el período comprendido entre 2014 y 2019. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025.

Las decisiones de atesorar trabajo de las empresas reflejan sus expectativas sobre las condiciones de negocio futuras (gráfico B). Las empresas se clasifican en tres grupos: 1) las que no señalan un deterioro de sus condiciones de negocio pasadas («actividad normal»); 2) aquellas que han tenido que hacer frente a perturbaciones adversas, pero no han recortado su plantilla («atesoramiento de empleo»), y 3) las que han afrontado perturbaciones adversas y han reducido el número de trabajadores («despidos») durante el último trimestre. Las empresas incluidas en la categoría «actividad normal» no esperan que sus ventas o su inversión disminuyan en los próximos tres meses. Las empresas de las otras dos categorías esperan caídas de las ventas y de la inversión, pero las que atesoran empleo tienden a ser menos pesimistas en cuanto al futuro cercano que las empresas que despiden trabajadores. Esto sugiere que las decisiones de atesoramiento de empleo dependen de las expectativas de las empresas sobre sus condiciones de negocio futuras, al menos a corto plazo.

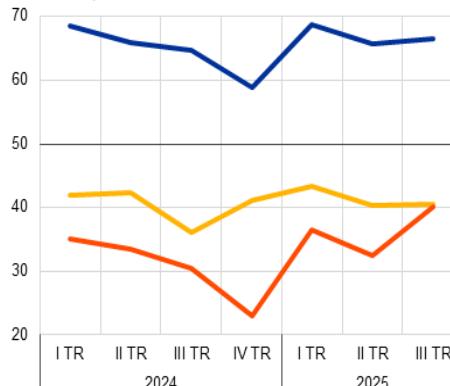
Gráfico B

Expectativas a corto plazo de las empresas sobre volumen de negocio e inversión

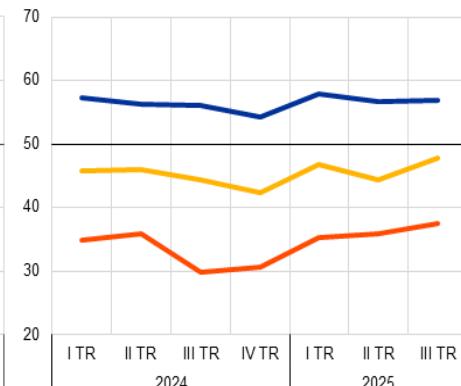
(índice de difusión; 50 = territorio neutral)

a) Volumen de negocio

— Actividad normal
— Atesoramiento de empleo
— Despidos



b) Inversión



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE. Notas: La categoría «actividad normal» incluye a las empresas que no han señalado un deterioro de sus condiciones de negocio específicas pasadas; las empresas de la categoría «atesoramiento de empleo» han tenido que hacer frente a perturbaciones adversas, pero no han recortado su plantilla en el último trimestre, y las de la categoría «despidos» se han enfrentado a perturbaciones adversas y han reducido el número de trabajadores. Las expectativas de las empresas se refieren al trimestre siguiente. Los niveles superiores a 50 indican un aumento y los inferiores a 50 una disminución. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025.

Las empresas que atesoran trabajo esperan un mayor aumento de los costes laborales que otras que han experimentado un deterioro de la actividad, debido principalmente a las expectativas de mayor crecimiento del empleo (gráfico C). Las expectativas de incremento de los costes laborales de las empresas del grupo que atesora empleo son ligeramente inferiores a las de las empresas incluidas en la categoría «actividad normal», pero en general se sitúan por encima de las de las empresas que han despedido trabajadores. La descomposición de la subida esperada de dichos costes en expectativas de crecimiento del empleo y de los salarios muestra que las empresas de la categoría «actividad normal» esperan que el empleo aumente el año próximo. Las empresas del grupo que atesora trabajo anticipan que el nivel de empleo prácticamente no varíe, mientras que las que ya han realizado despidos esperan que el avance del empleo continúe siendo negativo. Sin embargo, en todas las categorías, las empresas tienden a esperar una moderación similar del crecimiento de los salarios nominales por trabajador. Este patrón sugiere que la negociación colectiva y los mecanismos centralizados de fijación de salarios podrían desempeñar un papel importante³. Así pues, las diferencias en el incremento esperado de los costes laborales tienen su origen fundamentalmente en las distintas expectativas de crecimiento del empleo de los diversos grupos de empresas.

³ La similitud en el crecimiento de los salarios también es acorde con un mercado laboral competitivo plenamente descentralizado, al igualarse los salarios en un mercado de trabajo competitivo. Véase [Bates et al. \(2025\)](#) para más información sobre la evolución reciente del crecimiento de los salarios. Además, [Bates et al. \(2024\)](#) realizan un análisis de los convenios colectivos.

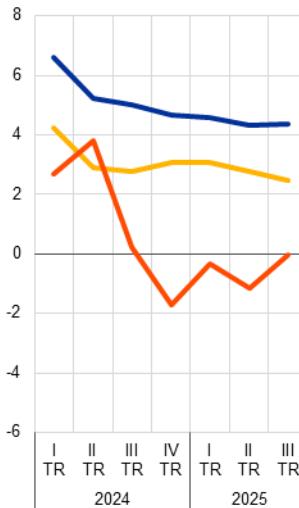
Gráfico C

Expectativas de las empresas sobre el crecimiento de sus costes laborales totales, el empleo y los salarios

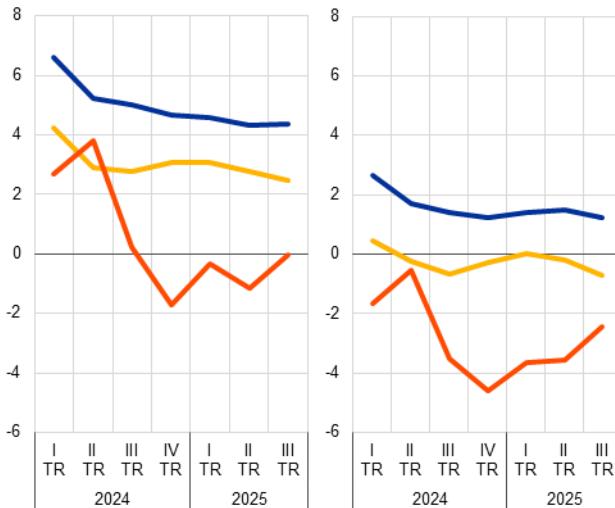
(tasas de variación interanual)

a) Costes laborales

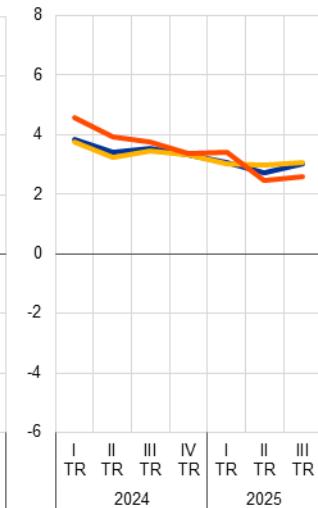
- Actividad normal
- Atesoramiento de empleo
- Despidos



b) Empleo



c) Crecimiento del salario nominal por trabajador



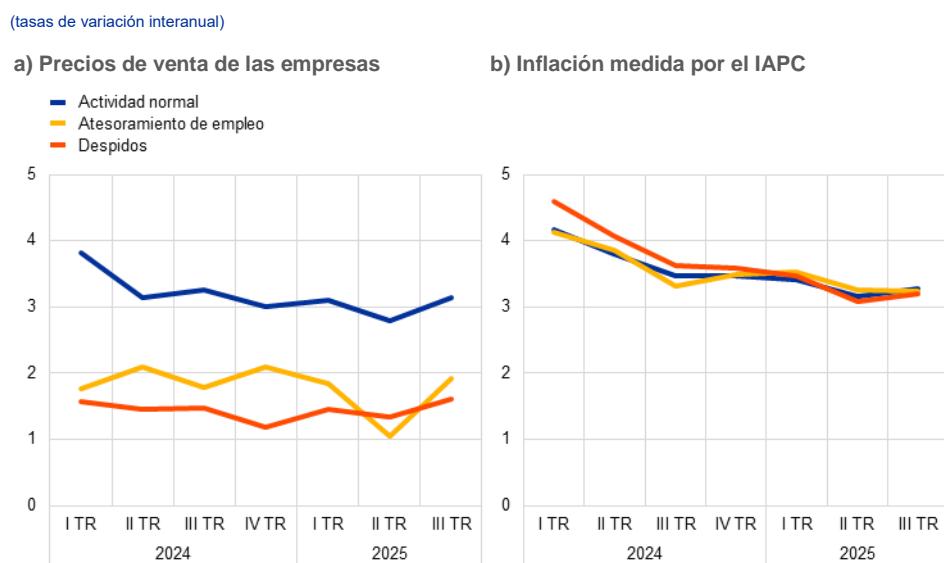
Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.
Notas: Los gráficos muestran las expectativas de las empresas para los doce meses siguientes. El crecimiento de los costes laborales totales se calcula multiplicando el crecimiento del empleo por el crecimiento de los salarios nominales. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025.

Las empresas que señalan un deterioro de la actividad tienden a tener menores expectativas de aumentos futuros de sus precios de venta a un año vista (gráfico D). Las empresas de la categoría «actividad normal» esperan que sus precios de venta continúen subiendo a un ritmo más rápido (un 3,1 %, en tasa interanual, en el tercer trimestre de 2025) que las que se han visto afectadas negativamente por perturbaciones en su actividad en el pasado (el 1,9 % en el caso de las empresas que mantuvieron a los trabajadores y el 1,6 % en el de las que no atesoraron empleo en el tercer trimestre de 2025). Estas diferencias no están determinadas por las expectativas empresariales sobre el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), ya que las expectativas de inflación medida por el IAPC son similares, en promedio, en todas las categorías. Esto sugiere que, con independencia de la decisión de mantener trabajadores, las empresas afectadas por un deterioro de su actividad no esperan poder subir sus precios lo mismo que empresas comparables, lo que apunta a una demanda más débil de sus productos o a mayores presiones competitivas. Esta menor capacidad de fijación de precios al tiempo que afrontan un crecimiento parecido de los salarios podría reducir los

márgenes de beneficio, obligando a estas empresas a explorar otros canales para reducir sus costes laborales⁴.

Gráfico D

Expectativas de las empresas sobre los precios de venta y la inflación



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.
Notas: Los gráficos muestran las expectativas de las empresas para los doce meses siguientes. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025.

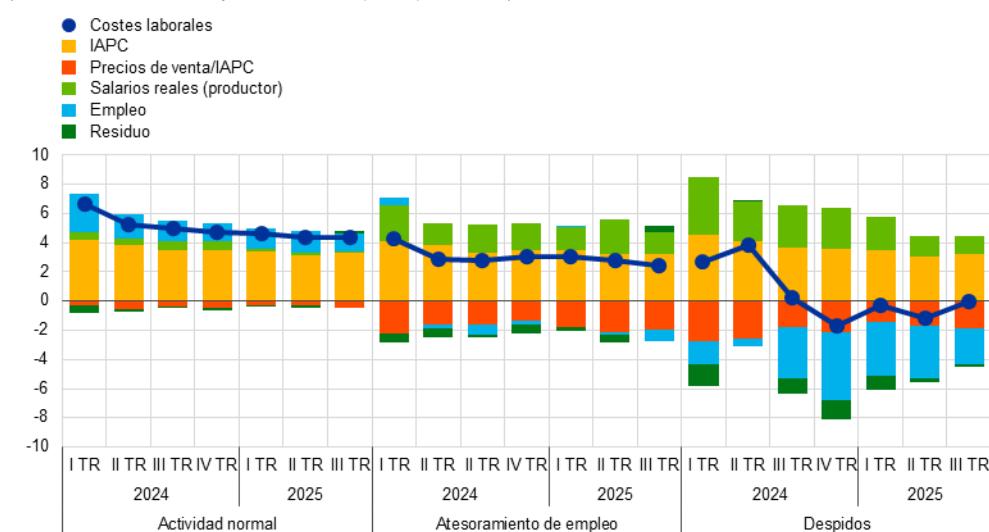
En conjunto, se dispone de evidencia de la existencia de un vínculo entre las decisiones de las empresas de mantener trabajadores y sus expectativas de crecimiento futuro de los costes laborales. El gráfico E muestra los factores que determinan las expectativas de crecimiento de los costes laborales totales de las empresas de todos los grupos. Las mayores expectativas de aumento de estos costes entre las empresas incluidas en la categoría «actividad normal» pueden explicarse por sus mayores expectativas de empleo (barras de color azul). En cambio, las pertenecientes a las categorías «atesoramiento de empleo» y «despidos» esperan un menor avance del empleo, pero unos costes salariales más altos una vez deflactados por sus propios precios de venta (barras de color verde claro). Este indicador de los salarios reales es el precio del trabajo relevante para las empresas porque refleja su capacidad para financiar los costes laborales incrementando sus precios de venta. Dado que las empresas de las categorías «atesoramiento de empleo» y «despidos» esperan tener menos capacidad para subir los precios de venta en el futuro, prevén que su plantilla actual sea relativamente más costosa el próximo año. Por consiguiente, las expectativas de crecimiento de los costes laborales de las empresas ofrecen información de gran utilidad para evaluar las decisiones de atesoramiento de empleo. También ayudan a comprender mejor la recuperación cíclica de la productividad del trabajo que suele producirse tras períodos caracterizados por un fuerte atesoramiento de empleo.

⁴ Ferrando *et al.* (2025) vinculan las expectativas de inflación medida por el IAPC con las expectativas de crecimiento del empleo, aunque la contribución de este canal a la evolución de las expectativas de inflación a lo largo del tiempo es escasa.

Gráfico E

Descomposición de las expectativas de crecimiento de los costes laborales por categorías de empresas

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta del BCE y de la Comisión Europea sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se descompone la evolución de los costes laborales esperados de las empresas en términos de sus componentes: empleo, salarios reales e inflación de los precios de venta. El indicador de salarios reales refleja la capacidad de la empresa para financiar los costes laborales incrementando sus precios de venta. Para el mismo aumento salarial, un trabajador resulta más costoso si la empresa tiene menos capacidad para subir sus precios en comparación con empresas similares. El componente de inflación de precios se ha reformulado en términos de expectativas de las empresas relativas al IAPC. Por tanto, el componente «precios de venta/IAPC» es la ratio entre las expectativas de inflación de los precios de venta y las expectativas de inflación medida por el IAPC, y proporciona una indicación de cómo esperan las empresas que evolucionen sus precios de venta en comparación con la inflación medida por el IAPC. La descomposición es aditiva, y los componentes se suman hasta obtener el coste laboral total esperado. El residuo tiene en cuenta los posibles sesgos de agregación, dado que todas las respuestas son las expectativas indicadas por las empresas para el próximo año y se han obtenido de la SAFE. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025.

Bibliografía

Ó. Arce y D. Sondermann (2024), «[Low during long? Reasons of the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, BCE, 6 de mayo.

C. Bates, K. Bodnár, P. Healy y M. Roca I Llevadot (2025), «[Wage developments during and after the high inflation period](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

C. Bates, V. Botelho, S. Holton, M. Roca I Llevadot y M. Stanislao (2024), «[The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#)», *The ECB Blog*, BCE, 18 de diciembre.

V. Botelho (2024), «[Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

A. Ferrando, S. Lamboglia y J. Rariga (2025), «[Determinantes de las expectativas de inflación de las empresas encuestadas en la SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

Análisis de la cesta de alimentos: determinantes de la reciente inflación de este componente

Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland y Zivile Zekaite

Comprender la persistencia de la inflación de los alimentos en 2025 es importante, sobre todo porque la dinámica de los precios de los alimentos desempeña un papel significativo en las percepciones de inflación de los consumidores y en sus expectativas de inflación a corto plazo. Las personas prestan especial atención a la evolución de los precios de los alimentos, dado que los compran con frecuencia, los alimentos representan una parte considerable de sus presupuestos y el margen para sustituirlos es limitado. Esto significa que las compras de alimentos pueden influir de manera desproporcionada en sus impresiones acerca de la inflación general¹. En su encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), el Banco Central Europeo (BCE) recopila con cierta regularidad desde 2022 información detallada sobre las percepciones y las expectativas de inflación con respecto a componentes importantes de la cesta de consumo. El análisis muestra que la inflación percibida y esperada de los alimentos tiene una influencia relativamente fuerte en las percepciones sobre la inflación general y en las expectativas a un año (panel a del gráfico A). En horizontes temporales más largos, los alimentos no desempeñan un papel tan desmedido. Además, casi dos tercios de los encuestados señalaron que los precios de los alimentos influyen en sus expectativas de inflación, una proporción mayor que en cualquier otro componente de la cesta (panel b del gráfico A). Estos encuestados eran más propensos a esperar que la inflación se situara por encima del objetivo del BCE del 2 % en los doce meses siguientes que el tercio restante. Por lo tanto, entender la dinámica reciente de los precios de los alimentos es importante tanto para el seguimiento de la inflación general como para el análisis de las expectativas de los consumidores.

¹ Véase D'Acunto *et al.* (2025), así como la bibliografía que se incluye en dicha publicación.

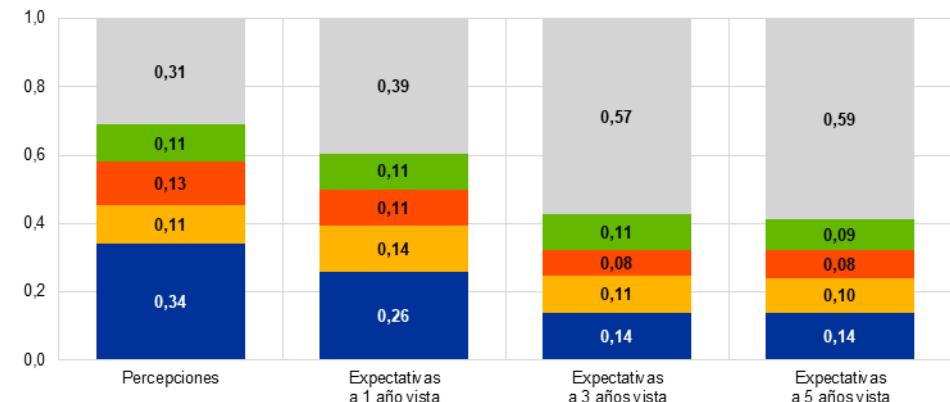
Gráfico A

Relevancia de los precios de los alimentos para las expectativas de inflación

a) Importancia relativa de la inflación de los alimentos para las percepciones y las expectativas de inflación

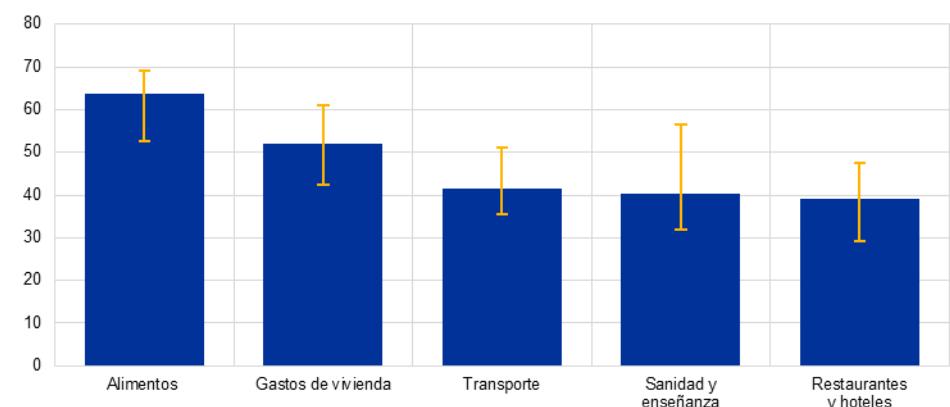
(pesos relativos)

- Alimentos, bebidas y tabaco
- Vestido y calzado
- Vivienda
- Artículos del hogar
- Otros



b) Los cinco principales determinantes de las expectativas de inflación de los consumidores

(porcentajes, porcentaje de encuestados)



Fuentes: CES del BCE, cálculos del BCE.

Notas: El gráfico del panel a muestra los pesos relativos de los componentes de la cesta de consumo basados en la capacidad explicativa adicional de los componentes en las regresiones para las percepciones de inflación (primera barra) y las expectativas de inflación (controlando por las percepciones, barras restantes) con respecto a una regresión que utiliza solo efectos fijos. La categoría «Otros» incluye las contribuciones de los componentes «Sanidad», «Transporte», «Comunicaciones», «Ocio y cultura», «Enseñanza» y «Restaurantes y hoteles». Los datos de la CES corresponden a diciembre de 2022; enero, julio y diciembre de 2023; enero de 2024, y mayo y junio de 2025. El panel b indica las respuestas a la siguiente pregunta formulada en la CES: *Cuando piensa en cómo variarán los precios en general en [el país en el que reside actualmente] en los próximos doce meses, ¿cuál de las siguientes categorías influye en sus expectativas?* Los intervalos de color amarillo indican los porcentajes mínimos y máximos señalados en los distintos países. «Alimentos» hace referencia a los alimentos y las bebidas, incluido el tabaco.

La inflación de los alimentos se ha mantenido en niveles elevados en 2025, pero esto se ha debido principalmente a solo unas pocas partidas². La tasa de variación interanual de los precios del componente de alimentos del IAPC de la zona del euro había descendido hasta situarse en el 2,4 % en noviembre de 2025, tras alcanzar un máximo del 15,5 % en marzo de 2023. En 2025 (enero-noviembre) se situó, en promedio, en el 2,9 %, y desde diciembre de 2021 se ha mantenido por

² Véase también Bobeica, Koester y Nickel (2025).

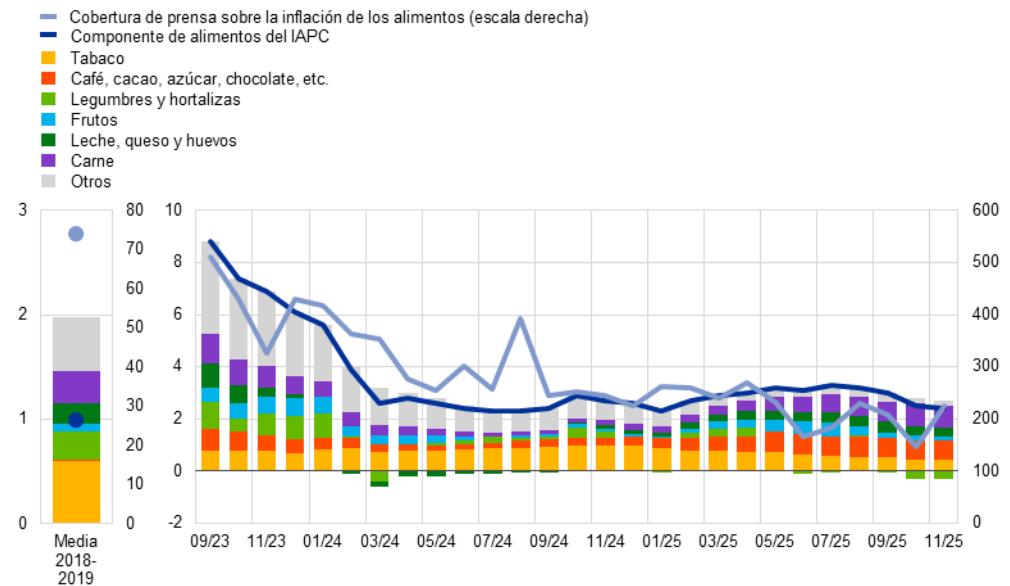
encima de su media de largo plazo anterior a la pandemia del 2,2 %. Entre las distintas partidas del componente de alimentos del IAPC, los principales determinantes que explican que la tasa de inflación fuese superior a la media en 2025 son los siguientes: «café, té y cacao», «azúcar, confitura, miel, chocolate y confitería» (dulces) y «carne». En los últimos meses, el café, el té, el cacao, los dulces y la carne representaron más del 50 % de la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos, a pesar de tener un peso inferior al 25 % en el componente de alimentos del IAPC. En cambio, la contribución de las demás partidas de alimentos se ha normalizado en gran medida desde la escalada de la inflación en 2022-2023. La atención prestada a la tasa de variación de los precios de los alimentos en los medios de comunicación también ha disminuido, pero sigue siendo mayor que en 2019 (panel a del gráfico B). Más recientemente, las tasas de crecimiento intermensual apuntan a que se han relajado las presiones sobre los precios de algunas partidas, por ejemplo el café, el té, el cacao y los dulces (panel b del gráfico B), y las tasas interanuales han comenzado a volver a aproximarse a su media de largo plazo.

Gráfico B

Inflación del componente de alimentos del IAPC

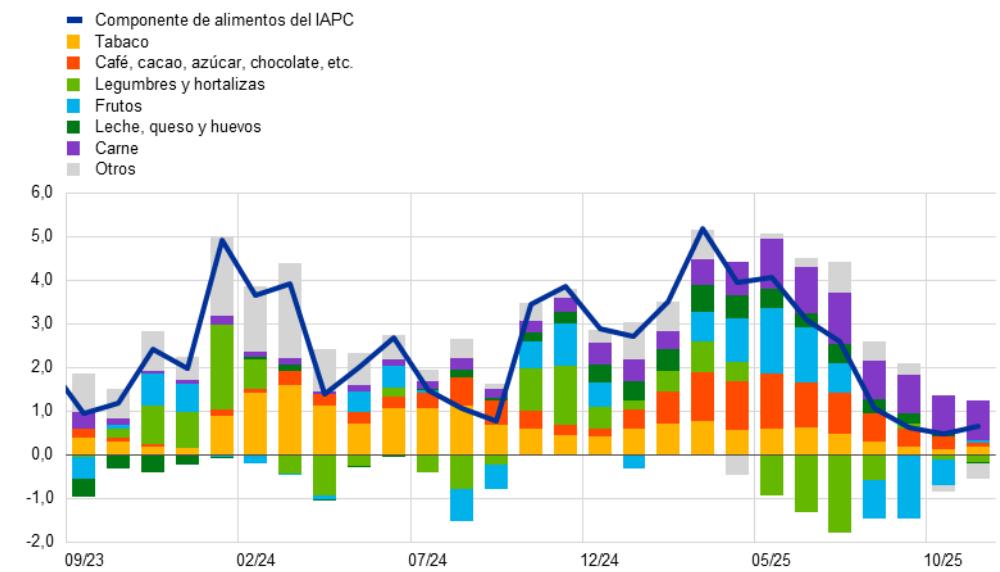
a) Inflación del componente de alimentos del IAPC y atención mediática

(escala izquierda: tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: índice)



b) Dinámica de los precios a corto plazo del componente de alimentos del IAPC

(media móvil de tres meses de las tasas de variación intermensual anualizada, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Factiva y cálculos del BCE.

Notas: Datos basados en 15 categorías de la clasificación COICOP (la mayoría a nivel de cuatro dígitos). «Otros» incluye «Pan y cereales», «Pescado», «Aceites y grasas», «Productos alimenticios n. c. o. p.» y «Agua mineral, refrescos, zumos de frutas y vegetales», «Bebidas destiladas», «Vino» y «Cerveza». «Cobertura de prensa sobre la inflación de los alimentos» es la media mensual de un índice diario subyacente actualizado como se describe en Aarab et al. (2025). Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2025.

Los precios de las materias primas alimenticias han sido determinantes importantes de las recientes subidas de los precios de consumo de los alimentos, como consecuencia de fenómenos meteorológicos extremos, así como de otros factores estructurales. Los precios del cacao y del café alcanzaron nuevos máximos a principios de 2025 tras haberse más que duplicado desde enero

de 2024 (panel a del gráfico C). Si bien los precios de estas dos materias primas han disminuido ligeramente con respecto a sus respectivos máximos, las anteriores subidas se han trasladado a los precios de consumo de los alimentos con un retraso. Estos incrementos pueden atribuirse, en parte, a fenómenos meteorológicos extremos (Kotz *et al.*, 2025). Del mismo modo, los resultados de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras sugieren que el cambio climático también afecta a la evolución de los precios de los alimentos (Kuik *et al.*, 2025). Por ejemplo, para el análisis de este recuadro se ha estimado que la ola de calor del verano de 2025 podría aumentar los precios de los alimentos no elaborados en la zona del euro entre 0,4 y 0,7 puntos porcentuales al cabo de un año³. Por otra parte, los precios de la carne europea (especialmente la carne de vacuno) se han visto impulsados por un descenso estructural constante de la oferta, en un contexto de demanda sólida⁴. Así pues, los precios agrícolas en origen de la carne en Europa alcanzaron un máximo en junio de 2025 —un incremento del 17 % con respecto a enero de 2024— y disminuyeron ligeramente a partir de entonces.

³ Datos basados en una actualización del análisis publicado en Kotz *et al.* (2024).

⁴ Véase información detallada en la [ficha informativa sobre el mercado de la carne](#) (en inglés) de la Comisión Europea.

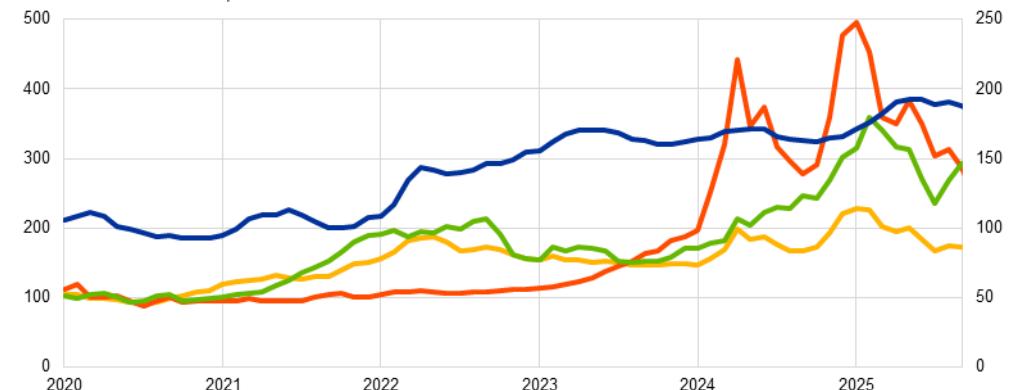
Gráfico C

Determinantes de la inflación del componente de alimentos del IAPC

a) Evolución de los precios de las materias primas alimenticias

(índices, 2020 = 100)

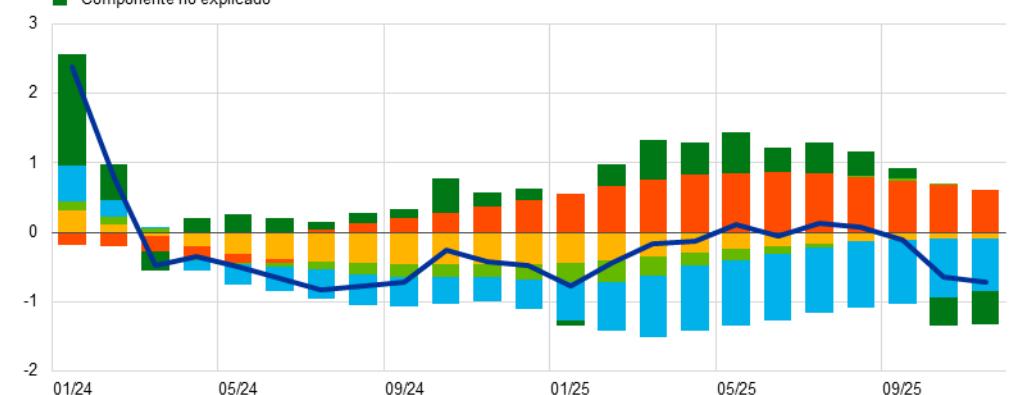
- Precios agrícolas en origen y precios del mercado mayorista: carne (escala derecha)
- Precios internacionales de las materias primas alimenticias (HWWI)
- Precio de materia prima: cacao
- Precio de materia prima: café



b) Descomposición basada en un modelo BVAR de la inflación del componente de alimentos del IAPC

(contribuciones en puntos porcentuales a las desviaciones con respecto a las medias de largo plazo)

- Desviación de la inflación de los alimentos con respecto a su media de largo plazo
- Costes de la energía
- Precios internacionales de las materias primas alimenticias
- Precios agrícolas en origen de la zona del euro
- Precios de producción de la zona del euro para la industria alimentaria
- Componente no explicado



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, HWWI y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2025. En el panel b, el gráfico muestra una descomposición, basada en un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés), de los determinantes de la desviación de la inflación de los alimentos en la zona del euro con respecto a su media de largo plazo (y su situación inicial) utilizando el [conjunto de herramientas BEAR](#) del BCE. La identificación de los determinantes sigue la descomposición de Cholesky descrita en Ferrucci *et al.* (2012), que impone el siguiente orden de innovaciones: precios internacionales de las materias primas alimenticias (en euros, provenientes de HWWI), precios de producción de la energía en la zona del euro, precios agrícolas en origen de la zona del euro, precios de producción del sector alimentario y precios de consumo. Este orden es coherente con el supuesto de la cadena de precios. La muestra utilizada para la estimación abarca de diciembre de 1996 a noviembre de 2025.

La descomposición basada en un modelo BVAR de la inflación de los alimentos en sus determinantes también sugiere que los precios de las materias primas han desempeñado un papel más importante recientemente

(panel b del gráfico C)⁵. La descomposición muestra una moderación de las presiones sobre los costes en los últimos meses, como consecuencia de la contribución ligeramente menor de los precios internacionales de las materias primas y del descenso de la contribución (que ahora es negativa) de un «componente no explicado» que puede guardar relación con la transmisión del anterior crecimiento de los salarios en el sector minorista⁶. Por ejemplo, los últimos datos sectoriales sobre la remuneración por asalariado muestran que el crecimiento salarial en el comercio, en el transporte y en los servicios de alojamiento —que abarcan el sector minorista de alimentación— se mantuvo en niveles elevados en el primer semestre de 2025, por encima de su media anterior a la pandemia.

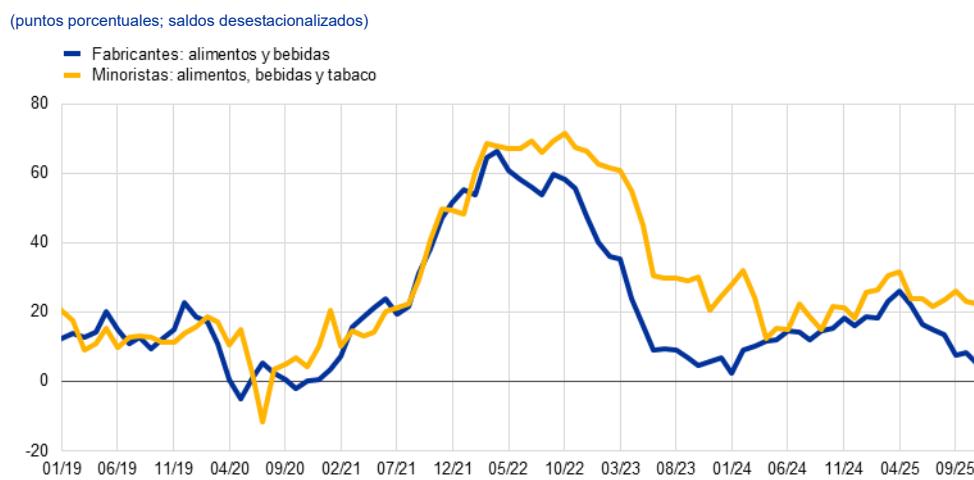
De cara al futuro, se espera que la tasa de variación de los precios de los alimentos siga reduciéndose, respaldada en el corto plazo por la disminución de las expectativas acerca de los precios de venta. Según [las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2025](#), la inflación de los alimentos se reducirá a corto plazo, se situará en el 2,1 % en el tercer trimestre de 2026 y permanecerá en niveles moderados durante el resto del horizonte de proyección. A muy corto plazo, esta valoración se ve respaldada por los fabricantes de productos alimenticios y bebidas que participaron en la encuesta de opinión empresarial realizada por la Comisión Europea, cuyas expectativas acerca de los precios de venta para los próximos tres meses han disminuido desde abril y han caído por debajo de la media de largo plazo observada entre 1999 y 2019 (gráfico D). En cambio, las expectativas de los minoristas de alimentos, bebidas y tabaco sobre los precios de venta se moderaron de forma menos acusada y se han mantenido también por encima de su media de largo plazo, lo que podría reflejar, en parte, el crecimiento todavía elevado de los salarios en este sector.

⁵ Para información detallada sobre la descomposición basada en un modelo BVAR, véase Kuik *et al.* (2024).

⁶ Obsérvese que el modelo tiene en cuenta implícitamente los salarios del sector productor a través de los precios de producción.

Gráfico D

Expectativas de los fabricantes y de los minoristas de productos alimenticios acerca de los precios de venta para los próximos tres meses siguientes



Fuente: Comisión Europea.

Notas: Los saldos se calculan como la diferencia entre los porcentajes de encuestados que dan respuestas positivas y los que indican respuestas negativas. La última observación corresponde a noviembre de 2025.

Bibliografía

I. Aarab, M. Bañbara, E. Bobeica y E. Leguay (2025), «[Seguimiento de la atención a la inflación en las noticias de prensa](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE.

E. Bobeica, G. Koester y C. Nickel (2025), «[When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area](#)», *The ECB Blog*, BCE, 25 de septiembre.

F. D'Acunto, F. De Fiore, D. Sandri y M. Weber (2025), «[A global survey of household perceptions and expectations](#)», *BIS Quarterly Review*, septiembre de 2025.

G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante (2012), «[Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 8, marzo de 2012, pp. 179-218.

M. Kotz, M. G. Donat, T. Lancaster, M. Parker, P. Smith, A. Taylor y S. H. Vetter (2025), «[Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks](#)», *Environmental Research Letters*, vol. 20, n.º 8.

M. Kotz, F. Kuik, E. Lis y C. Nickel (2024), «[Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures](#)», *Nature Communications Earth & Environment*, vol. 5, n.º 115.

F. Kuik, E. M. Lis, J. Paredes e I. Rubene (2024), «[Factores determinantes de la inflación de los alimentos en la zona del euro en los dos últimos años](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

F. Kuik, R. Morris, M. Roma y M. Slavík (2025), «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 30 de julio y el 4 de noviembre de 2025

Kristian Tötterman y Samuel Bieber

Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el quinto y el sexto período de mantenimiento de reservas de 2025. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 30 de julio y el 4 de noviembre de 2025 (el «período de referencia»).

El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo gradualmente. 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. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso continuo de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

Análisis de liquidez de los factores autónomos

A partir de este Boletín Económico, se modifica ligeramente la forma de clasificar las partidas del balance del Eurosistema en este recuadro, con el fin de comprender mejor los factores que explican los cambios en los factores autónomos y sus implicaciones para la liquidez. Para el análisis de la situación de liquidez del Eurosistema, los factores autónomos se clasifican en las siguientes categorías: i) activos netos denominados en euros, ii) activos exteriores netos, iii) depósitos de las Administraciones Públicas, iv) billetes y v) otros factores autónomos (neto). Los dos primeros son factores de inyección de liquidez en términos netos, mientras que los tres restantes son factores de absorción de liquidez en términos netos. La asignación de las partidas del balance a estos grupos se ha modificado ligeramente. En primer lugar, las cuentas de revalorización de las tenencias no denominadas en euros, que antes se clasificaban como otros factores autónomos (neto), se han integrado en la categoría de activos exteriores netos, lo que permite que el impacto típicamente mínimo de los cambios en dicha categoría sobre la liquidez sea más transparente. En segundo lugar, los activos netos denominados en euros abarcan ahora todas las principales actividades de inversión y de captación de depósitos no relacionadas con la política monetaria denominadas en euros. Anteriormente, solo algunas de estas actividades se asignaban a esta categoría, mientras que las demás partidas eran asignadas a otros factores autónomos (neto). En tercer lugar, la categoría residual de otros factores autónomos (neto) incluye ahora un número significativamente menor de partidas del balance, como el capital, las reservas y las provisiones del Eurosistema. Las series

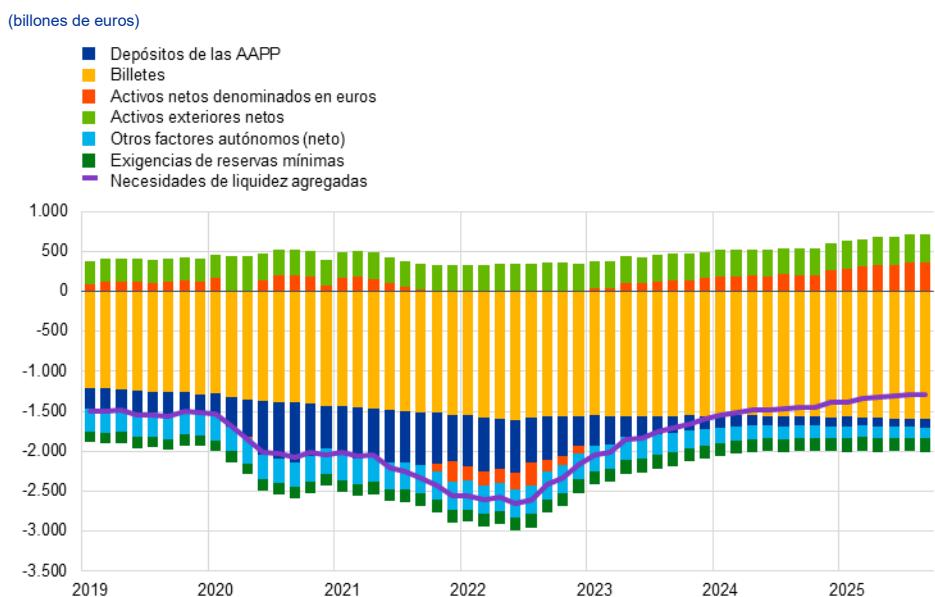
históricas, que reflejan este desglose revisado, están disponibles en el ECB Data Portal en [la sección donde se publican los cuadros de liquidez](#).

Necesidades de liquidez

Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron 30 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.288 mm de euros (gráfico A). Esta disminución obedeció a un aumento de los factores autónomos de inyección de liquidez y a una ligera reducción de los factores autónomos de absorción de liquidez. Las exigencias de reservas mínimas se mantuvieron estables en 168 mm de euros, sin ningún impacto sobre las necesidades de liquidez agregadas (cuadro A).

Gráfico A

Variación de las necesidades de liquidez agregadas



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al sexto período de mantenimiento de 2025.

Los factores autónomos de inyección de liquidez aumentaron 28 mm de euros en el período de referencia, debido principalmente a que los activos netos denominados en euros se incrementaron 25 mm de euros. Este incremento se debió, sobre todo, al descenso continuo de los depósitos no relacionados con la política monetaria denominados en euros. Las inversiones no relacionadas con la política monetaria denominadas en euros registraron un ligero incremento, lo que también contribuyó al aumento de los activos netos denominados en euros. Entretanto, las tenencias de activos exteriores netos se elevaron marginalmente, 3 mm de euros, con un impacto mínimo sobre las condiciones generales de liquidez.

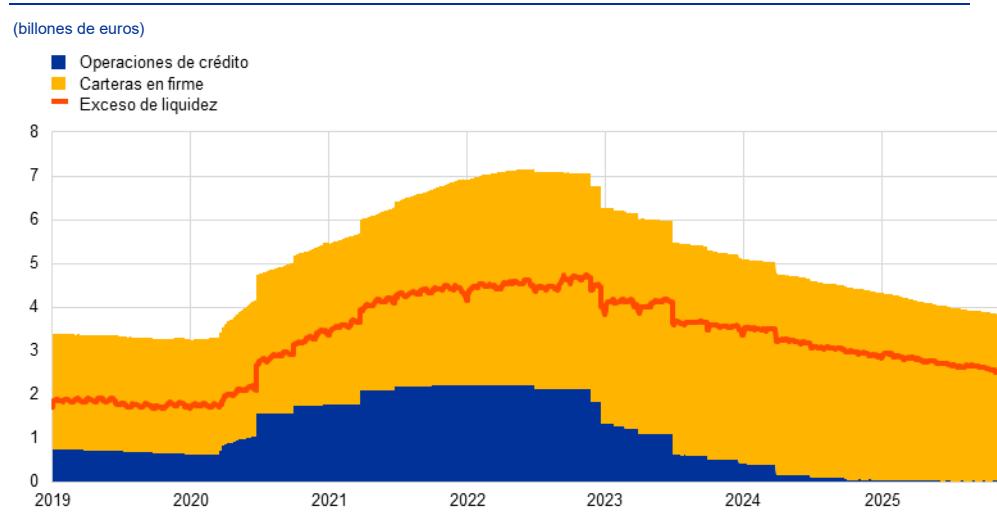
Los factores autónomos de absorción de liquidez disminuyeron 3 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del descenso de los otros factores autónomos. En promedio, los otros factores autónomos netos registraron una caída de 18 mm de euros, que reflejó, sobre todo, la reducción observada en el lado del pasivo. Los depósitos de las Administraciones Públicas aumentaron ligeramente —6 mm de euros— hasta situarse en 110 mm de euros, debido al incremento de las emisiones de deuda pública en otoño y, por consiguiente, el aumento de los colchones de liquidez que mantienen los Tesoros nacionales. El importe medio de los billetes en circulación aumentó ligeramente, 8 mm de euros, durante el período de referencia y alcanzó los 1.591 mm de euros.

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 127 mm de euros, hasta un importe de 3.901 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico B). La reducción de la liquidez inyectada obedeció en gran medida a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema.

Gráfico B

Evolución de la liquidez proporcionada diariamente a través de las operaciones de mercado abierto y del exceso de liquidez



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al sexto período de mantenimiento de 2025.

La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de las carteras en firme de operaciones de política monetaria experimentó un descenso de 125 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 3.881 mm de euros. Esta disminución se debió a que no se reinvertieron los valores de las carteras del APP y del PEPP que fueron venciendo.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 3 mm de euros, hasta los 21 mm de euros, en 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 redujeron en torno a 1 mm de euros y 2 mm de euros, respectivamente. La escasa participación de las entidades de crédito en estas operaciones regulares refleja su holgada posición de liquidez y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se redujo 97 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.614 mm de euros (gráfico B). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y de su 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 desde entonces.

Evolución de los tipos de interés

Durante el período de referencia, el Consejo de Gobierno mantuvo sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE —incluido el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—. Los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito permanecieron en el 2,00 %, el 2,15 % y el 2,40 %, respectivamente (cuadro B).

El tipo de interés medio a corto plazo del euro (€STR) aumentó marginalmente durante el período de referencia, al tiempo que mantuvo un diferencial negativo con respecto al tipo de la facilidad de depósito. El €STR se situó, en promedio, 7,5 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período analizado, con una ligera disminución de este diferencial respecto a los 7,9 puntos básicos registrados durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2025.

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 al €STR. En promedio, el tipo repo se situó en el mismo nivel que el tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, igual que ocurrió en el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2025.

Cuadro A
Situación de liquidez del Eurosistema

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 30 de julio a 4 de noviembre de 2025						Período de referencia anterior: 23 de abril a 29 de julio de 2025	
	Quinto y sexto período de mantenimiento		Quinto período de mantenimiento: 30 de julio a 16 de septiembre de 2025		Sexto período de mantenimiento: 17 de septiembre a 4 de noviembre de 2025			
Factores de inyección de liquidez								
Factores autónomos	713	(+28)	711	(+24)	715	(+4)	685	(+43)
- Activos exteriores netos	356	(+3)	354	(+0)	358	(+5)	353	(+6)
- Activos netos denominados en euros	357	(+25)	358	(+24)	357	(-1)	332	(+37)
Operaciones de política monetaria	3.901	(-127)	3.931	(-57)	3.871	(-60)	4.028	(-156)
- OPF	9	(-1)	8	(-0)	10	(+2)	10	(+0)
- OFPML	12	(-2)	12	(-1)	11	(-1)	13	(-3)
- Carteras en firme	3.881	(-125)	3.911	(-56)	3.850	(-61)	4.005	(-154)
- Otra provisión de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Factores de absorción de liquidez								
Factores autónomos	1.844	(-3)	1.838	(-7)	1.850	(+12)	1.847	(+6)
- Billetes en circulación	1.591	(+8)	1.593	(+5)	1.590	(-2)	1.583	(+14)
- Depósitos de las AAPP	110	(+6)	104	(+1)	116	(+11)	104	(-5)
- Otros factores autónomos (neto)	143	(-18)	141	(-13)	144	(+3)	161	(-2)
Operaciones de política monetaria	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidez y facilidades permanentes								
- Cuentas corrientes de las entidades de crédito	174	(+1)	173	(+1)	175	(+1)	172	(+0)
- Exigencias de reservas mínimas ¹⁾	168	(+1)	168	(+1)	168	(-0)	167	(+0)
- Facilidad marginal de crédito	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)
- Facilidad de depósito	2.608	(-98)	2.643	(-28)	2.573	(-70)	2.705	(-120)
- Exceso de liquidez ²⁾	2.614	(-97)	2.648	(-28)	2.579	(-69)	2.711	(-120)
Otra información relativa a la liquidez								
- Necesidades de liquidez agregadas ³⁾	1.288	(-30)	1.283	(-30)	1.292	(+8)	1.318	(-36)
- Factores autónomos netos ⁴⁾	1.120	(-31)	1.116	(-31)	1.124	(+8)	1.151	(-37)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm 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.

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: 30 de julio a 4 de noviembre de 2025				Período de referencia anterior: 23 de abril a 29 de julio de 2025			
	Quinto período de mantenimiento: 30 de julio a 16 de septiembre de 2025		Sexto período de mantenimiento: 17 de septiembre a 4 de noviembre de 2025		Tercer período de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto período de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025	
OPF	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)
Facilidad marginal de crédito	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)
Facilidad de depósito	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)
€STR	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)
Índice RepoFunds Rate Euro	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)

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 ¿Cuál es el potencial sin explotar del mercado único de la UE?

Roberto Bernasconi, Naïm Cordemans, Vanessa Gunnella, Giacomo Pongetti y Lucia Quaglietti

Introducción

El mercado único de la UE engloba a 450 millones de personas y 26 millones de empresas. Es uno de los pilares de la integración europea que impulsa las ganancias de bienestar, la competitividad y la resiliencia. Al facilitar la libre circulación de bienes, servicios, capitales y mano de obra, ha potenciado la eficiencia económica a través de las economías de escala, una competencia más fuerte y una mayor innovación. Un trabajo de investigación del BCE indica que, entre 1993 y 2014, el mercado único elevó el PIB real per cápita un 12 %-22 % en los Estados miembros fundadores (Lehtimäki y Sondermann, 2020), mientras que en estudios de Mion y Ponattu (2019) se estiman unas ganancias de bienestar medias anuales de alrededor de 840 euros por persona, en precios de 2016.

El mercado único aporta grandes beneficios económicos y estratégicos a la UE y a sus Estados miembros. Un mercado único que funciona bien mejora la productividad y la resiliencia, ya que proporciona a las empresas la escala necesaria para innovar y crecer. También fomenta la convergencia de los precios y refuerza la transmisión de la política monetaria, aspectos de especial importancia para el BCE. Además, como pusieron de relieve Letta (2024) y Draghi (2024), constituye la primera línea de defensa europea ante un panorama geopolítico en rápida evolución.

Sin embargo, el mercado único continúa enfrentándose a obstáculos estructurales que impiden la materialización de todo su potencial. Las barreras remanentes —en particular, para la prestación transfronteriza de servicios, pero también para la circulación de bienes y el libre movimiento de mano de obra y de capitales— limitan la profundidad de la integración y el alcance de las ganancias de bienestar potenciales¹. Es fundamental superar estas limitaciones para seguir reforzando la resiliencia de la UE, fomentar la competitividad, mejorar las capacidades de defensa y salvaguardar la estabilidad económica.

En este artículo se analiza una parte del potencial sin explotar del mercado único, centrando la atención en particular en la circulación de bienes y servicios. En la primera sección se repasa brevemente la evolución histórica del mercado único y se examina el grado actual de integración comercial. En la

¹ Véase Comisión Europea (2025a).

segunda sección se describen las barreras que impiden la libre circulación de bienes y servicios dentro de la UE. En la tercera se cuantifica la magnitud de esas barreras desde la óptica de un modelo de gravedad. Por último, en la cuarta sección se evalúan las posibles ganancias de bienestar que podrían obtenerse mediante una integración mayor.

Conclusiones

El mercado único es un activo fundamental para la Unión Europea y sus Estados miembros, ya que sustenta la prosperidad tanto dentro de la UE como en sus relaciones con el resto del mundo. En el contexto actual de elevada incertidumbre mundial, la culminación del mercado único es más crucial que nunca para avanzar en las principales agendas de la UE: la mejora del nivel de vida, el refuerzo de la resiliencia y la competitividad, el desarrollo de capacidades de defensa y la consecución de la seguridad económica.

Este artículo contribuye a mostrar el potencial sin explotar del mercado único. En consonancia con análisis anteriores, en él se estima la evolución de los costes comerciales en el mercado único a partir de un modelo de gravedad, en el que las fricciones se expresan en términos del valor de su equivalente arancelario. Estas estimaciones empíricas sugieren que las fricciones que afectan al comercio dentro de la UE siguen siendo elevadas, con un equivalente arancelario estimado (es decir, los mayores costes de los intercambios comerciales con otros países de la UE en comparación con el comercio nacional) del 67 % para los bienes y del 95 % para los servicios. Con todo, como se ha señalado, estas cifras reflejan un conjunto amplio de factores. Uno de ellos son los costes, que podrían abordarse mediante cambios en las políticas aplicadas (por ejemplo, cambios regulatorios o administrativos), pero también se incluyen factores cuya eliminación puede no ser factible —o ni siquiera deseable— por esa vía, como las preferencias, el sesgo nacional y una comerciabilidad limitada. En consecuencia, es probable que estas estimaciones sobrevaloren la magnitud real de las barreras inducidas por las políticas aplicadas. Al igual que en estudios similares de la literatura, la mejor manera de interpretarlas es considerarlas límites superiores de las fricciones comerciales que pueden reducirse mediante cambios en las políticas.

Estos resultados ponen de relieve los considerables beneficios que reportaría a los Estados miembros la consecución de una integración mayor. La comparación con un país de la UE que ya ha alcanzado un nivel de integración relativamente elevado —en estas estimaciones, los Países Bajos— puede ofrecer un contrafactual más realista que demuestre el potencial para profundizar en la integración de la UE. El análisis indica que las fricciones podrían reducirse más, unos 8 puntos porcentuales en el caso de los bienes y 9 puntos porcentuales en el de los servicios, si otros países lograran un grado de integración semejante. Ello representaría avances sustanciales en este proceso, similares, en general, a los conseguidos en la profundización de la integración de los mercados de bienes y servicios a lo largo de las dos últimas décadas. Las estimaciones del modelo sugieren que con ello se podría liberar un potencial económico significativo, con

ganancias de bienestar estimadas de hasta un 1,3 % para la convergencia de los sectores de bienes y de hasta un 1,6 % para la de los sectores de servicios.

Además, la UE podría obtener beneficios aún mayores si completara el mercado único y lo complementara con políticas que favorezcan el crecimiento. Las estimaciones del potencial sin explotar presentadas en este artículo son conservadoras, ya que solo reflejan los beneficios que se obtendrían si todos los Estados miembros alcanzaran el nivel de comercio intracomunitario del país más integrado. No llegan a recoger el mayor grado de integración que se derivaría de liberar todo el potencial del mercado único y de la implementación de la agenda de competitividad europea más amplia. Como destacaron Draghi (2024) y Letta (2024), la consecución de un mercado de servicios verdaderamente unificado requiere una reducción muy ambiciosa de las barreras regulatorias y administrativas que aún persisten en todos los Estados miembros. La Estrategia para el Mercado Único (2025b) de la Comisión Europea, que se centra en la eliminación de los diez obstáculos más importantes para dicho mercado, al tiempo que busca revitalizar el sector servicios y reforzar el apoyo a las pequeñas y medianas empresas, es un paso en la dirección correcta y merece un fuerte respaldo.

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

Previsiones a corto plazo de la actividad económica de la zona del euro en un mundo incierto

Sercan Eraslan, Andrea Fabbri y Lorena Saiz

Introducción

Evaluar las perspectivas de crecimiento a corto plazo y los riesgos asociados en función de los datos más recientes es fundamental para la adopción de decisiones de política monetaria. Por tanto, los bancos centrales desarrollan y ajustan constantemente sus modelos de previsión del PIB a corto plazo, que han sido diseñados de forma específica para ofrecer una visión actualizada, fiable y basada en datos de la situación actual de la economía y las perspectivas de crecimiento a corto plazo. Por ejemplo, desde 2015 el BCE utiliza un conjunto de modelos de referencia para prever el crecimiento del PIB real a corto plazo en la zona del euro (véase Baíbura y Saiz, 2020).

En los últimos años, una serie de perturbaciones importantes han alterado significativamente la capacidad predictiva de los métodos de previsión tradicionales, dificultando la elaboración de previsiones precisas.

Acontecimientos como la pandemia de COVID-19 y la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania han provocado considerables fluctuaciones de las variables económicas y han elevado los niveles de incertidumbre en torno a dichas previsiones. Estos acontecimientos han agravado las conocidas dificultades inherentes a la elaboración de previsiones económicas en tiempo real, tales como combinar la información procedente de datos recopilados con distintas frecuencias (por ejemplo, unas mensuales, pero otras trimestrales), así como considerar las diferencias en los calendarios de publicación de los datos, los retrasos en las publicaciones y las revisiones de los datos.

Con este trasfondo, en este artículo se examinan las mejoras introducidas recientemente en los modelos de previsión a corto plazo utilizados en el BCE.

En su evaluación de la estrategia de política monetaria de 2025, el BCE subrayó la importancia de ajustar constantemente las herramientas de previsión y de mantener un conjunto amplio y versátil de herramientas analíticas en un mundo incierto y que cambia con rapidez. Para responder a esta necesidad, se ideó una estrategia doble dirigida a actualizar y ajustar el marco de previsiones a corto plazo. En primer lugar, los modelos de referencia del BCE existentes fueron rigurosamente probados y mejorados. El objetivo de estas revisiones era aumentar la precisión y la fiabilidad de las previsiones puntuales y de densidad del crecimiento del PIB real de la zona del euro. Las previsiones de densidad son particularmente importantes para cuantificar la incertidumbre de las previsiones y pueden emplearse para evaluar los riesgos a corto plazo en torno a las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE. En segundo lugar, se estudiaron enfoques alternativos con métodos avanzados de aprendizaje automático (*machine learning*)

para complementar los modelos de referencia tradicionales. Aunque todavía se encuentran en una fase experimental, estas herramientas innovadoras pueden ayudar a afrontar las inestabilidades y a captar posibles no linealidades en las relaciones económicas.

El resto de este artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se analizan las principales dificultades para predecir la actividad económica de la zona del euro desde el inicio de la pandemia. En la sección 3 se presenta el conjunto revisado de herramientas de previsión a corto plazo, incluidos los modelos de referencia, y se ofrece una evaluación en tiempo real de su capacidad predictiva. En la sección 4 se describe un modelo complementario de aprendizaje automático. Por último, la sección 5 contiene las conclusiones.

Conclusiones

En los cinco últimos años, una serie de perturbaciones importantes han dificultado significativamente la modelización económica y las previsiones del PIB a corto plazo. La pandemia y las consecuentes disrupciones de las cadenas de suministro, la invasión rusa de Ucrania y la crisis energética y escalada de la inflación subsiguientes, así como la incertidumbre relacionada con el comercio observada más recientemente, han contribuido a las fluctuaciones considerables de la actividad económica y a un entorno político y económico más dinámico e impredecible. Como resultado, ha aumentado la incertidumbre de los modelos y de las previsiones.

En respuesta a la evolución del entorno económico, el BCE ha actualizado íntegramente su conjunto de herramientas de previsión del PIB a corto plazo. Esta revisión se ha centrado en mejorar la capacidad predictiva abordando el aumento de la volatilidad y la incertidumbre de los modelos. Se ideó una estrategia doble dirigida a actualizar y ajustar el marco de previsiones del PIB a corto plazo. En primer lugar, los modelos de referencia basados en el marco de ecuaciones puente fueron exhaustivamente revisados y mejorados. La revisión incorporó DFM (modelos de factores dinámicos) y VAR (modelos de vectores autorregresivos) auxiliares de vanguardia con volatilidad variable en el tiempo. Además, se incorporaron indicadores nuevos disponibles —como los relativos al sector de servicios— al conjunto de datos, siguiendo las recomendaciones de Bañura y Saiz (2020). En segundo lugar, se estudiaron enfoques alternativos con métodos avanzados de aprendizaje automático para complementar los modelos de referencia tradicionales. Cabe destacar que el QRF (modelo de árboles de decisión de regresión cuantílica) mostró una precisión de las previsiones comparable a la de los modelos de referencia en el período posterior a la pandemia para las previsiones del crecimiento del PIB tanto del trimestre en curso como a un trimestre vista. Este resultado destaca en particular, dado que este modelo de aprendizaje automático se basa exclusivamente en datos, a diferencia de la cuidadosa selección y parametrización de las variables que exigen los modelos de referencia. Sin embargo, sigue sin estar claro si la capacidad predictiva relativamente elevada del modelo QRF es específica del entorno actual de elevada volatilidad.

No obstante, es importante reconocer que el período posterior a la pandemia continúa estando marcado por una incertidumbre inusualmente elevada, que hace necesario evaluar y revisar con frecuencia y de forma sistemática los modelos de previsión para garantizar su precisión. Como se puso de relieve en la evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE de 2025, se realizará un seguimiento periódico de la capacidad predictiva de las previsiones y se revisarán los modelos de previsión del PIB a corto plazo cuando sea necesario. Asimismo, seguir explorando nuevas fuentes de datos y métodos avanzados de aprendizaje automático debería mantenerse como prioridad para continuar mejorando las previsiones macroeconómicas a corto plazo.

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

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
2022	3,5	2,5	5,1	1,3	3,1	3,6	8,0	9,1	2,5	2,0	8,4
2023	3,4	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	1,1	-0,2	5,0	0,9	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2024 IV TR	0,9	0,5	0,2	0,3	1,5	0,4	2,7	2,5	2,9	0,2	2,2
2025 I TR	0,8	-0,2	0,7	0,4	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
II TR	0,9	0,9	0,3	0,5	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
III TR	.	.	0,1	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
2025 Jun	-	-	-	-	-	-	2,7	3,6	3,3	0,1	2,0
Jul	-	-	-	-	-	-	2,7	3,8	3,1	0,0	2,0
Ago	-	-	-	-	-	-	2,9	3,8	2,7	-0,4	2,0
Sep	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
Oct	-	-	-	-	-	-	-	3,6	3,0	0,2	2,1
Nov	-	-	-	-	-	-	-	3,2	-	-	2,1

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⁾
	1	2	3	4	5	Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2022	13.757,9	13.486,6	7.258,1	2.941,9	3.017,6	1.555,4	871,5	584,5	269,0	-271,3	7.421,7	7.150,4
2023	14.663,7	14.137,7	7.750,7	3.097,3	3.214,9	1.641,8	929,2	637,6	74,8	-525,9	7.378,5	6.852,5
2024	15.231,4	14.563,9	8.029,7	3.259,8	3.209,9	1.648,3	922,9	632,4	64,5	-667,5	7.489,3	6.821,8
2024 IV TR	3.866,3	3.705,1	2.032,0	830,6	815,5	416,4	232,2	165,3	27,0	-161,2	1.885,7	1.724,5
2025 I TR	3.905,6	3.745,9	2.055,0	835,8	836,9	421,3	232,0	182,0	18,2	-159,7	1.931,9	1.772,2
II TR	3.936,6	3.775,3	2.066,2	845,8	829,1	423,4	234,1	169,8	34,3	-161,3	1.911,9	1.750,6
III TR	3.969,1	3.813,9	2.080,5	856,6	840,7	426,2	237,4	175,4	36,1	-155,2	1.924,5	1.769,3
en porcentaje del PIB												
2024	100,0	95,6	52,7	21,4	21,1	10,8	6,1	4,2	0,4	-4,4	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2024 IV TR	0,4	0,4	0,5	0,6	0,7	0,9	0,9	0,2	-	-	0,1	0,1
2025 I TR	0,6	0,5	0,2	0,0	2,6	0,5	0,0	11,4	-	-	2,3	2,2
II TR	0,1	0,3	0,3	0,4	-1,7	0,0	0,5	-8,5	-	-	-0,4	-0,1
III TR	0,3	0,5	0,2	0,7	0,9	0,0	1,1	3,1	-	-	0,7	1,3
tasas de variación interanual												
2022	3,6	4,0	5,3	1,3	2,1	-0,1	4,1	4,9	-	-	7,3	8,4
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,0	2,2	6,3	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,3	2,2	-2,0	-1,4	-2,0	-3,3	-	-	0,6	-0,1
2024 IV TR	1,3	1,6	1,8	2,2	-2,1	-0,5	-1,0	-7,3	-	-	0,4	0,9
2025 I TR	1,6	2,3	1,5	2,1	2,4	0,4	-0,4	11,3	-	-	2,5	4,0
II TR	1,6	2,6	1,6	1,5	3,2	1,1	-0,7	15,8	-	-	0,5	2,7
III TR	1,4	1,7	1,1	1,7	2,5	1,4	2,6	5,3	-	-	2,7	3,6
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales												
2024 IV TR	0,4	0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,0	-	-
2025 I TR	0,6	0,5	0,1	0,0	0,5	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,1	-	-
II TR	0,1	0,3	0,1	0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	0,5	-0,2	-	-
III TR	0,3	0,5	0,1	0,1	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,2	-	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales												
2022	3,6	3,9	2,8	0,3	0,5	0,0	0,3	0,2	0,3	-0,2	-	-
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,0	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2024 IV TR	1,3	1,5	1,0	0,5	-0,5	-0,1	-0,1	-0,3	0,6	-0,2	-	-
2025 I TR	1,6	2,2	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,4	-0,5	-	-
II TR	1,6	2,5	0,8	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,7	-1,0	-	-
III TR	1,4	1,7	0,6	0,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	-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)												
2022	12.365,4	217,8	2.423,2	647,7	2.360,6	638,7	543,7	1.340,4	1.491,1	2.319,4	382,8	1.392,5
2023	13.265,9	224,4	2.615,9	710,9	2.462,9	697,3	600,3	1.472,4	1.614,5	2.455,4	411,8	1.397,8
2024	13.715,2	233,5	2.579,1	731,4	2.550,1	734,1	633,3	1.536,5	1.690,4	2.595,0	431,9	1.516,1
2024 IV TR	3.480,3	59,6	661,3	183,8	644,2	187,2	159,3	386,0	428,4	661,2	109,2	386,0
2025 I TR	3.508,8	60,3	665,6	186,9	648,5	188,9	160,9	387,7	431,1	668,4	110,5	396,8
II TR	3.541,8	62,0	666,4	189,6	654,6	191,1	161,9	390,6	436,1	677,4	112,3	394,8
III TR	3.567,8	63,2	666,1	190,6	658,3	193,5	164,7	393,0	441,2	684,2	113,0	401,3
en porcentaje del valor añadido												
2024	100,0	1,7	18,8	5,3	18,6	5,4	4,6	11,2	12,3	18,9	3,1	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2024 IV TR	0,3	0,7	0,2	0,1	0,2	0,9	0,3	0,4	-0,1	0,5	-1,1	1,6
2025 I TR	0,6	1,4	2,0	0,6	0,3	0,8	0,1	0,2	0,3	0,2	0,3	-0,2
II TR	0,2	-1,0	0,2	0,0	0,3	0,5	-0,4	0,0	0,3	0,2	0,3	0,0
III TR	0,3	0,5	0,0	0,0	0,4	0,9	1,0	0,2	0,4	0,3	0,3	-0,1
tasas de variación interanual												
2022	4,0	-0,5	0,7	-0,4	8,8	6,6	-2,1	2,4	5,9	2,8	17,3	0,7
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,7	-2,6	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,7
2024	0,9	-0,5	-0,7	-0,7	0,9	2,9	1,7	1,6	1,8	1,5	1,6	0,5
2024 IV TR	1,0	0,3	-0,6	-0,9	1,1	2,7	2,1	1,5	1,0	1,8	1,9	5,0
2025 I TR	1,5	1,0	3,0	-0,4	0,9	3,4	0,0	0,9	1,2	1,7	1,3	2,7
II TR	1,4	1,1	2,9	0,2	1,1	3,6	-0,2	0,8	0,7	1,3	1,1	2,8
III TR	1,4	1,7	2,3	0,7	1,3	3,1	0,9	0,8	0,9	1,3	-0,2	1,2
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2024 IV TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-
2025 I TR	0,6	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
III TR	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2022	4,0	0,0	0,1	0,0	1,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,5	-
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-
2024 IV TR	1,0	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,3	0,1	-
2025 I TR	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,3	0,0	-
II TR	1,4	0,0	0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
III TR	1,4	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo¹⁾

(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													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
2022	100,0	86,0	14,0	2,9	14,2	6,4	24,2	3,3	2,3	1,1	14,2	24,9	6,5
2023	100,0	86,1	13,9	2,8	14,1	6,4	24,3	3,4	2,3	1,1	14,2	24,8	6,6
2024	100,0	86,1	13,9	2,8	14,0	6,4	24,4	3,4	2,3	1,0	14,2	25,0	6,5
<i>tasas de variación interanual</i>													
2022	2,4	2,5	1,4	-0,7	1,2	3,6	3,3	5,8	0,1	3,5	3,9	1,5	1,1
2023	1,5	1,6	1,1	-1,1	0,8	1,6	2,0	4,1	0,7	2,0	1,8	1,3	1,7
2024	0,9	1,0	0,6	-0,9	0,3	0,9	1,1	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	0,7
2024 IV TR	0,7	0,8	0,3	-2,2	0,1	0,7	1,2	1,3	1,7	0,3	0,1	1,4	0,3
2025 I TR	0,8	0,9	0,1	-1,5	-0,2	0,8	0,6	1,0	1,5	3,0	0,7	1,4	1,0
II TR	0,7	0,7	0,8	-1,9	-0,3	1,1	0,9	0,5	1,3	3,4	1,0	1,1	0,3
III TR	0,6	0,6	0,5	-1,6	-0,2	1,5	0,5	-0,1	1,3	2,7	0,9	1,0	0,7
<i>Horas trabajadas</i>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
2022	100,0	81,7	18,3	3,8	14,7	7,4	25,0	3,5	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2023	100,0	81,9	18,1	3,7	14,6	7,3	25,1	3,6	2,4	1,1	14,2	22,0	5,9
2024	100,0	82,0	18,0	3,6	14,5	7,3	25,1	3,7	2,4	1,1	14,2	22,2	5,9
<i>tasas de variación interanual</i>													
2022	3,8	3,9	3,3	-1,0	1,3	4,3	7,6	6,2	-0,6	5,7	4,7	1,1	4,8
2023	1,7	2,0	0,6	-1,4	1,1	1,3	2,0	4,0	0,8	1,6	2,1	1,9	2,4
2024	1,1	1,2	0,6	-0,6	0,3	1,1	1,1	2,2	1,5	0,0	1,2	1,8	1,1
2024 IV TR	1,0	1,2	0,2	-1,6	-0,1	0,8	1,2	1,6	0,9	1,9	0,8	1,9	1,2
2025 I TR	0,4	0,6	-0,7	-2,4	-0,8	0,6	0,2	1,0	1,0	2,4	0,3	1,2	1,7
II TR	0,3	0,5	-0,2	-2,6	-0,8	1,3	0,4	0,2	1,0	2,5	0,6	0,7	1,2
III TR	0,8	0,9	0,5	-2,3	0,0	1,5	0,8	-0,3	1,3	3,8	1,1	1,2	1,7
<i>Horas trabajadas por persona ocupada</i>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
2022	1,3	1,3	1,8	-0,3	0,1	0,7	4,2	0,4	-0,7	2,2	0,8	-0,4	3,7
2023	0,2	0,4	-0,4	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,3	0,6	0,6
2024	0,2	0,2	0,1	0,3	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,6	0,5	0,3	0,4
2024 IV TR	0,2	0,4	-0,1	0,7	-0,2	0,1	0,0	0,3	-0,8	1,6	0,6	0,6	0,9
2025 I TR	-0,4	-0,2	-0,8	-0,9	-0,6	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	-0,6	-0,3	-0,2	0,6
II TR	-0,4	-0,2	-0,9	-0,7	-0,5	0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,9	-0,3	-0,4	0,8
III TR	0,2	0,2	0,0	-0,7	0,2	0,0	0,2	-0,2	0,0	1,1	0,3	0,2	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							
		Millones	% de la población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino					
		1	2		3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
% del total en 2024		100,0		78,7			21,3			51,2		48,8				
2022	167,404	3,1	11,369	6,8	2,7	9,124	6,0	2,245	14,6	5,718	6,4	5,651	7,2	3,2		
2023	169,704	2,9	11,166	6,6	2,4	8,874	5,8	2,292	14,5	5,644	6,3	5,522	6,9	3,1		
2024	171,293	2,8	10,918	6,4	2,1	8,596	5,5	2,322	14,6	5,592	6,1	5,326	6,6	2,6		
2024 IV TR	171,634	2,8	10,634	6,2	2,0	8,359	5,4	2,275	14,4	5,469	6,0	5,165	6,4	2,5		
2025 I TR	172,628	2,8	10,988	6,4	2,1	8,630	5,5	2,358	14,8	5,609	6,1	5,379	6,6	2,4		
II TR	173,027	2,8	11,092	6,4	2,1	8,756	5,6	2,336	14,7	5,735	6,2	5,357	6,6	2,3		
III TR	173,021	2,8	11,110	6,4	2,0	8,750	5,6	2,360	14,9	5,694	6,2	5,416	6,7	2,1		
2025 May	-	-	11,040	6,4	-	8,699	5,5	2,341	14,7	5,723	6,2	5,317	6,6	-		
Jun	-	-	11,052	6,4	-	8,725	5,6	2,327	14,6	5,701	6,2	5,351	6,6	-		
Jul	-	-	11,004	6,4	-	8,711	5,5	2,293	14,5	5,658	6,2	5,346	6,6	-		
Ago	-	-	11,010	6,4	-	8,706	5,5	2,304	14,6	5,658	6,2	5,352	6,6	-		
Sep	-	-	11,046	6,4	-	8,704	5,5	2,342	14,8	5,668	6,2	5,378	6,6	-		
Oct	-	-	11,033	6,4	-	8,681	5,5	2,352	14,8	5,652	6,1	5,381	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 extraterritoriales).

2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

% del total en 2021	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		7	8	9	10	11	
	1	2	3	4	5	6		7	8	9	10	11	
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												
2022	1,8	2,5	-1,3	3,7	5,9	-3,4	2,1	1,1	-2,7	3,5	4,5	10,0	-4,3
2023	-1,7	-1,2	-6,2	3,1	-1,0	-5,0	2,1	-1,9	-2,6	-1,0	-1,7	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,3	-3,9	-5,0	-0,1	0,0	-1,0	1,2	0,5	1,7	0,7	1,6	-0,1
2024 IV TR	-1,6	-1,9	-2,5	-4,0	2,2	0,3	-0,1	2,3	1,1	3,1	0,9	2,0	-2,2
2025 I TR	1,5	1,6	-1,0	-1,7	9,5	0,7	-0,3	2,4	1,4	3,1	1,6	2,8	-2,8
II TR	1,3	1,3	-1,3	0,5	6,0	1,2	0,8	3,0	2,2	3,6	3,9	2,4	-0,8
III TR	1,5	1,6	-0,6	1,1	5,0	0,5	0,5	1,9	1,0	2,8	1,4	2,7	6,1
2025 May	3,0	3,0	-1,6	2,9	9,2	2,3	0,7	2,3	1,0	3,0	2,8	2,4	5,8
Jun	0,6	0,5	-1,4	-0,6	4,4	3,0	-0,1	3,8	2,6	4,7	4,3	3,5	-11,6
Jul	1,9	2,2	-0,9	2,1	6,2	0,3	0,7	2,6	1,2	4,1	2,2	2,9	6,7
Ago	1,2	1,5	-1,6	-0,1	7,3	-0,7	1,0	1,8	0,9	2,7	0,8	2,4	7,7
Sep	1,2	1,2	0,4	1,1	1,9	2,0	-0,4	1,2	0,9	1,5	1,1	2,7	4,0
Oct	2,0	1,5	0,5	0,5	4,5	4,5	0,5	1,5	0,9	2,1	1,8	.	5,3

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y Asociación Europea de Fabricantes de Automóviles (col. 13).

2025 May	tasas de variación intermensual (d.)												
	Total	Manufacturas	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Energía	Total	Alimentación, bebidas, tabaco	No alimentación	Combustible	1	2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	1,0	0,6	-1,6	1,1	6,3	3,5	-1,4	-0,2	-0,5	0,0	-1,0	0,3	-1,4
jun	-0,7	-0,7	0,0	-1,4	-3,9	1,4	0,2	0,5	0,5	0,6	0,8	0,1	-5,5
Jul	0,6	0,9	0,5	1,8	2,0	-1,9	0,6	-0,1	-0,7	0,6	-1,2	0,3	4,9
Ago	-1,0	-1,0	-0,2	-1,9	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,4	-0,5	-0,3	-0,1	0,8
Sep	0,2	-0,3	0,3	0,1	-2,3	1,1	-0,6	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,2
Oct	0,8	0,6	0,3	0,5	1,4	1,1	0,9	0,0	0,3	-0,2	0,3	.	0,7

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)

Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)						
	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
1999-2021	-	-	-	-	-	-	-
2023	96,2	-6,1	80,7	-17,4	-1,3	-4,2	6,7
2024	95,7	-11,0	78,4	-14,0	-4,5	-6,9	6,3
2025	-	-	77,6	-	-	-	90,0
2025 I TR	95,5	-11,3	77,2	-14,1	-3,3	-5,8	4,4
II TR	94,4	-11,0	77,5	-15,7	-3,4	-7,8	2,4
III TR	95,6	-10,3	77,8	-15,0	-3,3	-6,9	4,1
IV TR	-	-	78,0	-	-	-	90,1
2025 Jun	94,2	-11,8	-	-15,3	-2,9	-7,6	3,2
Jul	95,8	-10,4	77,8	-14,7	-3,1	-6,6	4,3
Ago	95,4	-10,2	-	-15,5	-3,5	-6,3	4,0
Sep	95,7	-10,3	-	-14,9	-3,2	-7,7	3,9
Oct	96,8	-8,5	78,0	-14,2	-2,5	-6,9	4,2
Nov	97,0	-9,3	-	-14,2	-1,7	-5,7	5,7

Fuentes: Comisión Europea (Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros) (col. 1-8) y S&P Global Market Intelligence (col. 9-12).

2.7 Resumen de indicadores de los hogares y de las sociedades no financieras

(precios corrientes, salvo indicación en contrario; datos sin desestacionalizar)

Tasa de ahorro (bruta)	Hogares							Sociedades no financieras					
	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patriomonio 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	
2022	13,5	90,7	0,8	2,1	12,5	2,5	8,1	37,9	5,2	72,6	4,9	9,9	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,8	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,8
2024	15,2	81,7	2,4	2,3	-2,8	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	-2,4	0,9
2024 III TR	15,1	82,1	2,7	2,3	-2,5	5,9	2,9	35,7	4,7	67,4	1,9	3,7	0,9
IV TR	15,2	81,7	2,3	2,3	-1,6	4,7	3,4	35,5	4,2	67,1	1,8	2,6	0,9
2025 I TR	15,2	81,3	1,1	2,4	0,2	4,5	4,6	35,5	3,8	67,0	2,8	8,2	1,7
II TR	15,2	81,5	1,3	2,6	2,8	4,9	4,7	35,3	3,5	66,3	2,6	11,8	1,6

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	
2024 IV TR	1.486,3	1.412,3	74,0	703,7	622,3	381,9	334,7	352,2	351,5	48,6	103,7	35,7	23,8	
2025 I TR	1.552,7	1.485,4	67,3	758,1	644,1	391,8	363,4	354,3	390,8	48,5	87,1	31,9	26,6	
II TR	1.498,1	1.408,2	89,9	713,8	627,5	387,4	346,2	348,3	339,0	48,5	95,5	18,6	17,3	
III TR	1.495,8	1.410,6	75,2	708,3	628,3	387,6	349,3	341,0	335,9	48,9	97,1	22,7	14,1	
2025 Abr	498,6	475,9	22,7	239,4	207,9	127,2	117,3	115,6	118,2	16,4	32,5	5,8	5,3	
May	501,4	470,9	30,5	238,4	205,8	129,2	114,7	117,7	119,0	16,1	31,4	5,9	5,4	
Jun	498,1	461,5	36,7	236,1	213,9	131,1	114,2	115,0	101,8	16,0	31,6	6,9	6,6	
Jul	497,0	467,1	29,9	236,2	211,6	128,1	115,6	116,1	107,5	16,5	32,4	9,1	4,1	
Ago	492,3	470,1	22,2	233,3	208,1	129,7	116,1	113,0	113,8	16,4	32,2	5,9	5,0	
Sep	496,5	473,4	23,1	238,9	208,6	129,7	117,7	111,9	114,6	16,0	32,5	7,7	5,0	
transacciones acumuladas de 12 meses														
2025 Sep	6.022,9	5.716,5	306,3	2.884,0	2.522,3	1.548,6	1.393,7	1.395,7	1.417,1	194,5	383,5	108,9	81,8	
transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB														
2025 Sep	38,4	36,5	2,0	18,4	16,1	9,9	8,9	8,9	9,0	1,2	2,4	0,7	0,5	

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

2.9 Comercio exterior de bienes de la zona del euro¹⁾, en términos nominales y reales por grupos de productos²⁾

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

Exportaciones	Importaciones	Exportaciones (FOB)						Importaciones (CIF)					
		Total			Pro memoria:			Total			Pro memoria:		
		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
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2024 IV TR	1,3	2,5	716,2	335,9	139,8	226,7	594,5	687,5	382,2	113,8	172,8	496,8	71,0
2025 I TR	8,0	7,9	769,4	377,6	145,4	230,8	641,1	708,7	400,0	115,1	178,1	508,6	67,6
II TR	0,1	1,8	725,7	338,6	139,6	229,7	604,7	692,1	383,0	117,4	176,3	505,9	59,4
III TR	1,5	1,8	723,9	339,2	145,3	223,6	601,2	688,7	376,2	119,0	175,6	508,6	62,2
2025 May	1,3	-0,9	243,7	115,7	46,4	76,0	203,4	227,4	125,7	38,3	58,1	165,6	19,4
Jun	0,7	6,9	237,7	108,7	46,6	76,0	197,2	234,8	128,4	40,4	60,3	172,9	19,1
Jul	0,6	2,9	239,0	109,9	49,5	75,3	198,2	231,9	127,5	39,8	59,4	170,5	21,7
Ago	-4,4	-3,5	237,1	109,1	47,8	74,1	195,8	226,9	123,9	39,1	57,7	167,4	20,3
Sep	7,7	5,7	247,8	120,3	48,0	74,2	207,2	229,8	124,9	40,1	58,6	170,7	20,2
Oct	1,0	-3,6	236,3	-	-	-	192,6	222,3	-	-	-	163,2	-
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2024 IV TR	-2,3	1,7	93,8	87,2	90,6	108,0	94,1	100,1	95,4	98,3	109,7	100,3	134,9
2025 I TR	0,6	2,1	98,0	93,3	94,4	108,3	98,7	100,7	96,2	98,3	110,8	101,1	129,1
II TR	-2,7	1,2	94,1	87,3	90,6	109,0	94,4	101,0	95,5	101,5	111,3	101,5	134,9
III TR	0,3	3,0	95,1	88,2	94,5	106,7	95,3	101,9	96,1	103,9	111,5	103,2	135,5
2025 Abr	-5,8	-2,5	93,6	87,2	89,5	108,1	93,8	99,6	94,8	100,0	108,5	100,2	134,4
May	-0,7	0,0	95,6	89,7	91,7	109,3	96,1	100,1	94,9	99,4	110,3	100,1	135,9
Jun	-1,4	6,4	93,2	85,1	90,7	109,6	93,2	103,2	96,8	105,2	115,3	104,3	134,3
Jul	0,0	3,8	94,8	86,5	96,4	107,9	94,9	102,1	96,6	103,7	111,5	103,1	136,4
Ago	-5,7	-1,4	93,8	86,2	94,5	106,3	93,7	101,5	95,8	103,9	110,5	103,0	135,1
Sep	6,0	6,2	96,7	91,8	92,6	105,9	97,4	102,1	95,8	104,1	112,4	103,6	135,1

Fuentes: BCE y Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 2.8) y los datos de 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 Consumo¹⁾

(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												
% del total en 2024	100,0	100,0	70,6	55,1	44,9	100,0	15,1	4,3	25,7	9,9	44,9	88,5	11,5		
2022	116,8	8,4	3,9	11,9	3,5	-	-	-	-	-	-	8,5	7,8		
2023	123,2	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9		
2024	126,1	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3		
2024 IV TR	126,9	2,2	2,7	0,8	3,9	0,5	0,8	1,9	0,2	-0,6	0,7	2,0	4,3		
2025 I TR	127,3	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,8	2,2	3,7		
II TR	128,9	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,5	1,3	0,1	-4,1	1,0	1,9	3,0		
III TR	129,3	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,7	1,3	0,3	0,3	0,7	2,0	2,8		
2025 Jun	129,1	2,0	2,3	0,9	3,3	0,2	0,1	0,5	0,0	0,2	0,4	1,9	2,8		
Jul	129,1	2,0	2,3	1,1	3,2	0,3	0,2	0,9	0,2	1,0	0,2	1,9	2,9		
Ago	129,3	2,0	2,3	1,1	3,1	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,7	0,4	2,0	2,7		
Sep	129,4	2,2	2,4	1,4	3,2	0,1	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,2	2,2	2,7		
Oct	129,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,2	0,4	2,1	2,4		
Nov	129,3	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,1	0,0	0,9	0,2	2,1	2,4		
Bienes															
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 2024	19,5	15,1	4,3	35,6	25,7	9,9	9,6	5,6	7,4	2,2	16,4	9,3			
2022	9,0	8,6	10,4	13,6	4,6	37,0	2,4	1,7	4,4	-0,2	6,1	2,1			
2023	10,9	11,4	9,1	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,2	6,9	4,0			
2024	2,9	3,2	1,9	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,9	4,9	4,0			
2024 IV TR	2,7	2,8	2,3	-0,2	0,6	-2,2	3,3	3,0	5,0	-2,2	4,6	4,0			
2025 I TR	2,6	2,6	2,9	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,9	4,2	4,1			
II TR	3,1	2,7	4,6	-0,5	0,6	-3,2	3,3	3,0	4,4	-2,1	3,8	3,9			
III TR	3,2	2,6	5,2	0,1	0,8	-1,6	3,2	2,9	3,7	-1,2	3,2	3,8			
2025 Jun	3,1	2,6	4,6	-0,3	0,5	-2,6	3,3	3,0	4,0	-1,9	3,5	3,7			
Jul	3,3	2,7	5,4	-0,1	0,8	-2,4	3,2	2,9	4,1	-1,9	3,0	3,9			
Ago	3,2	2,6	5,5	0,0	0,8	-2,0	3,2	2,9	3,6	-1,7	3,1	3,8			
Sep	3,0	2,6	4,7	0,5	0,8	-0,4	3,2	2,9	3,3	-0,1	3,4	3,7			
Oct	2,5	2,3	3,2	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	0,6	3,4	3,7			
Nov	2,4	2,2	3,2	0,3	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,4	0,1	3,9	3,7			

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/!/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1603.pdf#page=20>).

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⁾										Cons-trucción ²⁾	Precios de los inmuebles residen-ciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾			
	Total (índice: 2021 = 100)	Total		Industria, excluidas construcción y energía					Energía							
		Industria manufac-turera	Total	Bienes intermedios		Bienes de equipo	Bienes de consumo									
				Total	5	6	Total	7	8	9	10	11	12			
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			13			
2022	132,7	32,7	17,0	13,8	19,8	7,1	12,2	16,6	6,8	81,1	11,9	7,3	0,4			
2023	130,0	-2,1	1,9	3,7	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,6	-13,3	6,9	-1,2	-8,2			
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,3	2,2	2,0	-4,5			
2024 IV TR	126,2	-1,5	-0,2	0,9	-0,3	1,4	2,0	1,4	1,2	-6,0	1,0	4,1	-1,3			
2025 I TR	127,7	2,3	0,7	1,3	0,7	1,7	2,1	1,5	1,6	5,0	1,0	5,3	.			
II TR	123,5	0,5	-0,1	1,0	0,2	1,7	2,2	1,9	1,4	-0,7	0,9	5,1	.			
III TR	124,1	-0,2	0,4	1,0	-0,2	1,8	2,3	1,8	1,5	-2,5	1,5	.	.			
2025 May	122,9	0,3	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,2	2,0	1,4	-1,5	-	-	-			
Jun	124,0	0,6	0,1	0,9	-0,1	1,7	2,4	1,8	1,5	0,0	-	-	-			
Jul	124,5	0,2	0,1	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,8	1,6	-1,0	-	-	-			
Ago	124,0	-0,6	0,3	1,0	-0,3	1,8	2,3	1,9	1,4	-4,1	-	-	-			
Sep	123,9	-0,2	0,8	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,7	1,5	-2,4	-	-	-			
Oct	124,0	-0,5	0,5	0,9	0,1	1,7	1,9	1,1	1,5	-3,9	-	-	-			

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).

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				Exporta-ciones ¹⁾	Importa-ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾						
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No ali- men- tación	Total	Ali- men- tación	No ali- men- tación				
										9	10	11	12	13	14	15			
% del total										100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6				
2022	107,4	5,2	7,1	6,8	4,4	8,1	12,9	17,6	103,8	18,3	28,8	9,6	19,3	27,7	10,9				
2023	113,9	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-12,8	-11,6	-14,0	-13,7	-12,5	-15,0				
2024	117,3	3,0	2,4	2,3	2,9	1,9	0,9	-0,4	82,0	9,4	13,6	5,1	9,2	12,2	5,5				
2024 IV TR	118,4	2,4	1,8	1,7	2,3	1,9	1,8	0,4	75,8	17,7	23,5	11,8	17,8	21,9	12,8				
2025 I TR	119,0	2,2	2,1	2,0	2,7	1,7	2,2	2,0	76,7	20,0	28,2	11,4	19,2	24,8	12,2				
II TR	119,7	2,4	2,1	1,9	2,7	2,1	0,5	-0,3	68,9	-2,0	1,9	-6,2	-2,3	0,6	-6,0				
III TR	120,4	2,4	2,2	2,1	2,6	1,8	0,2	-0,5	69,9	-0,7	-0,2	-1,1	-1,8	-1,8	-1,9				
2025 Jun	-	-	-	-	-	-	-	-	72,9	-3,3	-1,0	-5,7	-3,3	-1,2	-6,0				
Jul	-	-	-	-	-	-	-	-	72,2	-3,2	-3,8	-2,5	-3,3	-3,5	-3,1				
Ago	-	-	-	-	-	-	-	-	69,1	1,2	2,4	-0,1	-0,4	-0,1	-0,8				
Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	0,1	0,8	-0,6	-1,7	-1,8	-1,6				
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-2,1	-3,4	-0,8	-3,8	-5,3	-2,0				
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-5,0	-8,8	-0,6	-6,4	-9,7	-2,1				

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)					Tendencias de los precios d e consumo en los 12 meses anteriores	
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				5		
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción			
	1	2	3	4	5		
1999-2021	29,8	22,6	9,5	17,5		28,6	
2022	48,5	53,1	27,4	42,1		71,6	
2023	9,1	28,8	19,6	14,8		74,5	
2024	6,0	14,5	15,2	4,5		55,1	
2024 IV TR	7,4	13,8	14,9	4,8		48,8	
2025 I TR	10,1	16,7	14,7	4,6		50,3	
II TR	8,2	16,2	14,0	3,2		49,3	
III TR	7,8	16,8	13,7	2,8		47,7	
2025 Jun	6,0	16,3	13,4	2,1		49,1	
Jul	9,1	16,8	13,8	3,2		49,0	
Ago	7,0	16,8	14,8	0,9		47,1	
Sep	7,3	16,9	12,6	4,4		47,1	
Oct	7,8	16,2	12,2	6,6		48,0	
Nov	9,9	18,4	13,3	7,9		47,5	

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: índicador de salarios negociados ¹⁾
			1	2	Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	
					3	4	
% del total en 2020		100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0
2022	105,6	4,5	3,7	6,9	5,0	3,4	3,0
2023	110,4	4,6	4,5	4,8	4,9	4,0	4,4
2024	115,6	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2024 IV TR	122,5	3,7	4,1	2,6	4,0	3,2	4,1
2025 I TR	112,3	3,7	3,6	3,9	4,2	2,6	2,5
II TR	124,2	3,9	3,8	4,3	4,4	3,0	4,0
III TR	115,5	3,3	3,0	4,0	3,3	3,1	1,9

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. manufac- tura y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades finan- cieras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Activida- des profesio- nales, adminis- trativas y ser- vicios auxiliares	Activida- des pública, educa- ción, activida- des sanitarias y de ser- vicios sociales	Activida- des artística- cas, de entre- tenimiento y otros ser- vicios	
			1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Costes laborales unitarios													
2022	102,8	3,2	4,2	4,5	8,4	0,7	2,1	5,4	6,0	3,7	2,1	-6,7	
2023	109,4	6,4	6,4	8,3	4,6	7,7	2,4	9,7	3,3	5,5	5,1	3,4	
2024	114,3	4,5	3,3	5,4	5,9	4,5	3,0	3,5	1,1	3,6	4,7	3,9	
2024 IV TR	115,4	3,5	2,1	4,6	5,7	4,3	3,0	1,7	1,5	3,7	3,7	2,7	
2025 I TR	116,1	3,0	1,9	0,0	5,1	3,9	1,5	4,5	4,2	3,8	4,0	3,2	
II TR	117,3	3,1	1,8	0,4	5,6	3,3	0,6	5,8	5,8	4,6	3,9	4,1	
III TR	118,3	3,2	1,7	1,3	4,4	3,1	1,1	4,2	6,0	3,7	3,9	5,7	
Remuneración por asalariado													
2022	109,0	4,5	4,5	3,9	4,2	6,1	2,8	3,0	4,8	5,7	3,4	8,3	
2023	114,8	5,3	4,7	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3	
2024	119,9	4,5	3,7	4,3	4,2	4,4	4,0	3,7	3,4	4,8	4,7	4,8	
2024 IV TR	121,6	4,1	4,8	3,9	4,0	4,2	4,3	2,2	2,8	4,5	4,1	4,4	
2025 I TR	122,8	3,9	4,5	3,2	3,9	4,2	3,9	2,9	2,0	4,3	4,3	3,5	
II TR	124,1	4,0	4,9	3,6	4,6	3,5	3,7	4,3	3,1	4,3	4,1	4,8	
III TR	125,3	4,0	5,0	3,8	3,6	3,9	4,3	3,8	4,1	3,7	4,2	4,7	
Productividad del trabajo por persona ocupada													
2022	106,1	1,2	0,2	-0,5	-3,9	5,4	0,7	-2,2	-1,1	2,0	1,3	16,0	
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,2	-2,1	2,5	-3,4	0,1	0,3	-0,3	1,8	
2024	104,9	0,0	0,4	-1,0	-1,6	-0,1	0,9	0,2	2,2	1,1	0,0	0,9	
2024 IV TR	105,3	0,6	2,6	-0,6	-1,6	-0,1	1,3	0,4	1,2	0,8	0,4	1,7	
2025 I TR	105,7	0,9	2,5	3,2	-1,1	0,3	2,3	-1,6	-2,0	0,5	0,3	0,3	
II TR	105,7	0,8	3,0	3,2	-0,9	0,2	3,1	-1,4	-2,5	-0,3	0,2	0,7	
III TR	105,8	0,7	3,3	2,5	-0,8	0,7	3,2	-0,4	-1,8	0,0	0,3	-0,9	
Remuneración por hora trabajada													
2022	103,4	3,2	5,8	3,9	4,0	1,7	2,5	3,6	3,3	4,4	3,8	4,9	
2023	108,5	4,9	4,1	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5	
2024	113,1	4,2	3,7	4,4	4,2	4,3	3,7	3,7	2,8	4,0	4,4	4,5	
2024 IV TR	114,2	3,7	3,7	4,0	3,9	3,8	4,0	2,8	2,7	3,7	3,5	4,0	
2025 I TR	115,7	4,1	4,7	3,8	4,1	4,3	3,8	3,4	2,5	4,5	4,5	2,9	
II TR	116,9	4,2	4,7	4,1	4,1	3,6	3,9	4,6	4,1	4,7	4,6	4,1	
III TR	117,8	3,8	6,0	3,6	3,4	3,3	4,8	4,0	4,2	3,6	4,1	4,0	
Productividad del trabajo por hora													
2022	100,1	-0,1	0,5	-0,6	-4,6	1,2	0,3	-1,6	-3,2	1,2	1,7	11,9	
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,5	-3,4	0,5	0,0	-0,8	1,1	
2024	98,7	-0,2	0,0	-1,0	-1,7	-0,1	0,7	0,3	1,6	0,6	-0,3	0,5	
2024 IV TR	98,7	0,3	1,9	-0,5	-1,7	-0,1	1,0	1,3	-0,3	0,2	-0,1	0,8	
2025 I TR	99,5	1,2	3,5	3,8	-0,9	0,8	2,3	-1,1	-1,4	0,8	0,4	-0,4	
II TR	99,5	1,2	3,7	3,8	-1,1	0,7	3,4	-1,2	-1,7	0,1	0,6	-0,1	
III TR	99,4	0,6	4,1	2,3	-0,8	0,5	3,5	-0,3	-2,9	-0,3	0,1	-1,8	

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	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)	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)			
		1	2	3	4	5	6	7
2022	-0,01	0,09	0,35	0,68	1,10	1,63		-0,03
2023	3,21	3,25	3,43	3,69	3,86	5,00		-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15		0,12
2025 Jun	2,01	1,93	1,98	2,05	2,08	4,32		0,48
Jul	1,92	1,89	1,99	2,06	2,08	4,34		0,48
Ago	1,92	1,89	2,02	2,08	2,11	4,34		0,48
Sep	1,92	1,90	2,03	2,10	2,17	4,30		0,48
Oct	1,93	1,91	2,03	2,11	2,19	4,20		0,48
Nov	1,93	1,91	2,04	2,13	2,22	3,97		0,48

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				1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5				9	10	11	12
2022	1,71	2,46	2,57	2,45	2,56	0,09	-0,84	0,41	2,85	2,48	2,47	2,76
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 Jun	1,86	1,82	1,84	2,16	2,68	0,86	0,32	0,82	1,80	1,96	2,76	3,48
Jul	1,90	1,89	1,94	2,25	2,76	0,87	0,33	0,87	1,91	2,08	2,83	3,58
Ago	1,94	1,90	1,92	2,22	2,79	0,89	0,45	0,88	1,89	2,03	2,83	3,72
Sep	1,94	1,94	1,99	2,27	2,78	0,83	0,58	0,82	1,97	2,12	2,82	3,63
Oct	1,90	1,90	1,95	2,23	2,72	0,82	0,45	0,89	1,93	2,08	2,76	3,56
Nov	1,95	1,96	2,01	2,28	2,77	0,81	0,47	1,02	1,99	2,13	2,80	3,64

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	Materials 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 Jun	561,8	5.325,1	972,2	257,8	162,5	134,4	317,4	1.161,2	1.110,0	457,0	367,1	801,4	6.030,0	38.458,3
Jul	566,7	5.351,7	958,0	261,1	157,2	137,2	324,3	1.192,4	1.098,2	454,6	358,5	805,9	6.296,5	40.173,0
Ago	571,9	5.373,8	964,5	254,6	152,4	139,4	348,1	1.188,0	1.048,5	452,3	357,4	835,5	6.408,9	42.299,9
Sep	572,8	5.408,0	947,6	257,8	148,6	138,8	344,7	1.198,6	1.083,0	445,8	350,4	840,5	6.584,0	44.218,5
Oct	594,4	5.641,1	940,9	266,6	150,6	143,2	345,2	1.246,9	1.194,5	478,4	354,1	905,0	6.735,7	48.521,1
Nov	593,5	5.634,1	927,2	266,6	152,1	150,5	353,1	1.210,9	1.153,6	499,4	340,0	913,0	6.740,9	50.111,1

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			
						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
2024 Nov	0,35	1,76	2,61	2,52	7,96	16,84	6,52	7,69	8,41	4,58	4,27	3,62	3,43	3,16	3,72	3,47
Dic	0,35	1,76	2,45	2,51	7,91	16,84	6,76	7,48	8,26	4,36	4,15	3,57	3,36	3,09	3,64	3,39
2025 Ene	0,34	1,75	2,33	2,41	7,80	16,77	7,16	7,69	8,50	4,42	4,06	3,49	2,88	2,97	3,34	3,25
Feb	0,32	1,55	2,20	2,35	7,75	16,69	6,79	7,66	8,38	4,45	4,00	3,52	3,37	3,09	3,61	3,33
Mar	0,31	1,52	2,09	2,23	7,73	16,63	6,96	7,57	8,28	4,35	3,92	3,50	3,36	3,10	3,57	3,32
Abr	0,29	1,50	1,96	2,28	7,53	16,58	6,95	7,59	8,31	4,29	3,85	3,48	3,32	3,04	3,52	3,27
May	0,29	1,45	1,85	2,21	7,48	16,50	6,77	7,60	8,32	4,22	3,70	3,42	3,45	3,12	3,58	3,30
Jun	0,27	1,44	1,78	2,19	7,41	16,48	6,68	7,47	8,17	4,10	3,61	3,41	3,47	3,12	3,58	3,30
Jul	0,25	1,43	1,74	2,19	7,28	16,44	6,68	7,53	8,18	4,11	3,56	3,38	3,45	3,12	3,57	3,28
Ago	0,25	1,22	1,72	2,16	7,27	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	7,35	16,42	6,74	7,46	8,18	4,14	3,53	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Oct	0,25	1,21	1,78	2,17	7,38	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31

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		5	6	7	8	9	10	11	12	13			
	1	2	3	4												
2024 Nov	0,81	2,92	2,65	4,80	4,80	4,99	5,29	4,62	4,26	3,85	4,42	4,20	3,70	4,52		
Dic	0,77	2,80	2,80	4,64	4,63	4,78	5,08	4,47	4,13	3,76	4,31	4,06	3,63	4,36		
2025 Ene	0,76	2,67	2,58	4,48	4,35	4,60	4,82	4,33	4,02	3,75	4,18	3,87	3,65	4,25		
Feb	0,72	2,50	2,73	4,33	4,37	4,54	4,79	4,22	3,81	3,69	3,98	3,75	3,58	4,11		
Mar	0,67	2,33	2,54	4,21	4,02	4,53	4,81	3,97	3,77	3,69	3,67	3,78	3,67	3,94		
Abr	0,60	2,15	2,65	4,03	3,91	4,20	4,78	3,86	3,59	3,70	3,55	3,51	3,66	3,80		
May	0,58	2,06	2,56	3,91	3,78	4,22	4,88	3,67	3,49	3,68	3,30	3,48	3,66	3,66		
Jun	0,53	1,93	2,58	3,82	3,70	4,19	4,89	3,54	3,40	3,63	3,29	3,41	3,54	3,60		
Jul	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52		
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	3,45		
Sep	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50		
Oct	0,52	1,91	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,51	3,42	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51		

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

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas ¹⁾								
	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															
2022	1.393,4	489,2	142,9	81,2	94,4	666,8	621,7	499,1	199,7	116,9	90,3	48,1	134,3	96,8		
2023	1.574,3	622,7	164,1	105,0	85,7	701,8	659,1	537,2	242,1	117,5	91,3	49,1	128,5	104,6		
2024	1.600,4	581,3	207,0	122,1	70,3	741,9	674,7	522,5	207,6	137,8	107,7	39,8	137,3	110,2		
2025	Jun	1.610,4	602,7	213,5	129,9	90,0	704,1	633,9	544,3	229,7	147,7	118,3	43,6	123,3	94,7	
	Jul	1.615,3	600,4	217,6	123,7	96,6	700,6	631,3	565,6	238,7	159,1	124,4	47,3	120,6	99,8	
	Ago	1.660,6	632,2	220,4	123,5	98,2	709,9	640,6	534,6	240,4	136,1	109,9	30,9	127,3	103,3	
	Sep	1.633,1	603,5	221,0	131,7	92,6	716,0	635,0	590,0	235,6	159,1	128,5	46,2	149,1	111,6	
	Oct	1.649,4	602,4	208,9	115,6	96,7	741,4	662,5	601,1	228,0	160,2	125,6	45,6	167,2	136,5	
	Nov	1.647,6	613,8	195,7	106,1	91,8	746,3	660,3	518,9	215,3	138,1	114,2	37,2	128,3	104,6	
	Largo plazo															
2022	17.803,3	3.909,6	3.106,2	1.394,4	1.432,8	9.354,6	8.644,3	294,5	76,9	68,3	31,7	17,1	132,3	123,0		
2023	19.423,8	4.445,9	3.239,5	1.432,1	1.548,9	10.189,5	9.450,5	322,0	93,4	68,0	31,0	21,3	139,3	130,8		
2024	20.532,1	4.768,5	3.503,2	1.523,7	1.653,1	10.607,4	9.835,6	350,9	89,1	86,0	35,0	27,0	148,8	138,1		
2025	Jun	21.134,1	4.845,5	3.573,8	1.592,8	1.713,4	11.001,3	10.216,0	470,2	114,4	142,0	84,5	40,0	173,8	163,6	
	Jul	21.206,4	4.874,9	3.620,0	1.604,2	1.721,2	10.990,2	10.201,3	352,9	83,9	97,8	37,6	25,4	145,8	136,5	
	Ago	21.181,2	4.870,2	3.632,3	1.618,2	1.710,9	10.967,9	10.179,7	255,1	53,8	74,9	36,5	10,2	116,3	111,9	
	Sep	21.301,7	4.870,0	3.644,7	1.623,1	1.733,8	11.053,1	10.264,6	422,2	94,1	114,3	43,4	44,0	169,8	161,5	
	Oct	21.460,2	4.913,7	3.691,0	1.638,3	1.743,5	11.112,0	10.312,1	392,3	89,0	115,6	44,5	35,8	151,9	141,1	
	Nov	21.587,3	4.944,4	3.749,3	1.670,8	1.761,6	11.132,1	10.330,1	387,5	99,0	118,1	55,3	40,8	129,6	120,4	

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

(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			Instituciones financieras distintas de IFM		Total	de las cuales, Administración Central		
			Total	FVC						Total	FVC				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	10	11		
	Saldo vivo														
2022	19.196,7	4.398,8	3.249,2	1.475,5	1.527,2	10.021,5	9.266,0	8.688,0	531,1	1.286,4	6.869,9				
2023	20.998,1	5.068,7	3.403,6	1.537,1	1.634,6	10.891,2	10.109,6	9.673,3	625,3	1.418,9	7.628,6				
2024	22.132,5	5.349,7	3.710,2	1.645,8	1.723,4	11.349,3	10.510,3	10.151,6	755,1	1.585,6	7.810,4				
2025	Jun	22.744,4	5.448,2	3.787,3	1.722,7	1.803,5	11.705,4	10.849,9	10.914,2	1.012,8	1.802,3	8.098,7			
	Jul	22.821,7	5.475,3	3.837,7	1.727,9	1.817,8	11.690,9	10.832,6	11.056,7	1.097,7	1.814,0	8.144,6			
	Ago	22.841,8	5.502,3	3.852,7	1.741,7	1.809,0	11.677,8	10.820,2	11.086,0	1.119,5	1.838,4	8.127,6			
	Sep	22.934,8	5.473,6	3.865,7	1.754,8	1.826,4	11.769,1	10.899,6	11.312,2	1.165,1	1.870,9	8.275,7			
	Oct	23.109,6	5.516,1	3.899,9	1.753,9	1.840,2	11.853,4	10.974,6	11.527,1	1.164,1	1.855,4	8.507,2			
	Nov	23.234,9	5.558,2	3.945,0	1.777,0	1.853,4	11.878,4	10.990,4	11.503,9	1.204,0	1.857,3	8.442,1			
	Tasa de crecimiento ¹⁾														
2025 Abr	4,4	1,8	8,1	9,6	2,1	4,8	4,7	-0,1	-2,0	-0,3	0,1				
May	4,8	3,5	8,0	8,8	3,3	4,6	4,6	-0,1	-1,7	-0,2	0,1				
Jun	5,2	4,7	9,2	11,0	3,2	4,6	4,5	-0,2	-0,9	-0,7	-0,1				
Jul	5,5	4,9	9,3	11,0	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,4	0,0				
Ago	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,6	4,6	-0,1	-0,5	-0,5	0,0				
Sep	5,1	3,7	9,4	11,5	3,4	4,7	4,7	0,0	0,7	-0,6	0,0				
Oct	5,2	4,0	9,5	10,0	3,2	4,7	4,6	-0,1	0,6	-0,7	0,0				
Nov	5,7	5,0	9,7	9,7	3,7	5,0	4,7	-0,1	0,4	-0,7	-0,1				

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 efectivos¹⁾

(medias del período; índice: I TR 1999 = 100)

	TCE-18						TCE-41	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Deflactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2022	95,3	90,8	93,2	84,2	63,9	82,3	116,1	90,8
2023	98,1	94,0	97,5	88,9	67,3	85,8	121,8	94,7
2024	98,4	94,4	97,6	89,6	67,6	86,9	124,1	95,0
2024 IV TR	97,6	93,6	96,7	88,9	66,1	86,1	123,6	94,1
2025 I TR	97,1	93,3	96,1	88,4	63,6	85,4	122,9	93,5
II TR	100,6	96,5	100,8	92,0	65,3	88,7	127,7	96,7
III TR	102,3	98,1	103,3	-	-	-	130,1	98,4
2025 Jun	101,3	97,0	101,7	-	-	-	128,5	97,2
Jul	102,3	98,1	102,9	-	-	-	129,9	98,4
Ago	102,2	98,0	103,2	-	-	-	129,9	98,3
Sep	102,4	98,3	103,7	-	-	-	130,5	98,7
Oct	102,1	97,8	103,6	-	-	-	129,9	98,1
Nov	102,0	97,7	103,7	-	-	-	129,7	97,8
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2025 Nov	-0,1	-0,1	0,0	-	-	-	-0,2	-0,3
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2025 Nov	4,6	4,4	7,3	-	-	-	5,0	4,0

Fuente: BCE.

1) Para una definición de los grupos de socios comerciales e información adicional, véanse las notas generales del *Boletín Estadístico*.

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
2022	7,079	24,566	7,440	391,286	138,027	4,686	0,853	4,9313	10,630	1,005	1,053
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
2024 IV TR	7,675	25,248	7,459	407,465	162,549	4,307	0,832	4,9754	11,494	0,936	1,068
2025 I TR	7,655	25,082	7,460	405,023	160,453	4,201	0,836	4,9763	11,235	0,946	1,052
II TR	8,197	24,920	7,461	404,114	163,813	4,262	0,849	5,0323	10,955	0,937	1,134
III TR	8,360	24,498	7,464	395,800	172,286	4,258	0,866	5,0703	11,121	0,935	1,168
2025 Jun	8,270	24,804	7,460	402,078	166,523	4,266	0,850	5,0454	11,009	0,938	1,152
Jul	8,375	24,625	7,463	399,192	171,531	4,254	0,865	5,0716	11,199	0,932	1,168
Ago	8,344	24,517	7,464	396,454	171,790	4,261	0,865	5,0651	11,161	0,939	1,163
Sep	8,359	24,347	7,464	391,630	173,549	4,259	0,869	5,0740	11,000	0,935	1,173
Oct	8,281	24,315	7,468	389,912	176,153	4,249	0,872	5,0872	10,970	0,929	1,163
Nov	8,215	24,234	7,468	384,201	179,316	4,238	0,880	5,0867	10,991	0,929	1,156
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2025 Nov	-0,8	-0,3	0,0	-1,5	1,8	-0,3	1,0	0,0	0,2	0,0	-0,6
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2025 Nov	7,2	-4,2	0,1	-6,1	9,9	-2,2	5,5	2,2	-5,1	-0,7	8,7

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	
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2024 III TR	34.799,4	33.379,6	1.419,8	12.322,2	9.633,2	13.983,3	15.946,6	8,2	7.165,9	7.799,8	1.319,7	16.660,7
IV TR	36.033,2	34.180,5	1.852,7	12.734,9	9.946,1	14.749,7	16.509,1	-2,1	7.155,8	7.725,4	1.394,8	16.712,7
2025 I TR	36.245,3	34.558,7	1.686,6	12.701,6	9.910,1	14.448,6	16.539,6	36,6	7.547,4	8.109,0	1.511,0	16.994,8
II TR	35.846,4	34.411,9	1.434,5	12.383,7	9.659,4	14.516,3	16.720,0	19,3	7.465,1	8.032,5	1.462,1	16.900,6
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2025 II TR	231,1	221,9	9,2	79,8	62,3	93,6	107,8	0,1	48,1	51,8	9,4	109,0
Transacciones												
2024 IV TR	68,2	-23,1	91,3	56,8	55,1	239,9	178,9	9,7	-242,0	-257,2	3,7	-
2025 I TR	811,7	714,1	97,6	138,2	45,9	213,8	202,1	-8,3	468,8	466,1	-0,8	-
II TR	284,5	192,0	92,5	-66,0	-76,7	200,3	168,5	-2,4	143,8	100,2	8,8	-
III TR	260,1	221,2	39,0	32,4	51,9	214,0	179,9	1,9	5,8	-10,6	5,9	-
2025 Abr	98,8	79,2	19,5	6,5	15,7	28,4	-36,5	-13,2	72,0	100,0	5,1	-
May	67,5	31,5	36,1	-34,8	-54,7	59,8	76,2	11,1	29,1	10,0	2,3	-
Jun	118,2	81,3	36,9	-37,7	-37,7	112,1	128,8	-0,3	42,7	-9,8	1,4	-
Jul	23,5	20,3	3,1	28,9	23,4	51,0	55,5	-2,9	-53,6	-58,5	0,1	-
Ago	133,4	149,9	-16,5	-2,7	18,4	55,9	58,8	6,6	72,5	72,7	1,2	-
Sep	103,3	50,9	52,4	6,2	10,2	107,2	65,7	-1,7	-13,0	-24,9	4,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2025 Sep	1.424,5	1.104,1	320,4	161,4	76,2	868,1	729,4	0,9	376,5	298,5	17,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2025 Sep	9,1	7,1	2,0	1,0	0,5	5,5	4,7	0,0	2,4	1,9	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 monetarios¹⁾

(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												Total	
	M2						Total	M3-M2						
	M1			M2-M1				Cesiones temporales (repos)	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años	Total			
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total		8	9	10	11			
	1	2	3	4	5	6	7					12		
Saldos vivos														
2022	1.537,9	9.767,0	11.304,9	1.365,2	2.568,2	3.933,5	15.238,4	122,3	647,0	51,9	821,2	16.059,6		
2023	1.534,0	8.821,3	10.355,2	2.295,2	2.462,7	4.757,9	15.113,1	183,5	740,3	72,8	996,6	16.109,7		
2024	1.554,5	9.049,1	10.603,6	2.530,8	2.469,9	5.000,7	15.604,3	253,8	880,6	37,8	1.172,2	16.776,5		
2024 IV TR	1.554,5	9.049,1	10.603,6	2.530,8	2.469,9	5.000,7	15.604,3	253,8	880,6	37,8	1.172,2	16.776,5		
2025 I TR	1.558,2	9.125,3	10.683,6	2.485,3	2.491,1	4.976,3	15.659,9	241,9	894,8	43,6	1.180,3	16.840,2		
II TR	1.563,9	9.245,4	10.809,3	2.404,1	2.512,6	4.916,7	15.726,0	257,5	920,6	26,6	1.204,7	16.930,7		
III TR ^(a)	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.354,6	2.538,5	4.893,2	15.789,3	258,6	927,6	7,3	1.193,5	16.982,8		
2025 May	1.561,3	9.211,0	10.772,3	2.448,2	2.504,1	4.952,3	15.724,5	247,4	910,1	35,2	1.192,7	16.917,2		
Jun	1.563,9	9.245,4	10.809,3	2.404,1	2.512,6	4.916,7	15.726,0	257,5	920,6	26,6	1.204,7	16.930,7		
Jul	1.567,0	9.247,0	10.814,0	2.405,7	2.519,4	4.925,1	15.739,0	242,8	918,0	24,9	1.185,7	16.924,7		
Ago	1.570,5	9.270,9	10.841,5	2.388,8	2.526,0	4.914,8	15.756,3	240,6	914,8	16,1	1.171,5	16.927,8		
Sep	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.354,6	2.538,5	4.893,2	15.789,3	258,6	927,6	7,3	1.193,5	16.982,8		
Oct ^(a)	1.579,2	9.415,7	10.994,9	2.363,7	2.543,1	4.906,8	15.901,7	247,7	911,3	25,1	1.184,2	17.085,8		
Operaciones														
2022	68,8	-58,0	10,8	430,2	58,0	488,2	499,0	3,4	3,7	78,4	85,5	584,5		
2023	-5,3	-966,3	-971,6	923,3	-100,1	823,2	-148,4	39,8	93,6	23,3	156,7	8,3		
2024	21,2	181,3	202,5	202,2	9,8	212,0	414,4	75,6	129,8	-34,7	170,7	585,1		
2024 IV TR	12,1	170,7	182,8	-55,9	47,7	-8,2	174,6	17,4	21,5	-12,9	26,0	200,6		
2025 I TR	3,7	95,0	98,7	-40,2	14,2	-26,0	72,7	-10,5	11,0	8,7	9,3	82,0		
II TR	5,7	142,9	148,6	-71,0	21,1	-49,8	98,8	18,3	23,5	-16,9	25,0	123,7		
III TR ^(a)	11,0	79,4	90,4	-49,1	25,9	-23,2	67,2	1,4	4,4	-16,8	-11,1	56,2		
2025 May	1,1	32,0	33,1	-9,8	7,8	-2,0	31,0	-8,3	10,3	-4,3	-2,3	28,8		
Jun	2,6	43,7	46,3	-39,8	8,6	-31,2	15,2	11,4	9,8	-9,1	12,0	27,2		
Jul	3,0	-2,2	0,9	-0,9	6,7	5,8	6,7	-15,5	-3,5	-0,8	-19,7	-13,1		
Ago	3,6	29,2	32,7	-14,6	6,7	-8,0	24,8	-1,4	-4,1	-7,8	-13,4	11,4		
Sep	4,4	52,4	56,8	-33,6	12,6	-21,0	35,8	18,3	11,9	-8,2	22,0	57,8		
Oct ^(a)	4,3	58,8	63,1	-10,5	4,5	-6,0	57,1	-17,4	-17,1	17,9	-16,6	40,5		
Tasas de crecimiento														
2022	4,7	-0,6	0,1	46,8	2,3	14,2	3,4	2,8	0,6	479,5	11,5	3,8		
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-3,9	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,1		
2024	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6		
2024 IV TR	1,4	2,0	1,9	8,8	0,4	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,1	17,2	3,6		
2025 I TR	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-40,5	10,7	3,7		
II TR	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5		
III TR ^(a)	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8		
2025 May	1,9	5,5	5,0	-2,6	3,1	0,2	3,4	21,4	13,5	-45,8	11,3	3,9		
Jun	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,2	11,1	3,5		
Jul	1,9	5,6	5,1	-5,4	3,7	-0,9	3,1	8,6	9,9	-54,2	6,4	3,3		
Ago	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	3,0	-0,1	7,7	-65,1	2,7	2,9		
Sep	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8		
Oct ^(a)	2,1	5,7	5,2	-7,9	4,5	-1,8	2,9	0,5	5,4	-46,1	1,9	2,8		

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 M3¹⁾

(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⁾					Institucio-nes finan- cieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Adminis- traciones Públi- cas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales (repos)	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponi- bles con preaviso hasta 3 meses	Cesio- nes tem- porales (repos)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2022	3.351,7	2.712,3	498,7	134,5	6,2	8.371,0	5.536,9	437,3	2.396,0	0,8	1.304,5	230,5	565,2
2023	3.317,0	2.403,6	770,8	131,0	11,6	8.417,7	5.105,9	1.014,6	2.295,9	1,3	1.258,6	227,0	542,4
2024	3.415,8	2.479,2	792,1	133,4	11,1	8.748,8	5.189,3	1.255,4	2.302,7	1,3	1.358,8	231,9	548,3
2024 IV TR	3.415,8	2.479,2	792,1	133,4	11,1	8.748,8	5.189,3	1.255,4	2.302,7	1,3	1.358,8	231,9	548,3
2025 I TR	3.415,8	2.479,9	786,2	139,1	10,6	8.798,5	5.255,9	1.224,6	2.316,8	1,1	1.361,3	228,7	539,4
II TR	3.439,3	2.506,4	779,7	143,9	9,3	8.842,8	5.333,2	1.175,2	2.333,3	1,1	1.360,0	233,3	544,3
III TR ^(p)	3.469,1	2.538,4	778,9	145,8	6,0	8.900,8	5.402,8	1.139,1	2.357,8	1,1	1.336,6	229,2	537,3
2025 May	3.451,7	2.499,1	801,1	142,0	9,5	8.836,0	5.312,9	1.194,3	2.327,7	1,1	1.350,0	230,8	542,3
Jun	3.439,3	2.506,4	779,7	143,9	9,3	8.842,8	5.333,2	1.175,2	2.333,3	1,1	1.360,0	233,3	544,3
Jul	3.456,0	2.516,8	784,9	144,5	9,8	8.870,4	5.356,0	1.173,4	2.340,0	1,0	1.317,1	223,6	547,8
Ago	3.464,4	2.525,2	784,9	145,0	9,3	8.881,0	5.373,5	1.160,5	2.346,0	1,1	1.309,7	226,5	544,8
Sep	3.469,1	2.538,4	778,9	145,8	6,0	8.900,8	5.402,8	1.139,1	2.357,8	1,1	1.336,6	229,2	537,3
Oct ^(p)	3.476,4	2.556,2	763,6	148,0	8,6	8.920,0	5.418,7	1.139,5	2.360,8	1,0	1.403,4	223,7	546,7
Operaciones													
2022	115,7	-96,1	207,4	5,9	-1,5	295,4	164,0	74,8	56,5	0,1	6,8	5,0	10,7
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	18,4	-459,0	571,9	-95,1	0,5	-51,0	-2,1	-29,6
2024	89,4	69,7	16,5	3,0	0,2	293,7	49,3	235,9	8,4	0,1	78,7	3,9	3,2
2024 IV TR	27,3	59,7	-38,9	7,0	-0,5	120,2	84,5	-4,8	40,1	0,3	34,6	0,5	-2,6
2025 I TR	7,7	6,3	-3,9	5,5	-0,2	51,0	74,0	-30,1	7,4	-0,3	11,4	-2,3	-9,2
II TR	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	48,9	80,5	-47,5	15,9	0,0	15,8	5,9	4,9
III TR ^(p)	34,5	32,6	-0,6	2,0	0,4	58,7	70,1	-35,8	24,5	0,0	-24,4	-4,0	-7,2
2025 May	19,0	12,0	7,6	1,5	-2,0	23,4	29,8	-12,7	6,2	0,1	-14,1	-9,6	2,9
Jun	-6,1	11,4	-19,4	1,9	0,0	8,5	21,2	-18,3	5,6	0,0	16,5	3,1	2,0
Jul	13,2	8,2	4,0	0,6	0,4	26,8	22,4	-2,2	6,7	-0,1	-45,4	-10,0	3,5
Ago	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	18,1	-12,5	6,0	0,1	-3,5	3,2	-3,0
Sep	9,9	14,0	-5,5	0,8	0,5	20,2	29,6	-21,2	11,8	0,0	24,5	2,8	-7,7
Oct ^(p)	6,7	17,3	-15,4	2,2	2,6	18,6	15,6	0,1	3,0	-0,1	6,7	-5,5	9,0
Tasas de crecimiento													
2022	3,6	-3,4	70,4	4,6	-17,5	3,7	3,0	20,7	2,4	18,1	0,8	2,2	1,9
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,2	129,4	-4,0	64,0	-3,8	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2024 IV TR	2,7	2,9	2,2	2,3	2,0	3,5	1,0	23,2	0,4	3,7	6,1	1,7	0,6
2025 I TR	2,4	4,2	-3,9	9,5	-2,8	3,6	3,5	7,5	1,9	6,0	9,9	2,6	-0,5
II TR	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,9	7,2	2,1
III TR ^(p)	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
2025 May	2,6	4,7	-4,8	12,0	7,3	3,6	4,7	0,4	2,6	4,5	9,3	7,0	2,1
Jun	1,8	4,3	-6,8	13,1	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,9	7,2	2,1
Jul	2,7	5,0	-5,5	13,8	5,1	3,4	5,4	-4,6	3,1	0,7	5,4	3,7	1,1
Ago	2,8	5,2	-5,8	14,4	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,7	4,1	0,3
Sep	3,1	5,5	-5,5	15,2	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,8	0,0	-2,6
Oct ^(p)	3,5	5,7	-5,1	15,4	13,6	3,0	5,8	-9,8	3,9	3,0	3,1	0,8	-0,8

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 Crédito a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Crédito a las AAPP			Crédito a otros residentes en la zona del euro									Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					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 ³⁾									
					Total		Préstamos ajustados ²⁾															
					Total	Préstamos ajustados ²⁾	Total	Préstamos ajustados ²⁾														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12										
	Saldos vivos																					
2022	6.345,2	999,3	5.320,8	15.400,9	13.000,1	13.171,5	5.135,0	6.632,1	1.086,9	146,1	1.565,4	835,5										
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.044,9	13.250,5	5.130,8	6.649,1	1.127,7	137,3	1.559,1	897,0										
2024	6.249,8	986,9	5.237,1	15.788,9	13.257,4	13.501,4	5.189,1	6.678,6	1.251,3	138,5	1.580,0	951,5										
2024 IV TR	6.249,8	986,9	5.237,1	15.788,9	13.257,4	13.501,4	5.189,1	6.678,6	1.251,3	138,5	1.580,0	951,5										
2025 I TR	6.267,5	996,6	5.245,0	15.868,4	13.333,5	13.588,9	5.203,4	6.722,3	1.271,1	136,6	1.562,1	972,8										
II TR	6.274,4	1.007,8	5.240,5	15.956,2	13.409,7	13.679,3	5.213,5	6.767,1	1.285,1	144,0	1.571,4	975,1										
III TR	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,5	13.447,3	13.720,1	5.244,9	6.808,9	1.257,9	135,6	1.567,1	1.007,1										
2025 May	6.296,1	1.007,8	5.262,2	15.909,6	13.376,9	13.633,2	5.207,4	6.755,9	1.275,9	137,7	1.563,8	968,9										
Jun	6.274,4	1.007,8	5.240,5	15.956,2	13.409,7	13.679,3	5.213,5	6.767,1	1.285,1	144,0	1.571,4	975,1										
Jul	6.285,9	1.012,5	5.247,3	15.980,9	13.420,6	13.687,6	5.222,2	6.779,9	1.281,3	137,1	1.571,1	989,3										
Ago	6.264,1	1.013,8	5.224,2	15.997,4	13.422,1	13.698,1	5.237,5	6.794,4	1.253,9	136,3	1.575,0	1.000,2										
Sep	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,5	13.447,3	13.720,1	5.244,9	6.808,9	1.257,9	135,6	1.567,1	1.007,1										
Oct	6.310,6	1.025,3	5.259,2	16.106,3	13.510,9	13.781,9	5.256,9	6.817,8	1.302,2	134,1	1.572,7	1.022,7										
	Operaciones																					
2022	177,0	8,7	166,9	635,2	623,6	680,1	268,4	241,7	126,9	-13,4	18,0	-6,4										
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	-64,4	-1,2	-63,6	287,6	228,8	273,6	76,1	45,2	106,5	1,0	11,6	47,1										
2024 IV TR	-5,5	8,1	-13,7	151,2	115,9	115,2	53,5	26,9	30,3	5,2	12,7	22,6										
2025 I TR	38,8	9,3	29,5	102,1	98,4	109,4	27,6	48,5	24,3	-1,9	-14,9	18,5										
II TR	-17,0	11,1	-28,2	104,9	95,5	106,6	25,0	45,8	16,8	7,8	10,4	-0,9										
III TR	19,0	8,3	10,6	67,6	47,0	49,6	35,9	45,0	-25,5	-8,4	-6,4	26,9										
2025 May	-13,3	8,3	-21,7	18,0	14,7	13,3	1,1	14,3	-2,1	1,5	-1,4	4,6										
Jun	-18,1	0,3	-18,2	57,1	41,0	52,3	12,7	14,1	7,8	6,5	8,9	7,2										
Jul	16,1	4,6	11,4	19,7	8,2	6,0	7,8	13,6	-6,1	-7,0	-1,6	13,1										
Ago	-15,7	1,3	-17,0	21,3	7,8	15,6	15,6	15,6	-22,6	-0,7	3,3	10,1										
Sep	18,7	2,4	16,3	26,5	30,9	28,1	12,5	15,9	3,3	-0,7	-8,1	3,7										
Oct	9,5	8,1	1,3	73,7	56,3	60,8	12,1	9,8	35,9	-1,5	4,9	12,5										
	Tasas de crecimiento																					
2022	2,7	0,9	3,1	4,3	5,0	5,4	5,5	3,8	13,4	-8,4	1,2	-0,7										
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										
2024 IV TR	-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 I TR	0,5	1,8	0,2	2,2	2,4	2,6	2,2	1,5	9,0	-0,7	-0,9	4,9										
II TR	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,1	0,8	4,7										
III TR	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2										
2025 May	0,6	3,3	0,1	2,5	2,6	2,8	2,4	1,9	7,6	5,6	0,4	3,7										
Jun	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,3	2,1	7,7	11,1	0,8	4,7										
Jul	0,6	3,6	0,0	2,7	2,6	2,8	2,5	2,3	4,8	3,5	1,3	5,8										
Ago	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,6	2,8	2,7	2,4	3,3	1,9	1,0	7,1										
Sep	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,2										
Oct	0,7	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,5	-1,1	-0,2	8,0										

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 nocial 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 euro¹⁾

(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										
2022	5.135,0	5.127,1	969,3	1.076,1	3.089,6	6.632,1	6.833,2	714,7	5.214,3	703,1
2023	5.130,8	5.139,1	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,3	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,1	5.204,0	930,7	1.097,7	3.160,6	6.678,6	6.929,5	744,8	5.255,6	678,2
2024 IV TR	5.189,1	5.204,0	930,7	1.097,7	3.160,6	6.678,6	6.929,5	744,8	5.255,6	678,2
2025 I TR	5.203,4	5.224,3	926,5	1.112,4	3.164,5	6.722,3	6.971,9	750,4	5.294,0	678,0
II TR	5.213,5	5.250,2	929,3	1.114,8	3.169,4	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
III TR	5.244,9	5.283,1	927,5	1.127,0	3.190,4	6.808,9	7.061,0	767,3	5.369,2	672,4
2025 May	5.207,4	5.230,9	926,1	1.108,7	3.172,6	6.755,9	7.002,0	754,0	5.324,6	677,3
Jun	5.213,5	5.250,2	929,3	1.114,8	3.169,4	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
Jul	5.222,2	5.257,0	925,6	1.120,8	3.175,8	6.779,9	7.030,4	760,3	5.345,9	673,8
Ago	5.237,5	5.274,5	929,5	1.123,2	3.184,7	6.794,4	7.045,5	764,1	5.357,1	673,2
Sep	5.244,9	5.283,1	927,5	1.127,0	3.190,4	6.808,9	7.061,0	767,3	5.369,2	672,4
Oct	5.256,9	5.288,2	934,9	1.126,2	3.195,7	6.817,8	7.073,8	771,1	5.373,8	672,9
Operaciones										
2022	268,4	308,0	77,5	77,5	113,4	241,7	250,2	23,0	218,3	0,4
2023	-6,5	24,4	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,9	19,1	10,3	-20,9
2024	76,1	88,0	21,8	14,5	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2024 IV TR	53,5	45,4	21,0	9,1	23,3	26,9	36,7	10,1	16,0	0,8
2025 I TR	27,6	31,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,7	8,8	39,8	0,0
II TR	25,0	36,6	8,8	8,0	8,2	45,8	47,4	6,9	37,7	1,1
III TR	35,9	36,5	0,0	13,1	22,8	45,0	47,6	11,2	36,3	-2,5
2025 May	1,1	2,1	-2,4	1,0	2,4	14,3	14,3	1,2	13,3	-0,2
Jun	12,7	23,4	5,9	7,9	-1,1	14,1	18,0	2,8	9,9	1,5
Jul	7,8	6,4	-4,2	5,1	6,9	13,6	14,3	3,1	12,5	-2,0
Ago	15,6	16,9	2,7	3,8	9,1	15,6	16,0	4,2	11,5	-0,1
Sep	12,5	13,2	1,6	4,2	6,8	15,9	17,3	3,8	12,3	-0,3
Oct	12,1	5,1	7,2	-2,3	7,2	9,8	19,9	4,3	4,6	0,8
Tasas de crecimiento										
2022	5,5	6,3	8,7	7,7	3,8	3,8	3,8	3,3	4,4	0,1
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	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2024 IV TR	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025 I TR	2,2	2,4	4,7	3,3	1,1	1,5	1,7	3,7	1,4	-0,7
II TR	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
III TR	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
2025 May	2,4	2,5	4,6	3,4	1,4	1,9	2,1	4,0	1,9	-0,4
Jun	2,3	2,7	3,9	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
Jul	2,5	2,9	3,4	4,6	1,5	2,3	2,4	4,5	2,2	-0,1
Ago	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,4	2,5	4,8	2,3	0,0
Sep	2,8	2,9	3,0	4,6	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
Oct	2,9	2,9	2,9	4,4	2,3	2,6	2,8	5,2	2,6	0,1

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 nocial 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 euro¹⁾

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

Tenencias de la Administración Central ²⁾	Pasivos de las IFM					Activos de las IFM						
	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Capital y reservas	Activos exteriores netos	Otros				
	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				Total				
								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												
2022	669,5	6.739,9	1.782,4	45,9	2.109,5	2.802,1	1.347,4	375,5	137,2	147,2		
2023	476,9	7.337,9	1.826,7	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	272,1	152,1	152,6		
2024	395,9	7.850,0	1.841,9	117,2	2.590,7	3.300,2	2.666,3	317,4	140,4	136,0		
2024 IV TR	395,9	7.850,0	1.841,9	117,2	2.590,7	3.300,2	2.666,3	317,4	140,4	136,0		
2025 I TR	388,3	7.934,3	1.834,5	121,7	2.576,4	3.401,7	2.793,1	233,7	182,9	161,3		
II TR	409,4	7.907,9	1.833,3	129,6	2.562,3	3.382,8	2.827,8	189,5	177,9	165,9		
III TR ^(p)	430,1	8.092,1	1.842,2	132,5	2.589,9	3.527,5	3.052,0	143,9	168,3	168,6		
2025 May	451,5	7.957,8	1.830,7	126,2	2.573,4	3.427,5	2.898,8	221,9	181,4	177,6		
Jun	409,4	7.907,9	1.833,3	129,6	2.562,3	3.382,8	2.827,8	189,5	177,9	165,9		
Jul	397,0	7.958,1	1.835,1	132,5	2.583,8	3.406,7	2.864,3	148,7	173,5	166,9		
Ago	412,7	7.967,2	1.839,2	132,9	2.575,7	3.419,4	2.885,2	161,0	206,3	179,4		
Sep	430,1	8.092,1	1.842,2	132,5	2.589,9	3.527,5	3.052,0	143,9	168,3	168,6		
Oct ^(p)	441,4	8.212,6	1.849,1	132,4	2.614,5	3.616,6	3.182,1	140,8	297,9	242,5		
Operaciones												
2022	-72,6	52,1	-89,1	-4,5	12,5	133,3	-61,4	-186,8	10,4	18,0		
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-191,7	17,1	9,0		
2024	-80,6	279,7	15,1	26,7	164,8	73,1	532,5	28,5	-11,7	-16,7		
2024 IV TR	-9,8	82,6	4,8	3,2	11,1	63,5	85,8	41,9	-44,5	-52,6		
2025 I TR	-7,2	4,6	-4,3	5,6	11,5	-8,3	21,1	-82,7	42,4	25,3		
II TR	21,2	35,0	4,3	7,9	36,5	-13,7	127,0	-34,9	-5,0	4,7		
III TR ^(p)	19,1	35,4	9,0	3,6	31,3	-8,5	62,4	-38,3	-9,6	2,7		
2025 May	19,7	31,7	-0,8	2,4	29,3	0,9	51,4	24,0	-13,2	4,2		
Jun	-42,1	13,8	5,0	3,3	10,7	-5,2	6,6	-46,7	-3,6	-11,7		
Jul	-14,0	9,3	0,4	2,9	11,0	-5,0	-4,9	-48,6	-4,4	1,0		
Ago	15,7	8,6	5,3	0,3	1,5	1,4	14,4	15,7	32,8	12,4		
Sep	17,4	17,5	3,3	0,3	18,7	-4,9	52,8	-5,3	-38,0	-10,7		
Oct ^(p)	10,4	19,3	6,0	-0,2	18,6	-5,1	29,1	-42,1	60,7	21,1		
Tasas de crecimiento												
2022	-9,8	0,8	-4,8	-13,0	0,5	4,7	-	-	7,8	12,7		
2023	-29,6	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	2,3	-	-	-7,7	-10,9		
2024 IV TR	-16,9	3,8	0,8	29,5	6,9	2,3	-	-	-7,7	-10,9		
2025 I TR	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,5	2,5	-	-	2,7	-7,4		
II TR	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0		
III TR ^(p)	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5		
2025 May	7,8	2,4	0,5	17,4	3,5	2,2	-	-	14,0	7,6		
Jun	-0,9	2,3	0,6	19,4	3,8	1,6	-	-	-2,6	-6,0		
Jul	-1,7	2,4	0,9	20,5	4,0	1,3	-	-	4,0	7,8		
Ago	-3,5	2,1	1,1	19,6	3,2	1,3	-	-	6,8	5,1		
Sep	5,7	2,0	0,8	17,9	3,6	1,0	-	-	-9,0	-10,5		
Oct ^(p)	1,7	2,1	1,2	16,4	4,1	0,6	-	-	35,0	10,2		

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	
	1	2	3	4	5	6
2021	-5,1	-5,1	0,0	0,0	0,0	-3,7
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	-3,1	-2,7	-0,2	-0,3	0,1	-1,2
2024 III TR	-3,2	-	-	-	-	-1,4
IV TR	-3,1	-	-	-	-	-1,2
2025 I TR	-3,0	-	-	-	-	-1,0
II TR	-2,8	-	-	-	-	-0,9

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						Total	Empleos					Empleos de capital		
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital		Empleos corrientes							
		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		
2021	46,9	46,1	13,0	13,2	15,0	0,8	52,0	46,9	10,3	6,0	1,4	23,7	5,1		
2022	46,5	45,7	13,3	12,9	14,6	0,8	49,9	44,7	9,8	5,9	1,7	22,4	5,2		
2023	45,9	45,0	13,1	12,4	14,5	0,9	49,4	44,0	9,8	5,9	1,7	22,2	5,3		
2024	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0		
2024 III TR	46,3	45,4	13,3	12,3	14,7	0,9	49,5	44,4	9,9	5,9	1,9	22,7	5,2		
IV TR	46,4	45,6	13,3	12,4	14,7	0,8	49,5	44,5	9,9	6,0	1,9	22,8	5,0		
2025 I TR	46,6	45,8	13,3	12,4	14,8	0,8	49,5	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0		
II TR	46,7	45,9	13,3	12,4	14,9	0,8	49,5	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0		

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
2021	93,8	2,9	13,8	77,1	54,5	40,9	39,3	9,8	84,0	17,3	29,8	46,8	92,4	1,4
2022	89,3	2,6	13,1	73,5	52,4	39,5	36,9	8,6	80,7	16,0	28,3	45,1	88,4	0,9
2023	87,0	2,4	12,1	72,5	49,1	35,7	37,8	7,8	79,2	14,9	27,9	44,1	86,2	0,8
2024	87,1	2,2	11,8	73,1	46,7	33,7	40,4	7,7	79,4	14,4	28,2	44,5	86,3	0,8
2024 III TR	87,7	2,2	11,7	73,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV TR	87,1	2,2	11,8	73,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2025 I TR	87,7	2,3	11,6	73,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
II TR	88,2	2,2	11,7	74,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

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 subyacentes¹⁾ (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				
2021	-2,7	3,7	-0,1	0,6	0,4	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,6	-6,2	5,1			
2022	-4,5	1,7	-0,1	-0,2	-0,7	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	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,3	0,0	-1,4	3,1			
2024 III TR	-0,3	1,4	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,3	-0,1	-1,7	2,9			
IV TR	0,1	1,2	0,3	0,0	-0,4	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-1,4	3,1			
2025 I TR	0,3	1,0	0,6	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3			
II TR	0,5	0,9	0,9	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,5			

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 AAPP¹⁾

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

Total	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾						
	Principal		Intereses				Saldos vivos				Operaciones		
	Total	Hasta 3 meses	Total	Hasta 3 meses			Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo	Total	Emisión	
	1	2	3	4	5		6	7	8	9	10	11	
2022	12,8	11,6	4,1	1,2	0,3	8,1	1,6	1,2	0,4	1,9	2,0	1,1	0,5
2023	12,8	11,5	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,3	2,1	2,0	1,7	3,6	2,0
2024	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2024 IV TR	12,4	11,0	4,1	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9
2025 I TR	12,4	10,9	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,3	2,9
II TR	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
III TR	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6
2025 May	12,8	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,8	2,2	2,0	3,2	2,8
Jun	12,9	11,4	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8
Jul	12,9	11,4	3,6	1,5	0,4	8,3	2,1	1,3	1,6	2,2	2,0	3,0	2,7
Ago	13,1	11,6	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7
Sep	13,3	11,8	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6
Oct	13,1	11,6	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,5	2,2	1,9	2,8	2,6

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	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Croacia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2021	-5,4	-3,2	-2,5	-1,3	-7,2	-6,7	-6,6	-2,6	-8,9	-1,6
2022	-3,6	-1,9	-1,0	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,1	-8,1	2,7
2023	-4,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-0,8	-7,2	1,7
2024	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2024 III TR	-4,3	-2,8	-2,7	4,3	0,8	-2,8	-5,7	-2,1	-5,2	3,6
IV TR	-4,4	-2,7	-1,7	4,0	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 I TR	-4,6	-2,4	-1,2	4,0	2,5	-3,2	-5,7	-2,6	-3,4	4,2
II TR	-4,7	-2,2	-0,9	3,7	2,2	-3,2	-5,6	-3,0	-2,9	4,4
Deuda de las AAPP										
2021	108,7	67,9	18,4	52,4	197,3	115,7	112,8	78,2	145,8	96,5
2022	103,4	64,4	19,2	42,9	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,3
2023	102,4	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,8	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2024 III TR	104,8	62,0	23,8	40,0	158,3	104,2	113,7	59,2	135,6	66,7
IV TR	103,9	62,2	23,5	38,3	153,6	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 I TR	106,0	62,0	23,9	34,5	152,4	103,4	114,1	58,3	137,4	62,1
II TR	106,2	62,4	23,2	33,3	151,2	103,4	115,8	57,5	138,3	61,2
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP										
2021	-7,2	-1,1	1,1	-7,0	-2,3	-5,7	-2,8	-4,6	-5,1	-2,7
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2
2023	-2,4	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,3	-2,6	-5,3	-2,9
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2024 III TR	-1,7	-1,4	0,5	-3,0	-0,3	-3,9	0,6	-1,7	-5,2	-4,2
IV TR	-1,8	-1,3	0,9	-3,5	-0,9	-4,7	0,5	-0,9	-5,5	-4,4
2025 I TR	-1,2	-1,3	0,5	-3,1	-1,3	-4,9	0,7	-1,6	-5,3	-4,2
II TR	-1,7	-1,8	-0,4	-4,0	-1,4	-4,9	0,5	-1,8	-4,8	-3,9
Deuda de las AAPP										
2021	45,9	43,3	24,2	49,8	50,5	82,4	123,9	74,8	60,2	73,1
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	47,0	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,1
2024	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2024 III TR	47,4	38,0	25,6	44,9	42,6	81,6	95,9	66,3	60,1	82,2
IV TR	46,6	38,0	26,3	46,2	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 I TR	45,4	40,4	26,1	46,7	43,2	83,1	95,0	69,5	63,2	84,2
II TR	48,0	39,1	25,1	46,9	42,7	82,3	96,8	69,4	62,9	88,4

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 17 de diciembre de 2025.

PDF

ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-25-069-ES-N (edición electrónica).