



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 2/2026



# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Rasgos básicos	2
1 Entorno exterior	9
2 Actividad económica	18
3 Precios y costes	27
4 Evolución de los mercados financieros	36
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	41
6 Evolución de las finanzas públicas	47
<b>Recuadros</b>	<b>50</b>
1 ¿Quién soporta los costes del aumento de los aranceles por parte de Estados Unidos?	50
2 Aprovechamiento del potencial del comercio: los beneficios de la mejora de los pagos transfronterizos	56
3 Las no linealidades en los precios del petróleo: ¿qué condiciones son importantes?	62
4 El impacto de la incertidumbre de política comercial en la actividad de la zona del euro	71
5 Del ladrillo a los clics: evaluación de la inversión digital en la zona del euro	77
6 La adopción y la inversión en IA: evidencia de las empresas de la zona del euro según la encuesta SAFE	83
7 Implicaciones financieras y macroeconómicas del aumento de los rendimientos a muy largo plazo	89
8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 5 de noviembre de 2025 y el 10 de febrero de 2026	97
<b>Artículo</b>	<b>103</b>
1 Impulsar la eficiencia de la inversión pública en un contexto de restricciones fiscales	103
<b>Statistics</b>	<b>S1</b>

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Rasgos básicos

En su reunión del 19 de marzo de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Tiene la determinación de asegurar que la inflación se establezca en su objetivo del 2 % a medio plazo. La guerra en Oriente Próximo ha creado riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento económico, que hacen que las perspectivas sean mucho más inciertas. La guerra tendrá un impacto importante en la inflación a corto plazo debido al encarecimiento de los precios de la energía. Sus implicaciones a medio plazo dependerán tanto de la intensidad y la duración del conflicto, como del modo en que los precios de la energía afecten a los precios de consumo y a la economía.

El Consejo de Gobierno se encuentra en buena posición para navegar esta incertidumbre. La inflación se ha situado en torno al objetivo del 2 %, las expectativas de inflación a largo plazo están firmemente ancladas y la economía ha mostrado resiliencia en los últimos trimestres. La información que se obtenga en adelante permitirá al Consejo de Gobierno evaluar los efectos de la guerra sobre las perspectivas de inflación y los riesgos a los que están sujetas. El Consejo de Gobierno está vigilando atentamente la situación y su enfoque dependiente de los datos le ayudará a definir de modo apropiado la política monetaria.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2026 incorporan excepcionalmente la información obtenida hasta el 11 de marzo, fecha de cierre posterior a la habitual. En el escenario de referencia se estima que la inflación general se situará, en promedio, en el 2,6 % en 2026, el 2,0 % en 2027 y el 2,1 % en 2028. La inflación se ha revisado al alza en comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de diciembre de 2025, especialmente para 2026, debido a la subida de los precios de la energía como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo. Los expertos también prevén que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situará, en promedio, en el 2,3 % en 2026, el 2,2 % en 2027 y el 2,1 % en 2028. Esta senda también es más elevada que la de las proyecciones de diciembre de 2025 y refleja principalmente la transmisión de la subida de los precios energéticos a la inflación, excluidos la energía y los alimentos. Los expertos prevén que el crecimiento económico se sitúe, en promedio, en el 0,9 % en 2026, el 1,3 % en 2027 y el 1,4 % en 2028, lo que implica una revisión a la baja, sobre todo para 2026, debido a los efectos de la guerra en los mercados de materias primas, en las rentas reales y en la confianza en todo el mundo. Al mismo tiempo, el bajo nivel de desempleo, la solidez de los balances del sector privado y el gasto público en defensa e infraestructuras deberían seguir respaldando el crecimiento.

De conformidad con el compromiso reflejado en la estrategia de política monetaria del Consejo de Gobierno de incorporar los riesgos y la incertidumbre en la adopción de decisiones, los expertos también han analizado cómo la guerra en Oriente Próximo podría afectar al crecimiento económico y a la inflación en escenarios alternativos ilustrativos. Estos escenarios se incluyen en las proyecciones de marzo de 2026, que pueden consultarse en el sitio web del BCE. El análisis de escenarios indica que una alteración prolongada del suministro de petróleo y gas elevaría la inflación por encima, y reduciría el crecimiento por debajo, de las proyecciones del escenario de referencia. Las implicaciones para la inflación a medio plazo dependen esencialmente de la magnitud de los efectos indirectos y de segunda ronda de una perturbación energética más intensa y persistente.

El Consejo de Gobierno 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, sus decisiones 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 creció un 0,2 % en el cuarto trimestre de 2025, impulsada por el mayor vigor de la demanda interna. El gasto de los hogares aumentó gracias a la mejora de las rentas reales, y el desempleo se mantuvo cercano al mínimo histórico. La construcción y la rehabilitación de viviendas se fortalecieron, y las empresas invirtieron más, especialmente en áreas como investigación y desarrollo, *software* y bases de datos. En contraste con los dos trimestres anteriores, el crecimiento dejó de verse lastrado por las exportaciones netas y se sustentó principalmente en los servicios.

Los expertos siguen considerando que el consumo privado será el motor principal del crecimiento a medio plazo. La inversión también debería continuar creciendo, dado que los Gobiernos están gastando más en defensa e infraestructuras y las empresas están invirtiendo cada vez más en nuevas tecnologías digitales. El entorno exterior continúa siendo complejo, también debido a la volatilidad de las políticas comerciales en todo el mundo.

La guerra en Oriente Próximo está causando disrupciones en los mercados de materias primas y afectando a las rentas reales y a la confianza, lo que ha dado lugar a una revisión a la baja del consumo y de la inversión en las proyecciones del escenario de referencia, especialmente para 2026. Las proyecciones del escenario de referencia prevén un crecimiento anual del PIB real del 0,9 % en 2026, el 1,3 % en 2027 y el 1,4 % en 2028. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2025, el crecimiento del PIB se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2026 y en 0,1 puntos porcentuales para 2027, debido a la escalada de la

guerra en Oriente Próximo, mientras que se mantiene sin variación para 2028. El impacto sería aún más pronunciado en los escenarios alternativos que consideran una perturbación energética más severa y prolongada.

Las proyecciones de referencia están condicionadas por las sendas de los precios de los futuros de las materias primas energéticas a 11 de marzo de 2026, fecha de cierre de los datos. Por tanto, el escenario de referencia prevé un repunte de la inflación, que frenará el poder adquisitivo, el gasto en consumo y, en consecuencia, el crecimiento del PIB, especialmente a corto plazo. Condicionada a un descenso relativamente rápido de los precios de la energía, como anticipan los mercados de futuros de materias primas energéticas, y de la incertidumbre, se prevé que esta ralentización sea de carácter transitorio. A medio plazo, la demanda interna debería seguir siendo el motor principal del crecimiento de la zona del euro, impulsada por la resiliencia del mercado de trabajo y por el gasto público en infraestructuras y defensa, especialmente en Alemania. En el entorno exterior, aunque se espera que el crecimiento de las exportaciones se recupere gracias a la mejora de la demanda externa, es probable que la zona del euro experimente una pérdida continuada de cuotas de mercado mundiales, dados los persistentes problemas de competitividad, incluidos algunos de carácter estructural, y pese a que los aranceles a las exportaciones a Estados Unidos son algo más bajos que cuando se elaboraron las proyecciones de diciembre de 2025.

El Consejo de Gobierno subrayó la necesidad urgente de reforzar la economía de la zona del euro y mantener al mismo tiempo unas finanzas públicas saneadas. Las respuestas fiscales a la perturbación de los precios de la energía deberían ser temporales, específicas y adaptadas a la situación. La actual crisis energética subraya la necesidad imperiosa de continuar reduciendo la dependencia de los combustibles fósiles. Completar la unión de ahorros e inversiones es fundamental para financiar la innovación y apoyar las transiciones verde y digital. El euro digital y el dinero mayorista de banco central tokenizado reforzarán la autonomía estratégica, la competitividad y la integración financiera de Europa, e impulsarán la innovación en los pagos. Por tanto, es esencial adoptar rápidamente el Reglamento relativo a la instauración del euro digital. Simplificar y armonizar las normas en el conjunto del mercado único de la UE ayudará a las empresas europeas a crecer más rápido.

## Inflación

La inflación interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), aumentó hasta el 1,9 % en febrero, desde el 1,7 % registrado en enero. Los precios de la energía fueron un 3,1 % más bajos que en febrero del año anterior, tras registrar un descenso del 4 % en enero de 2026. La inflación de los precios de los alimentos disminuyó hasta el 2,5 %. En cambio, la inflación, excluidos la energía y los alimentos, aumentó hasta el 2,4 % en febrero, desde el 2,2 % observado en enero, debido al incremento de la inflación de los bienes hasta el 0,7 % desde el 0,4 %, y de la inflación de los servicios hasta el 3,4 % desde el 3,2 %.

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. Los beneficios empresariales siguieron recuperándose en el cuarto trimestre de 2025, mientras que los costes laborales unitarios aumentaron a un ritmo similar al del trimestre anterior. El crecimiento de la remuneración por asalariado se ralentizó hasta el 3,7 %, desde el 4,0 % del tercer trimestre. El avance de los salarios negociados y los indicadores adelantados, como el indicador del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a que los costes laborales seguirán moderándose en 2026, lo que debería contribuir al retorno de la inflación al objetivo.

La subida de los precios de la energía causada por la guerra en Oriente Próximo hará que la inflación se sitúe por encima del 2 % a corto plazo. En particular, se proyecta que la inflación aumente de forma acusada hasta el 3,1 % en el segundo trimestre de 2026, impulsada por el rápido avance de la tasa de variación de los precios de la energía como consecuencia de la guerra, y que posteriormente descienda hasta el 2,8 % en el tercer trimestre, tras las caídas de los precios de las materias primas energéticas implícitas en los precios de los futuros. Según las proyecciones del escenario de referencia, la inflación de la energía pasará a ser negativa en 2027, debido principalmente a efectos de base a la baja relacionados con la energía, y posteriormente aumentará de forma notable en 2028, cuando se prevé que la aplicación del régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE 2) tenga un impacto al alza de 0,2 puntos porcentuales sobre la inflación general. Se espera que la inflación de los alimentos repunte a partir de finales de 2026, a medida que las presiones de costes procedentes del repunte de los precios de la energía se transmitan a los precios de consumo de los alimentos, antes de disminuir en 2028. Se proyecta que la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), se modere desde el 2,4 % registrado en 2025 hasta el 2,1 % en 2028. Aunque la inflación medida por el IAPCX también se ve afectada por las presiones de costes derivadas de la subida de los precios de la energía, se considera que esta evolución se verá atenuada por cierta relajación de las presiones de los costes laborales, por la anterior apreciación del euro y por la penetración de las importaciones procedentes de China. En conjunto, de acuerdo con las proyecciones del escenario de referencia, la inflación medida por el IAPC repuntará desde el 2,1 % en 2025 hasta el 2,6 % en 2026, antes de descender hasta el 2,0 % en 2027 y repuntar después hasta el 2,1 % en 2028. El crecimiento de los salarios se moderará en los próximos años, aunque más despacio de lo previsto en proyecciones anteriores, debido a algunos efectos de la compensación por inflación relacionados con la perturbación de los precios energéticos. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2025, las perspectivas de inflación general medida por el IAPC se han revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2026, debido principalmente al componente energético. Para 2027 y 2028 se han revisado al alza en 0,2 y 0,1 puntos porcentuales, respectivamente, debido a la transmisión de las presiones de costes procedentes de la subida de los precios energéticos al IAPCX y a los alimentos, mientras que el componente energético se ha revisado ligeramente a la baja. Las revisiones al alza de la inflación serían aún más pronunciadas en los escenarios alternativos que consideran una perturbación energética más severa y prolongada.

Si es más persistente, el aumento de los precios energéticos podría traducirse, a través de efectos indirectos y de segunda ronda, en un incremento de la inflación más generalizado, lo que requiere un atento seguimiento. Hasta la fecha, si bien las expectativas de inflación de los mercados financieros han aumentado considerablemente en los plazos más cortos, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en niveles cercanos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo del Consejo de Gobierno.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento apuntan a la baja, especialmente a corto plazo. La guerra en Oriente Próximo es un riesgo a la baja para la economía de la zona del euro, que se suma a la volatilidad del entorno de la política comercial en todo el mundo. Una guerra larga podría incrementar los precios de la energía en mayor medida y durante más tiempo de lo esperado actualmente, además de lastrar la confianza. Estos factores erosionarían las rentas y harían que las empresas y los hogares sean más reacios a invertir y gastar. Un empeoramiento de la confianza de los mercados financieros mundiales también podría frenar la demanda. Nuevas fricciones en el comercio internacional podrían distorsionar las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y debilitar el consumo y la inversión. Otras tensiones geopolíticas, en particular la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, continúan siendo una importante fuente de incertidumbre. Por el contrario, el crecimiento podría aumentar si las repercusiones económicas de la guerra en Oriente Próximo tienen una duración menor de lo esperado actualmente. Asimismo, el gasto previsto en defensa e infraestructuras, las reformas orientadas a mejorar la productividad y la adopción de nuevas tecnologías por parte de las empresas de la zona del euro podrían impulsar el crecimiento más de lo esperado. Nuevos acuerdos comerciales y una integración más profunda del mercado único europeo también podrían impulsar el crecimiento por encima de las expectativas actuales.

Los riesgos para las perspectivas de la inflación apuntan al alza, especialmente a corto plazo. Una guerra prolongada en Oriente Próximo podría dar lugar a un aumento de los precios energéticos mayor y más duradero de lo previsto actualmente, lo que elevaría la inflación en la zona del euro. Este efecto podría ser más intenso y persistente si las expectativas de inflación y el crecimiento de los salarios aumentaran en respuesta, si el incremento de los precios de la energía se propagara a la inflación de los precios no energéticos en mayor medida de lo previsto en el escenario de referencia, o si la guerra causara disrupciones más generalizadas en las cadenas de suministro globales. Las tensiones comerciales actuales también podrían dar lugar a una mayor fragmentación de esas cadenas de suministro, restringir el abastecimiento de materias primas esenciales y agudizar las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Por el contrario, la inflación podría descender si las repercusiones económicas de la guerra en Oriente Próximo fueran de más corta duración, o si los efectos indirectos y de segunda ronda fueran menos significativos de lo anticipado actualmente. La inflación también podría descender si los aranceles reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro más de lo esperado y si los países con exceso de capacidad siguen

incrementando sus exportaciones a la zona del euro. Un aumento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros podría afectar a la demanda y, en consecuencia, reducir también la inflación.

## Condiciones financieras y monetarias

La guerra en Oriente Próximo ha tenido un acusado impacto en los mercados financieros mundiales. En conjunto, las condiciones financieras se han endurecido desde la última reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno, celebrada el 5 de febrero de 2026. Los mercados bursátiles han caído y los tipos de interés de mercado en la zona del euro, especialmente los tipos a corto plazo, han subido notablemente.

En enero, los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas y el coste de la financiación mediante valores de renta fija se mantuvieron en el 3,6 %, mientras que el tipo de interés medio de las nuevas hipotecas repuntó hasta el 3,4 %. El crédito bancario a las empresas creció un 2,8 % en términos interanuales en enero, desde el 3 % registrado en diciembre de 2025. No obstante, este efecto se vio compensado por una mayor emisión de bonos corporativos, cuyo ritmo de crecimiento interanual aumentó hasta el 4,0 %, frente al 3,5 % registrado en diciembre. Los préstamos hipotecarios crecieron un 3,0 %, sin variación respecto a diciembre.

## 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 medido y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

## Conclusión

En su reunión del 19 de marzo de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. Aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. Las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la

inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

## 1 Entorno exterior

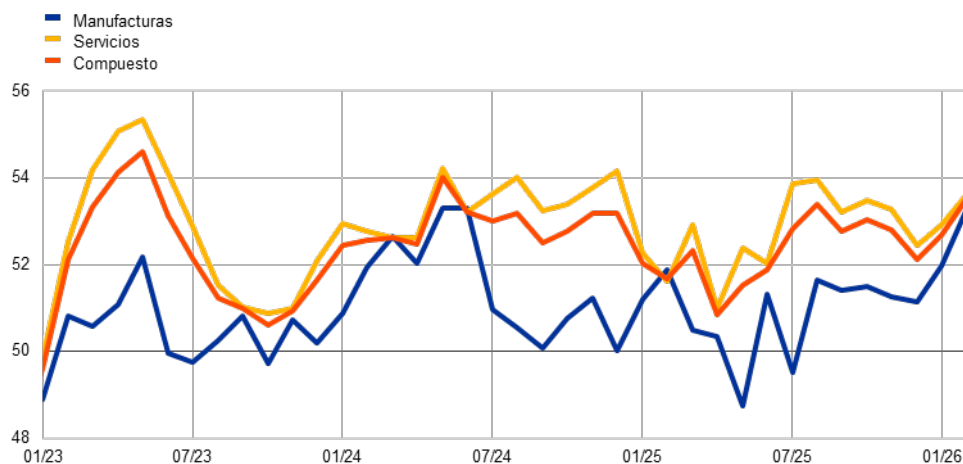
*Los efectos adversos de la guerra en Oriente Próximo sobre la economía mundial se derivan principalmente del aumento acusado de los precios de la energía. Junto con el endurecimiento de las condiciones financieras y la mayor incertidumbre, esto ha tenido un impacto negativo en la economía global, que previamente se había visto impulsada por la creciente inversión relacionada con la inteligencia artificial (IA) y las políticas económicas favorables. Aunque la reducción de los aranceles estadounidenses tras una sentencia del Tribunal Supremo de Estados Unidos ha prestado cierto apoyo al crecimiento, la incertidumbre sobre la política comercial sigue siendo elevada. Se estima que la guerra reducirá el crecimiento del PIB real global en 0,4 puntos porcentuales en los dos próximos años, como reflejo de la trayectoria prevista de los precios de las materias primas energéticas. Ello ha contrarrestado los efectos de arrastre positivos derivados de un crecimiento mayor de lo esperado a finales de 2025 y el impulso moderado procedente de la reducción de los aranceles estadounidenses. La inflación general mundial medida por el índice de precios de consumo (IPC) se ha revisado al alza para los dos próximos años, empujada por la perturbación de los precios de la energía. En los primeros meses de este año, el impacto inflacionista del aumento de los precios energéticos se vio parcialmente compensado por unos datos de inflación más bajos de lo previsto y por los efectos de la reducción de los aranceles.*

**Antes de la guerra, la economía mundial mostraba señales de resiliencia.** Esta resiliencia estaba impulsada por el aumento de la inversión privada relacionada con la IA y por una combinación de políticas favorables en las principales economías, que en ambos casos habían contribuido a amortiguar los factores adversos asociados a los aranceles. Aunque la reducción de los aranceles estadounidenses tras una sentencia del Tribunal Supremo de Estados Unidos ha prestado cierto apoyo al crecimiento, la incertidumbre sobre la política comercial sigue siendo elevada. El ritmo de avance del PIB real mundial (excluida la zona del euro) disminuyó ligeramente hasta situarse en el 0,8 % en el cuarto trimestre de 2025, desde el 1 % registrado en el trimestre anterior. Este dato superó las expectativas debido al crecimiento mayor de lo esperado en las economías emergentes asiáticas, incluida China. Los indicadores mensuales más recientes disponibles apuntan a un mayor dinamismo del crecimiento en el primer trimestre de 2026 con respecto al final del año pasado. Por ejemplo, en febrero, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global alcanzó niveles no observados en casi dos años, gracias a la mejora de la producción tanto en los servicios como en las manufacturas (gráfico 1). Sin embargo, estas señales deberían analizarse en el contexto de los efectos adversos provocados por la guerra, entre ellos la fuerte subida de los precios internacionales de las materias primas energéticas, el endurecimiento de las condiciones financieras mundiales y el aumento de la incertidumbre.

## Gráfico 1

### PMI de actividad global (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



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

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

### Los precios del petróleo y del gas han aumentado notablemente con el trasfondo de la guerra en Oriente Próximo.

Los precios del crudo han registrado un incremento acusado del 84 % desde el comienzo del período de referencia (18 de diciembre de 2025). Después de los ataques de Estados Unidos e Israel contra Irán y de las medidas de represalia adoptadas posteriormente por este último, los precios subieron hasta situarse en torno a 104 dólares estadounidenses por barril. Esta fuerte subida reflejó la preocupación por la posibilidad de que los envíos a través del estrecho de Ormuz —que representan alrededor del 20 % de la oferta mundial de petróleo— se vieran dificultados en mayor medida, o de que la producción de petróleo de Irán y las infraestructuras energéticas regionales se vieran afectadas. En las últimas semanas, los precios del petróleo han estado sujetos a una volatilidad significativa, dado que varios factores han provocado caídas bruscas intermitentes desde los máximos registrados recientemente. En particular, las declaraciones de la Administración estadounidense sugiriendo que el conflicto podría terminar «muy pronto» llevaron a los inversores a revisar a la baja las expectativas relativas a la duración de la guerra. Asimismo, la OPEP+ anunció un aumento de la producción a partir de abril de 2026 y los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) acordaron, bajo la coordinación de la Agencia Internacional de la Energía, liberar parte de sus reservas estratégicas para ayudar a contener la escalada de los precios del petróleo<sup>1</sup>. Los riesgos geopolíticos también se han visto muy afectados por los precios europeos del gas, que han aumentado un 98 % porque alrededor del 20 % del suministro mundial de gas natural licuado, principalmente procedente de Catar, también transita por el estrecho de Ormuz. Los precios del gas han sido especialmente vulnerables como consecuencia de unos niveles de almacenamiento históricamente bajos en Europa. En la actualidad, los

<sup>1</sup> Las siglas «OPEP» corresponden a la Organización de Países Exportadores de Petróleo. La «OPEP+», creada en 2016, es una coalición integrada por los miembros de la OPEP y otros países productores de petróleo.

inventarios se sitúan en torno al 29 % de la capacidad, en niveles próximos al mínimo estacional, lo que ha hecho que los precios del gas estén particularmente expuestos a posibles perturbaciones del suministro. Los precios de los alimentos han descendido un 7 %, sobre todo como resultado de la bajada de los precios del cacao asociada a la mejora de las condiciones meteorológicas en África occidental. En cambio, los metales se han encarecido un 11 %, debido en gran parte a la subida de los precios del aluminio después de que un importante productor de Baréin anunciara que no podía cumplir sus obligaciones contractuales por circunstancias ajenas a su control.

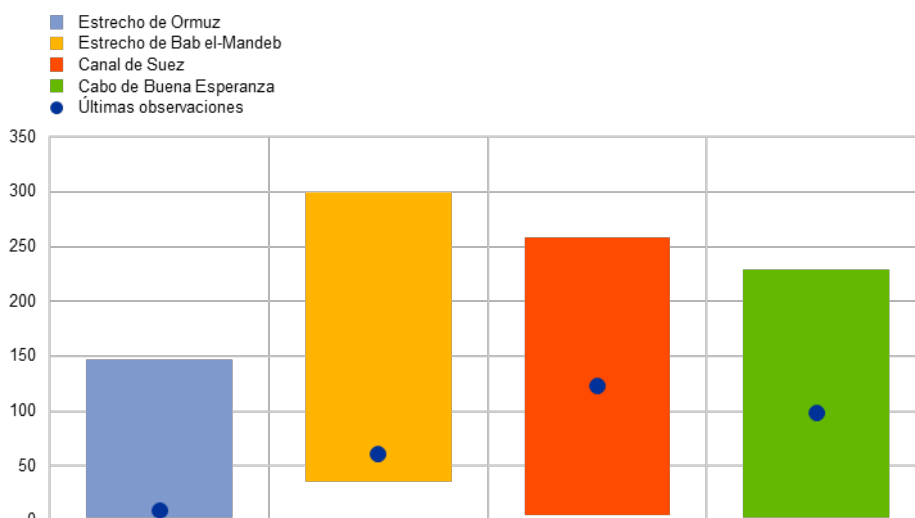
**El aumento acusado de los precios internacionales de las materias primas energéticas provocado por la guerra refleja una fuerte disminución de los envíos a través del estrecho de Ormuz.** La evidencia temprana extraída de datos de alta frecuencia de seguimiento de los movimientos de los buques sugiere que el número de petroleros que transitan por el estrecho de Ormuz se ha reducido drásticamente, y los costes globales del transporte de crudo han crecido sustancialmente (gráfico 2). No obstante, la exposición del comercio internacional de mercancías parece limitada, dado que los buques portacontenedores que se encuentran actualmente en el golfo Pérsico solo representan alrededor del 1,6 % de la capacidad mundial de transporte de contenedores. Gran parte del tráfico continúa redirigiéndose a través del cabo de Buena Esperanza tras las interrupciones en el canal de Suez relacionadas con tensiones regionales anteriores y la intensificación de los riesgos de seguridad asociados a los ataques de los rebeldes hutíes a cargueros en el estrecho de Bab el-Mandeb desde finales de 2023.

## Gráfico 2

### Tráfico marítimo y precios a escala mundial

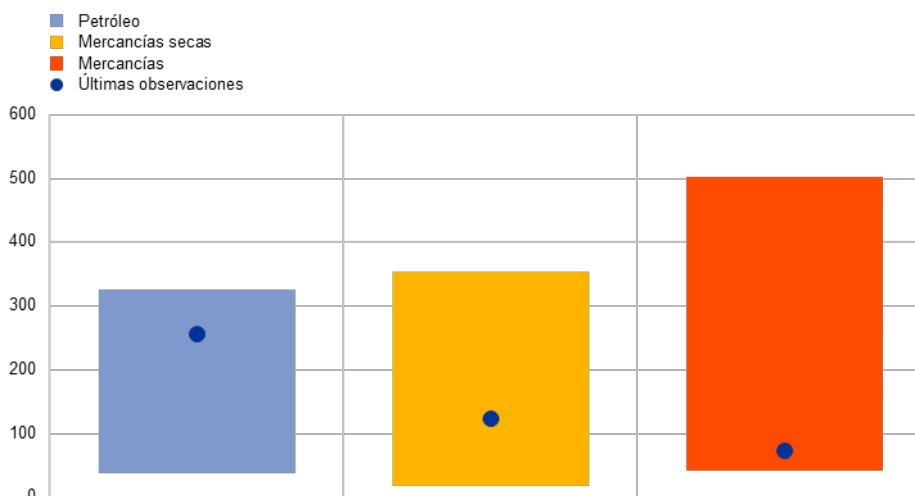
#### a) Escalas de tránsito de buques en los principales puntos de congestión marítimos

(índices, 2025 = 100)



#### b) Costes del transporte marítimo

(índices, 2025 = 100)



Fuentes: FMI, Haver Analytics, índices de Baltic Exchange y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, las escalas de tránsito incluyen todos los tipos de buques. En el panel b, las mercancías secas se refieren a cargamentos como cereales. Las series subyacentes representan el coste de fletar un buque para el transporte internacional de esas mercancías. En ambos paneles, las barras muestran un rango mínimo-máximo. Estos rangos se han calculado desde el 1 de enero de 2019. Los puntos azules se refieren a las últimas observaciones disponibles. Las últimas observaciones corresponden al 15 de marzo de 2026 para el panel a y al 18 de marzo de 2026 para el panel b.

**Se estima que la guerra en Oriente Próximo reducirá el crecimiento del PIB real mundial en 0,4 puntos porcentuales en los dos próximos años.** Esta reducción refleja los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la

trayectoria prevista de los precios de las materias primas energéticas<sup>2</sup>. Asimismo, contrarresta los efectos de arrastre positivos derivados de un crecimiento mayor de lo esperado a finales de 2025 y el impulso moderado procedente de la reducción de los aranceles estadounidenses. Se espera que el ritmo de avance del PIB real mundial disminuya desde el 3,6 % en 2025 hasta el 3,3 % en 2026, y que se mantenga estable a partir de entonces, prácticamente sin variación con respecto a las proyecciones anteriores<sup>3</sup>.

**La incertidumbre en torno a la guerra ha desplazado a la baja los riesgos para el crecimiento mundial, y ha orientado al alza los riesgos de inflación.** Los riesgos asociados a la guerra en Oriente Próximo parecen asimétricos en gran medida, y se considera que es más probable que los impactos sean más intensos que leves. En cambio, otros riesgos macroeconómicos y financieros importantes —como los aranceles, los desarrollos relacionados con la IA y los efectos de las políticas económicas— siguen influyendo en ambas direcciones y están equilibrados, como en proyecciones anteriores.

**Antes de la guerra, la inflación general en la OCDE continuó disminuyendo, principalmente gracias a la reducción de los precios de la energía.** La tasa interanual de inflación medida por el IPC en los países miembros de la OCDE, excluida Turquía, se redujo hasta situarse en el 2,1 % en enero, desde el 2,4 % registrado en diciembre. Si bien todos los componentes contribuyeron al descenso de las tasas de inflación, la contribución de la caída de los precios energéticos fue la más significativa (gráfico 3).

---

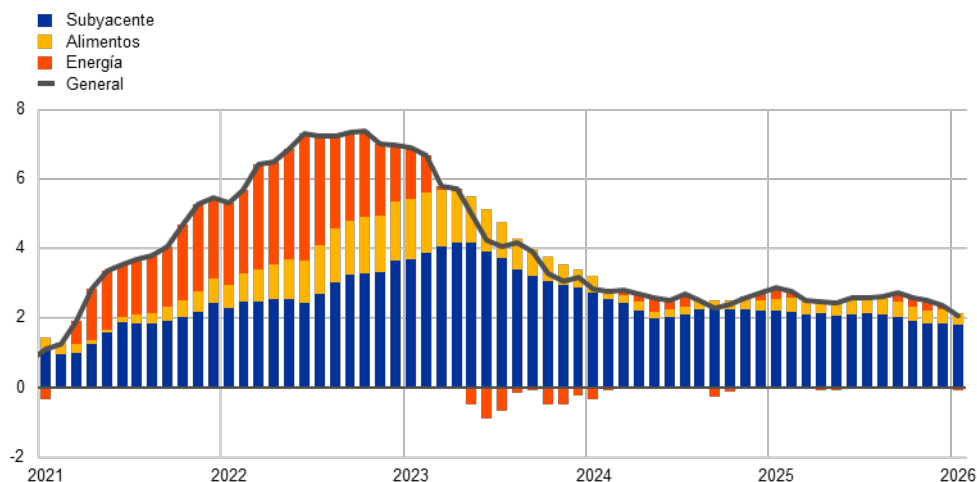
<sup>2</sup> Los precios futuros de las materias primas energéticas en un horizonte superior a un año se han visto menos afectados por la guerra que los precios al contado, lo que probablemente reflejan las expectativas de los inversores de que las interrupciones causadas por el conflicto bélico se resuelvan en este período. Esta perspectiva se ve respaldada por las densidades implícitas en las opciones, que indican que los riesgos a medio plazo para los precios de los futuros, particularmente en el caso del petróleo, permanecen equilibrados, mientras que los riesgos a corto plazo están muy sesgados al alza.

<sup>3</sup> Para más detalles, véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026».

### Gráfico 3

#### Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE incluye los países de la zona del euro que son países miembros de la OCDE y excluye Turquía. Se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026.

**Se espera que la tendencia a la baja de la inflación en los países miembros de la OCDE revierta pronto como consecuencia de la perturbación de los precios de la energía causada por la guerra.** Las proyecciones relativas a la inflación general mundial medida por el IPC se han revisado al alza para los dos próximos años, debido a la perturbación de los precios de la energía<sup>4</sup>. Este año, el impacto inflacionista del aumento de los precios energéticos se ha visto parcialmente compensado hasta la fecha por unos datos de inflación más bajos de lo previsto y por los efectos de la reducción de los aranceles. Se prevé que la inflación general mundial se mantenga en el 3,1 % en 2026, sin variación con respecto al año pasado, y que descienda hasta el 2,7 % en 2027 y el 2,5 % en 2028.

**A tenor de las proyecciones, el crecimiento de las importaciones mundiales se reducirá en 2026 a medida que desaparezcan los efectos del adelanto de las importaciones y se consoliden los impactos adversos de los aranceles y de la guerra.** Las tasas de avance intertrimestral de las importaciones globales registraron una caída acusada en la segunda mitad de 2025, aunque los datos del tercer trimestre fueron algo mejores de lo estimado anteriormente. Se prevé que el crecimiento de las importaciones mundiales se normalice gradualmente durante 2026 y permanezca estable a partir de entonces. Durante el período comprendido entre 2027 y 2028, las importaciones globales crecerían en consonancia con la actividad económica mundial. Las importaciones a escala global aumentaron un 5 % en 2025, mucho más de lo esperado en diciembre de 2025 (un incremento de 0,6 puntos porcentuales). Según las proyecciones, su tasa de avance se ralentizará

<sup>4</sup> Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la inflación general medida por el IPC abarcan un conjunto más amplio de países, en particular grandes economías emergentes (como China, India, Brasil y Rusia) que no están incluidas en la inflación medida por el IPC de la OCDE.

hasta situarse en el 2,3 % en 2026, y después se recuperará y será del 2,9 % en 2027 y del 3,2 % en 2028.

**En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real descendió en el cuarto trimestre de 2025, principalmente como consecuencia del cierre de la Administración estadounidense.** La actividad económica se desaceleró de forma notable hasta situarse en el 0,2 % en términos intertrimestrales, frente al 1,1 % observado en el tercer trimestre de 2025. El cierre de la Administración en octubre y noviembre, que duró 43 días, frenó la actividad económica debido a que el gasto público se redujo considerablemente. Sin embargo, el gasto en consumo del cuarto trimestre continuó siendo relativamente elevado y fue un importante factor impulsor de la demanda interna, pese a la ligera desaceleración observada con respecto al tercer trimestre. La tasa de ahorro en Estados Unidos siguió descendiendo hasta situarse en el 3,6 % en el cuarto trimestre, la más baja de los cuatro últimos años. Entretanto, la inversión fija privada no residencial contribuyó positivamente al crecimiento, favorecida por el auge de la inversión relacionada con la IA. A diferencia de lo ocurrido anteriormente en 2025, las contribuciones de la demanda exterior neta y de las existencias fueron muy reducidas. Tanto las importaciones como las exportaciones cayeron ligeramente en el último trimestre de 2025, por lo que la contribución de la demanda exterior neta fue prácticamente neutral. Se espera que el crecimiento haya aumentado en el primer trimestre de 2026, sobre todo como consecuencia del incremento del gasto público asociado al pago de los salarios atrasados de los empleados federales a raíz del cierre de la Administración.

**La inflación interanual, tanto general como subyacente, medida por el IPC en Estados Unidos permaneció inalterada en febrero en el 2,4 % y el 2,5 %, respectivamente, en consonancia con las expectativas.** La tasa de variación de los precios de los bienes y de los servicios también se mantuvo estable, aunque el descenso de los precios de los automóviles y camiones de segunda mano ocultó el encarecimiento de los demás bienes. Esto indica que los aranceles estadounidenses se están transmitiendo a los precios de consumo en el país. La inflación general medida por el índice de gasto en consumo personal (PCE, por sus siglas en inglés), el indicador de inflación preferido de la Reserva Federal, ha mostrado una ligera tendencia alcista desde comienzos del año pasado. En diciembre, la inflación interanual general medida por el PCE se situó en el 2,9 % y la subyacente en el 3 %. El menor peso de los componentes de vivienda en la cesta del PCE con respecto a la cesta del IPC explica la divergencia entre los dos indicadores de la tasa de variación de los precios de consumo. Sin embargo, es poco habitual que la inflación medida por el PCE supere a la medida por el IPC. Esta evolución sugiere que los problemas en torno a la recopilación de datos de los servicios, los precios y los alquileres podrían explicar las tasas relativamente bajas de la inflación medida por el IPC, que, por tanto, debería interpretarse con cautela. Mientras tanto, la caída de la tasa de vacantes en todos los sectores ha contribuido a relajar aún más las condiciones en el mercado de trabajo y, por consiguiente, debería contribuir a la desinflación.

**En China, la demanda de los hogares sigue siendo débil en un entorno de ahorro elevado por motivos de precaución.** El crecimiento del PIB real sorprendió

al alza al situarse en el 1,2 % en el cuarto trimestre de 2025 y se mantuvo, en general, en un nivel comparable al avance del 1,1 % registrado en el trimestre anterior. Esta evolución estuvo determinada principalmente por la capacidad de resistencia de las exportaciones, que también se espera que hayan continuado respaldando el crecimiento en el primer trimestre de 2026. Los indicadores (*proxies*) de alta frecuencia del consumo apuntan a cierta moderación debido a que la confianza de los consumidores sigue siendo reducida y se sitúa muy por debajo de los niveles anteriores a la pandemia de COVID-19. Las ventas al por menor continúan en niveles bajos, en particular en el caso de las ventas nacionales de automóviles, aunque el consumo de servicios ha mostrado más resiliencia. Sin embargo, las autoridades chinas siguen dando prioridad a las políticas de oferta y el objetivo de crecimiento para 2026 en su nuevo plan quinquenal (2026-2030) se sitúa en el rango del 4,5 %-5 %. Este objetivo de crecimiento relativamente bajo sugiere que las autoridades del país asiático están aceptando un ritmo de avance estructuralmente más lento, lo que, a su vez, reduce la necesidad de un estímulo a corto plazo. Las autoridades chinas reiteraron su intención de reequilibrar el crecimiento en favor del consumo, aunque las medidas concretas siguen siendo modestas. Entretanto, el apoyo fiscal a la inversión seguirá siendo sustancial, en particular en sectores de alta tecnología y estratégicos como la IA, los microchips, las manufacturas avanzadas, la biotecnología y la economía digital. Con todo, al mismo tiempo, China continúa expuesta a la subida de los precios de las materias primas energéticas. El país importa en torno a tres cuartas partes del crudo que consume, y alrededor de la mitad de sus importaciones de petróleo y el 16 % de las de gas transitan por el estrecho de Ormuz. No obstante, la extensa producción nacional de carbón, la creciente capacidad de producción de energía a partir de fuentes renovables, así como la capacidad de diversificar sus proveedores de materias primas energéticas, pueden frenar este efecto negativo. La inflación general medida por el IPC en China aumentó de forma notable en febrero, y la deflación de los precios de producción continuó reduciéndose. La inflación general interanual medida por el IPC creció hasta situarse en el 1,3 % en febrero, desde el 0,2 % registrado en el mes anterior, impulsada por factores transitorios, entre ellos los efectos de base relacionados con las fechas del Año Nuevo lunar. La inflación subyacente (excluidos la energía y los alimentos) también registró un incremento hasta el 1,8 % en febrero, desde el 0,8 % de enero, principalmente como consecuencia del aumento de los precios de los servicios relacionados con el turismo. Los precios de producción descendieron un 0,9 % en términos interanuales, en febrero, un descenso menor si se compara con la caída del 1,4 % observada en el mes anterior.

**En el Reino Unido, el crecimiento del PIB real siguió siendo débil en el cuarto trimestre de 2025, mientras que la inflación disminuyó de forma significativa a principios de 2026.** El ritmo de avance del PIB real repuntó un 0,1 % en el cuarto trimestre de 2025, lo que supuso un crecimiento estable, aunque débil. La demanda privada fue escasa en un entorno de crecimiento menor del consumo privado y de disminución de la inversión privada. La demanda exterior neta contribuyó negativamente a la actividad económica, dado que las exportaciones se redujeron y las importaciones crecieron. El gasto público prestó cierto apoyo, con un incremento notable de la inversión pública. La actividad económica habría repuntado de forma

moderada en el primer trimestre de 2026, aunque se espera que el aumento acusado de los precios de la energía debilite este impulso en los trimestres siguientes. La inflación general medida por el IPC descendió sustancialmente hasta situarse en el 3 % en enero, frente al 3,4 % de diciembre, sobre todo como reflejo de la reducción de la tasa de variación de los precios de la energía y de los alimentos. La inflación subyacente también disminuyó, aunque de manera más moderada.

## 2 Actividad económica

*La actividad económica de la zona del euro creció de forma sostenida durante 2025, con una expansión del PIB real del 1,5 %, en promedio, frente al 0,9 % observado en 2024. En el cuarto trimestre de 2025, el PIB real aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, y un 0,4 % si se excluyen los datos volátiles de Irlanda. El crecimiento estuvo impulsado por la mayor fortaleza de la demanda interna, con contribuciones sólidas del consumo privado y la inversión. Sin embargo, los indicadores coyunturales se moderaron al final de 2025 y a principios de 2026. La producción mensual se debilitó considerablemente, a diferencia de los resultados de las encuestas, que siguieron siendo positivos y apuntaban a la continuidad del dinamismo antes del inicio de la guerra en Oriente Próximo. En conjunto, la información más reciente es coherente con un modesto avance del PIB en el primer trimestre de 2026. La evolución de la situación en Oriente Próximo ha aumentado notablemente la incertidumbre en torno a las perspectivas a partir del segundo trimestre. Los indicadores de mercado de la incertidumbre y los indicadores de riesgo geopolítico registraron un incremento acusado en la primera mitad de marzo. La experiencia de anteriores perturbaciones adversas relacionadas con la energía sugiere que la erosión resultante de la renta real y el deterioro de la confianza podrían lastrar significativamente el consumo privado. La fuerza de estos efectos dependerá tanto de la intensidad y la duración del conflicto como de su transmisión a la economía. Como aspectos positivos cabe señalar que la solidez de los balances y las elevadas tasas de ahorro deberían ayudar a amortiguar el impacto de la perturbación en los hogares. En cuanto a otros componentes de la demanda, los datos de encuestas recopilados antes del conflicto indicaban un fortalecimiento de la demanda de los hogares y un crecimiento de la confianza de los inversores. Además, el apoyo fiscal adicional, los efectos del programa Next Generation EU (NGEU), la resiliencia de los mercados de trabajo y la inversión digital, así como el impacto de recortes anteriores de los tipos de interés, deberían contribuir a que la inversión mantenga su dinamismo en los próximos trimestres. Las condiciones de los mercados laborales siguen siendo estables pese a la moderación continuada de la demanda de trabajo. La tasa de paro descendió hasta el 6,1 % en enero, desde el 6,2 % observado en diciembre, manteniéndose en niveles históricamente bajos.*

*Estas perspectivas se reflejan, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2026, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se situé, en promedio, en el 0,9 % en 2026, el 1,3 % en 2027 y el 1,4 % en 2028. Ello implica una revisión a la baja, sobre todo para 2026, debido a los efectos de la guerra en los mercados de materias primas, en las rentas reales y en la confianza en todo el mundo. Al mismo tiempo, el bajo nivel de desempleo, la solidez de los balances del sector privado y el gasto público en defensa e infraestructuras deberían seguir respaldando el crecimiento. La guerra en Oriente Próximo ha creado riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento económico que hacen que las perspectivas sean mucho más inciertas. Dado que los niveles de incertidumbre son muy elevados y que el impacto del conflicto dependerá considerablemente de su duración e intensidad, el escenario de referencia se acompaña de algunos*

*escenarios alternativos ilustrativos que se han publicado con las proyecciones elaboradas por los expertos en el sitio web del BCE<sup>5</sup>.*

**El PIB de la zona del euro siguió aumentando en el cuarto trimestre de 2025, según la última estimación de Eurostat (gráfico 4).** El PIB real se incrementó un 0,2 %, en términos intertrimestrales, lo que se tradujo en una tasa media de crecimiento interanual del 1,5 % en 2025 (ajustada por días laborables). La mejora registrada con respecto a 2024, junto con el hecho de que el crecimiento del PIB fuera positivo en todos los trimestres del año pasado, subraya la resiliencia de la economía de la zona del euro en un contexto caracterizado por diversos retos globales relacionados con la geopolítica y el comercio. El avance del PIB se vio impulsado por la mayor fortaleza de la demanda interna en el cuarto trimestre de 2025, con una contribución positiva de todos sus componentes, mientras que las aportaciones tanto de la demanda exterior neta como de la variación de existencias fueron ligeramente negativas. El aumento de la producción fue atribuible principalmente a los servicios, en particular en el sector de la información y las comunicaciones. Por otra parte, la actividad de las manufacturas siguió siendo débil, ya que se vio afectada directamente por factores adversos relacionados con las subidas arancelarias y la incertidumbre geopolítica (véase [recuadro 4](#) sobre el impacto de la incertidumbre de política comercial en el crecimiento de la zona del euro). El dinamismo del sector de la construcción y la rehabilitación de viviendas se intensificó, respaldado también por la inversión pública. Pese a las notables diferencias entre países, la dispersión del crecimiento del PIB real de la zona del euro fue menor en el cuarto trimestre de 2025 que en trimestres anteriores. El resultado del cuarto trimestre para la zona del euro generó un efecto arrastre del 0,3 % sobre el crecimiento anual en 2026.

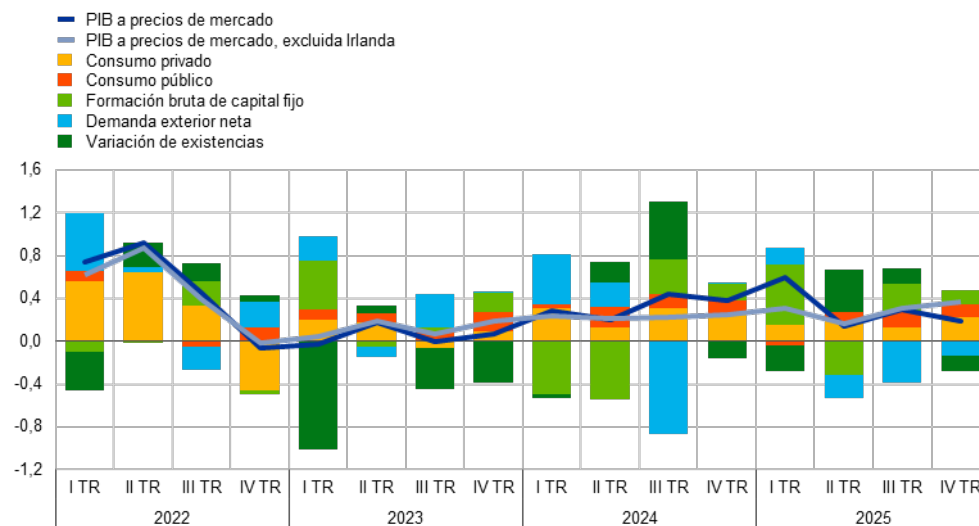
---

<sup>5</sup> Véanse las [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 19 de marzo de 2026.

## Gráfico 4

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

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

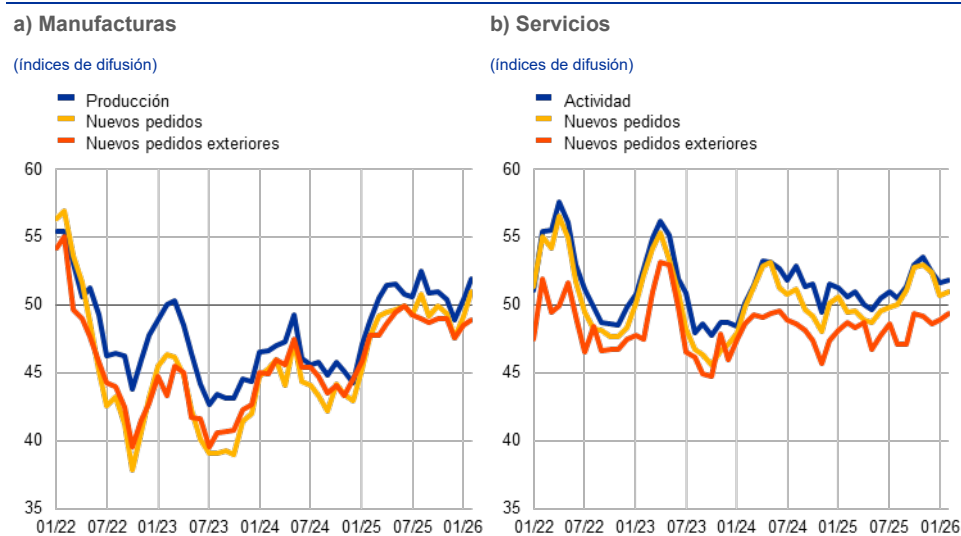
Notas: El gráfico muestra también el PIB, excluida Irlanda, ya que los datos de Irlanda son especialmente volátiles. Sin embargo, los subcomponentes muestran la desagregación del PIB, incluida Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025.

### Los indicadores coyunturales se moderaron al final de 2025 y a principios de

**2026.** La producción industrial (excluida la construcción) disminuyó en términos intermensuales en diciembre de 2025 y enero de 2026, un 0,6 % y un 1,5 %, respectivamente. En consecuencia, en enero de 2026 el nivel de producción se situó un 1,9 % por debajo de la media del cuarto trimestre de 2025. En cambio, los indicadores de opinión siguieron siendo más positivos en los dos primeros meses de 2026. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad de la zona del euro señaló mejoras sostenidas de la actividad manufacturera en enero y en febrero, tanto de la producción en curso como de los nuevos pedidos, mientras que los nuevos pedidos exteriores permanecieron en terreno contractivo (panel a del gráfico 5). El PMI de los servicios disminuyó en los dos primeros meses del año con respecto al nivel elevado registrado al final de 2025, pero se mantuvo por encima del umbral de 50 (panel b del gráfico 5). En conjunto, la información más reciente es coherente con un modesto avance del PIB en el primer trimestre de 2026.

## Gráfico 5

### PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

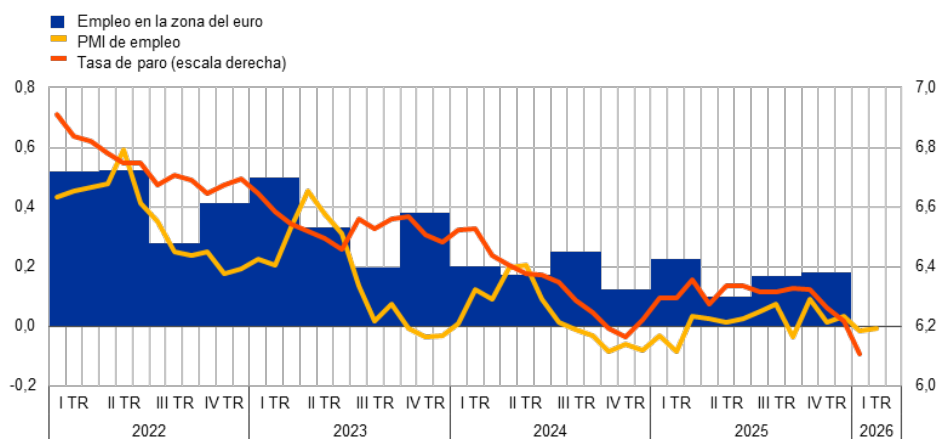
Notas: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2026.

**Las condiciones de los mercados laborales siguen siendo estables en general, pese a la moderación continuada de la demanda de trabajo.** El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,2 % y un 0,6 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2025 (gráfico 6). La ralentización del crecimiento del empleo refleja en parte la disminución continuada de la demanda de trabajo, con una estabilización de la tasa de vacantes en el 2,2 % en el cuarto trimestre, que, por segundo trimestre consecutivo, se mantuvo por debajo de los niveles prepandemia registrados en el cuarto trimestre de 2019. La población activa siguió creciendo en el último trimestre de 2025, mientras que los datos de enero indican que se estabilizó en términos intermensuales. Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,1 % en enero, frente al 6,2 % observado en diciembre, permaneciendo en niveles históricamente bajos.

## Gráfico 6

### 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, mientras que 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. La serie correspondiente a la tasa de paro ahora incluye a Bulgaria, y este cambio ha provocado un desplazamiento a la baja del agregado de la zona del euro de alrededor de 0,1 puntos porcentuales. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para el empleo en la zona del euro, a febrero de 2026 para el PMI de empleo y a enero de 2026 para la tasa de paro.

### Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren un crecimiento tenue del empleo en el primer trimestre de 2026.

El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 49,9 en diciembre y en enero, lo que apunta a un avance prácticamente nulo del empleo en el primer trimestre del año. El PMI de empleo del sector servicios descendió de 51,3 a 50,3 al final de 2025, mientras que el PMI de las manufacturas se recuperó, aunque permaneció en terreno negativo, y se situó en un valor de 48,9 en febrero, con una media de 48,5 en los dos primeros meses del año.

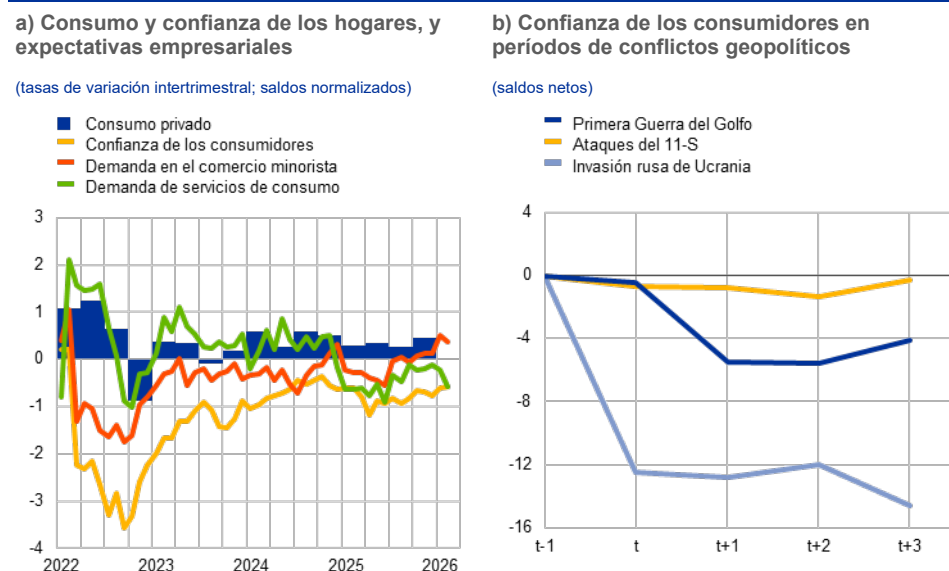
### El consumo privado se fortaleció en el cuarto trimestre de 2025, dado que las rentas reales crecieron y el desempleo se mantuvo en niveles próximos al mínimo histórico.

El consumo privado aumentó un 0,5 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre del pasado año, tras registrar un crecimiento más modesto — 0,2 %— en el trimestre anterior (panel a del gráfico 7). El gasto en bienes y en servicios contribuyó a esta expansión. Antes del estallido de la guerra en Oriente Próximo, los indicadores de opinión apuntaban a un dinamismo sostenido del consumo a corto plazo, pero el conflicto plantea ahora riesgos a la baja para las perspectivas. La evidencia procedente de encuestas sugiere que el dinamismo positivo del consumo privado continuó en los primeros meses de 2026, ya que el indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea volvió a mejorar en febrero. En cuanto a los servicios intensivos en contacto, los indicadores de la Comisión de expectativas de demanda disminuyeron en los servicios de comidas y bebidas, mientras que aumentaron en los servicios de turismo y viajes, y, en menor medida, en los de alojamiento. En consonancia con lo anterior, la encuesta sobre las expectativas de los consumidores indicó que las expectativas de gasto relacionado con las vacaciones seguían siendo elevadas. De cara al futuro, las perspectivas de consumo privado están sujetas a importantes factores adversos derivados del impacto de la guerra en Oriente Próximo. La

intensificación de la incertidumbre geopolítica podría lastrar la confianza de los consumidores, tal como se ha observado en períodos de conflictos geopolíticos anteriores (panel b del gráfico 7). Además, el encarecimiento de la energía también puede frenar el crecimiento de las rentas reales y contener el gasto de los hogares. Al mismo tiempo, diversos factores deberían continuar respaldando el dinamismo del consumo privado. Las ganancias de renta real acumuladas en los últimos años, así como el hecho de que ya se hayan recuperado las pérdidas de riqueza real registradas durante la escalada de la inflación en 2022, deberían contribuir a proteger a los hogares del impacto de la perturbación energética y respaldar el consumo privado, que se considera el principal motor del crecimiento a medio plazo.

### Gráfico 7

#### Consumo de los hogares, expectativas empresariales y de los consumidores, y confianza de los consumidores en períodos de conflictos geopolíticos



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, las expectativas empresariales sobre la demanda en el comercio minorista (excluidos los vehículos de motor) y la demanda de servicios ponderados por el consumo se refieren a los tres meses siguientes. La «demanda de servicios de consumo» se basa en los indicadores de expectativas de demanda sectorial de la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea sobre los servicios, ponderados por el peso de cada sector en el consumo privado interno de las tablas *input-output* FIGARO correspondientes a 2022. La serie relativa a la demanda de servicios de consumo se normaliza para el período 2005-2019, mientras que las series relativas a la demanda en el comercio minorista y la confianza de los consumidores se normalizan para el período 1999-2019. En el panel b, «Primera Guerra del Golfo» se refiere a los acontecimientos que comenzaron el 2 de agosto de 1990; «Ataques del 11-S» a los sucesos ocurridos en septiembre de 2001, e «Invasión rusa de Ucrania» a los que comenzaron el 24 de febrero de 2022. Como la encuesta de opinión de la Comisión Europea se realiza durante las tres primeras semanas de cada mes, los cambios en la confianza se calculan para los tres meses siguientes (t a t+3) con respecto al mes anterior al inicio del conflicto (t-1), excepto en el caso de la «Invasión rusa de Ucrania», en la que los cambios se calculan con respecto al mes en el que comenzó el conflicto (t). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para el consumo privado y a febrero de 2026 para las demás variables.

#### La inversión empresarial siguió creciendo al final de 2025 y el dinamismo subyacente continuó siendo positivo, aunque es probable que se viera frenado por el conflicto en Oriente Próximo.

La inversión sin construcción (excluidos los activos intangibles volátiles en Irlanda) creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2025, lo que se tradujo en un crecimiento anual del 2,2 % para el conjunto del año (panel a del gráfico 8). El avance observado en el cuarto trimestre estuvo impulsado tanto por los activos intangibles (excluido el componente de productos de propiedad intelectual irlandeses) como por los tangibles, estos últimos se vieron respaldados por el aumento de la inversión en

maquinaria y equipos. Al comenzar el año 2026, antes del conflicto en Oriente Próximo, varios indicadores apuntaban a la continuidad del crecimiento de la inversión. Datos preliminares de las presentaciones de resultados de las empresas (*earning calls*) disponibles hasta finales de febrero sugerían una mejora de la confianza con respecto a la inversión y los beneficios en el primer trimestre. Del mismo modo, al inicio del año, los PMI de producción y actividad repuntaron con fuerza tras la atonía observada al final de 2025. El indicador de confianza de la Comisión Europea también se ha recuperado lentamente —en particular en el sector de bienes de equipo (tangibles)— ante las expectativas de aumento de la demanda y de apoyo fiscal adicional en algunos países. La confianza se mantuvo elevada entre los proveedores de activos intangibles, favorecida por los rápidos avances de la IA que siguen impulsando la inversión digital (véanse también [recuadro 5](#) y [recuadro 6](#)). De cara a los próximos meses, es probable que el resurgimiento de la incertidumbre lastre la inversión mientras persista el conflicto en Oriente Próximo<sup>6</sup>. Sin embargo, la mejora de las condiciones de financiación, los efectos adicionales de atracción de inversión que se esperan de los fondos del programa NGEU, el reforzamiento en curso de las capacidades de defensa en muchos países, así como la digitalización continuada y el ciclo de inversión impulsada por la IA, deberían respaldar un sólido crecimiento de la inversión en el futuro.

**La inversión en vivienda aumentó considerablemente en el cuarto trimestre de 2025 y se espera que siga creciendo a corto plazo.**

La inversión residencial se incrementó un 2,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2025 (panel b del gráfico 8). El avance de la inversión en vivienda fue generalizado en los distintos países de la zona del euro, pero resultó especialmente intenso en Italia, donde los últimos datos también apuntan a un mayor dinamismo de esta inversión en trimestres anteriores. En consecuencia, el crecimiento de la inversión residencial para el conjunto de la zona del euro se revisó al alza, lo que indica que la recuperación reciente parece ser más intensa de lo estimado anteriormente. Entretanto, la producción de la construcción de edificios y las actividades de construcción especializada fue un 0,3 % más elevada en el cuarto trimestre, en promedio, que en el trimestre precedente. De cara al futuro, tanto el indicador de la Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada como el índice PMI de producción de viviendas aumentaron en febrero, tras retroceder en enero. Aunque los visados de obra nueva residencial experimentaron un leve descenso en octubre y noviembre en comparación con el tercer trimestre de 2025, la medida de tres meses sobre los tres meses anteriores, que es menos volátil, siguió siendo positiva, lo que está en consonancia con una recuperación adicional de la inversión en vivienda a corto plazo. Esta valoración se ve reforzada por la mejora de la confianza de los consumidores en este activo. La encuesta sobre las expectativas de los consumidores apunta al atractivo creciente de la vivienda como inversión. Asimismo, según la encuesta a los consumidores de la Comisión Europea, tanto la intención de los hogares de adquirir o construir una vivienda como su intención de acometer

<sup>6</sup> Tras aumentar con fuerza al comienzo del año, el índice Sentix de confianza de los inversores retrocedió ligeramente en marzo, pero permaneció en niveles compatibles con crecimiento, lo que sugiere que, al iniciarse el mes, los inversores no esperaban que el conflicto en Oriente Próximo se prolongase en el tiempo.

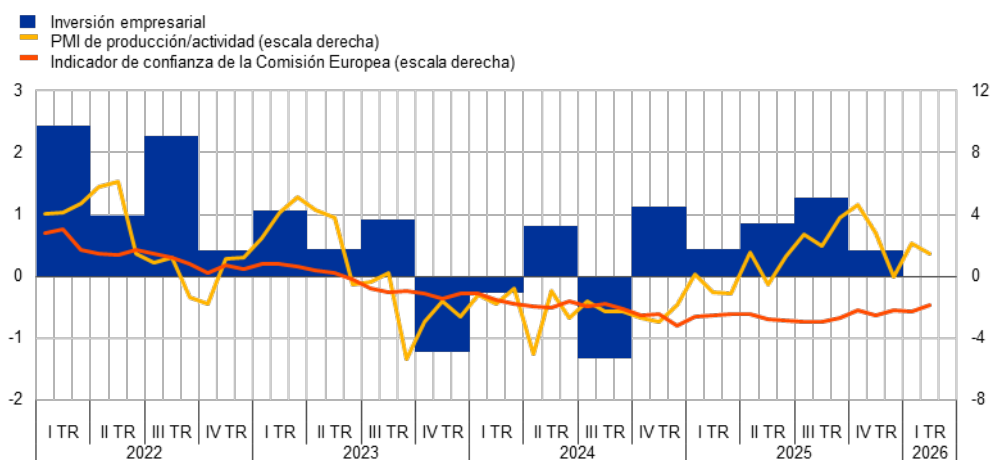
reformas aumentaron en el primer trimestre de 2026. Pese a que, en términos comparativos, la inversión residencial parece estar menos expuesta al impacto inmediato del conflicto en Oriente Próximo que otros componentes de la demanda, el encarecimiento de los costes de construcción y el resurgimiento de la incertidumbre aún podrían tener efectos adversos si la perturbación resulta ser persistente.

### Gráfico 8

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

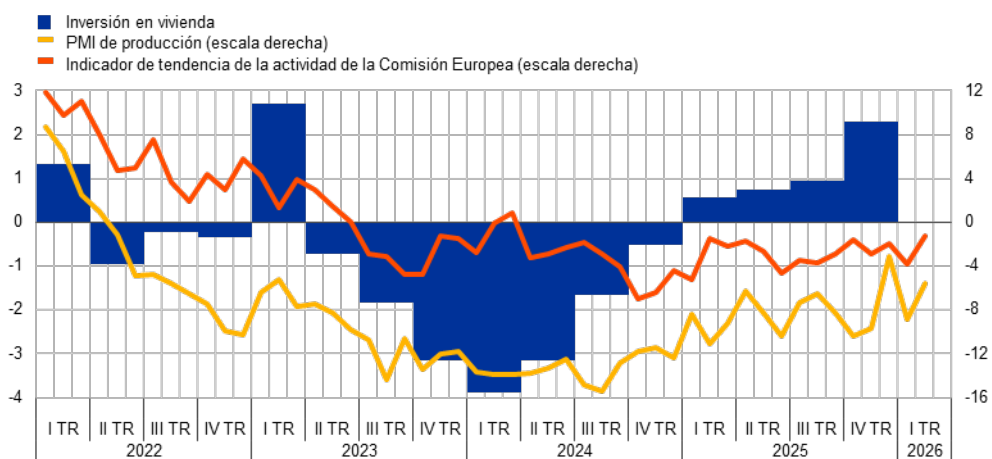
##### a) Inversión empresarial

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



##### b) Inversión en vivienda

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, 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 son medias ponderadas de datos del sector de bienes de equipo (proveedor de activos tangibles) y del sector de la información y las comunicaciones (proveedor principal de intangibles); las ponderaciones son los pesos de los activos tangibles e intangibles en la inversión sin construcción correspondiente al período 2024-2025. El sector de la información y las comunicaciones se calcula como la media ponderada de los subsectores siguientes: edición (NACE J58), programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática (NACE J62) y servicios de información (NACE J63) para el indicador de confianza de la Comisión Europea, y NACE J62 solo para el PMI de producción/actividad, por motivos de disponibilidad de datos. El indicador de confianza de la Comisión Europea se normaliza para la media del período 2015-2019 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 la tendencia de la actividad de los segmentos de construcción de edificios y actividades de construcción especializada en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para la inversión y a febrero de 2026 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

**Las exportaciones de la zona del euro siguen viéndose limitadas por los aranceles estadounidenses, la anterior apreciación del euro y la debilidad de la demanda mundial.** Las exportaciones totales de la zona del euro descendieron un 0,4 % en el cuarto trimestre de 2025, principalmente como consecuencia de una disminución moderada de los bienes exportados —0,9 % en tasa intertrimestral—. Esta evolución refleja la reversión del fuerte incremento de las exportaciones de productos farmacéuticos de Irlanda a Estados Unidos observada en septiembre del año pasado. Las exportaciones a China también disminuyeron, en un contexto de presiones competitivas en el mercado chino. La guerra en Oriente Próximo podría causar disrupciones en los flujos comerciales y de petróleo, lo que podría lastrar en mayor medida el comercio de la zona del euro. Las importaciones totales registraron un descenso modesto del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2025, determinado por una disminución de las importaciones de servicios del 0,6 % en términos intertrimestrales. Al mismo tiempo, los precios de importación continuaron bajando, un 2,3 % en noviembre en términos interanuales, 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 los nuevos pedidos exteriores tanto de manufacturas como de servicios.

**La guerra en Oriente Próximo está afectando a las rentas reales y a la confianza,** lo que ha dado lugar a una revisión a la baja del consumo y de la inversión en las proyecciones del escenario de referencia, especialmente para 2026. El impacto sería aún más pronunciado en los escenarios alternativos que consideran una perturbación energética más severa y prolongada. Para 2026, los efectos del conflicto implican un menor crecimiento del PIB, reflejo de las perturbaciones en los precios de la energía, la confianza y la incertidumbre. Aunque se aplica el supuesto de que el impacto de la perturbación energética será temporal, en consonancia con las expectativas basadas en los mercados en la fecha de cierre de los datos (11 de marzo), las perspectivas siguen estando respaldadas por el gasto público adicional en infraestructuras y defensa, la solidez de los balances del sector privado y la fortaleza del mercado de trabajo. Se prevé que el crecimiento anual del PIB real se sitúe en el 0,9 % en 2026, el 1,3 % en 2027 y el 1,4 % en 2028. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2025, el crecimiento del PIB se ha revisado a la baja en 0,3 puntos porcentuales para 2026 y 0,1 puntos porcentuales para 2027. Dado que los niveles de incertidumbre son muy elevados y que el impacto del conflicto dependerá considerablemente de su duración e intensidad, el escenario de referencia debería interpretarse como uno de los diversos resultados plausibles, y no como el más probable. Para evaluar los riesgos a la baja para el escenario de referencia se han desarrollado algunos escenarios alternativos ilustrativos, que reflejan diferentes supuestos sobre la duración, la intensidad y la transmisión económica del conflicto. El análisis de escenarios sugiere que una disrupción prolongada en el suministro de petróleo y gas daría lugar a un crecimiento del PIB inferior al de las proyecciones de referencia.

### 3 Precios y costes

*La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), continúa en un nivel próximo al objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Aumentó hasta el 1,9 % en febrero de 2026, desde el 1,7 % registrado en enero, impulsada por el avance de la tasa de variación de los precios de la energía y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), mientras que la inflación de los alimentos descendió<sup>7</sup>. La inflación medida por el IAPCX se incrementó hasta el 2,4 % en febrero, desde el 2,2 % observado en enero, debido a las mayores tasas de crecimiento de los precios de los bienes y de los servicios. Los indicadores de la inflación subyacente han variado poco en los últimos meses y siguen siendo compatibles con el objetivo del 2 % a medio plazo. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se redujo hasta el 3,7 % en el cuarto trimestre de 2025, desde el 4 % del trimestre precedente. En consecuencia, el avance de la remuneración por asalariado fue del 3,9 % en 2025, lo que supone un descenso con respecto al 4,5 % registrado en 2024.*

*Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2026, la inflación general aumentará desde el 2,1 % en 2025 hasta el 2,6 % en 2026, antes de descender hasta el 2 % en 2027 y repuntar después hasta el 2,1 % en 2028. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2025, la inflación general se ha revisado al alza para reflejar las consecuencias de la guerra en Oriente Próximo. Habida cuenta de los niveles muy elevados de incertidumbre y de que las perspectivas de inflación dependen considerablemente de la duración y la intensidad del conflicto, el escenario de referencia se acompaña de algunos escenarios alternativos ilustrativos que se han publicado con las proyecciones elaboradas por los expertos en el sitio web del BCE<sup>8</sup>.*

**La inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 1,9 % en febrero de 2026, desde el 1,7 % registrado en enero (gráfico 9).** Este aumento estuvo impulsado por la evolución de la tasa de variación de los precios de la energía y del IAPCX, mientras que la inflación de los alimentos disminuyó. La tasa de variación interanual del componente energético continuó siendo negativa, pero menos, y se situó en el -3,1 % en febrero, en comparación con el -4 % de enero, debido a un efecto de base al alza. La inflación de los alimentos descendió ligeramente y pasó del 2,6 % en enero al 2,5 % en febrero. Dentro del componente de alimentos, la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos elaborados cayó hasta el 1,8 % en febrero, desde el 2 % de enero, contrarrestando la subida del 4,2 % al 4,6 % de los precios de los alimentos no elaborados registrada en ese mismo período. La inflación medida por el IAPCX repuntó hasta alcanzar el 2,4 % en febrero, desde el 2,2 % de enero. Esta evolución refleja el avance de las tasas de crecimiento de los precios de los bienes industriales no

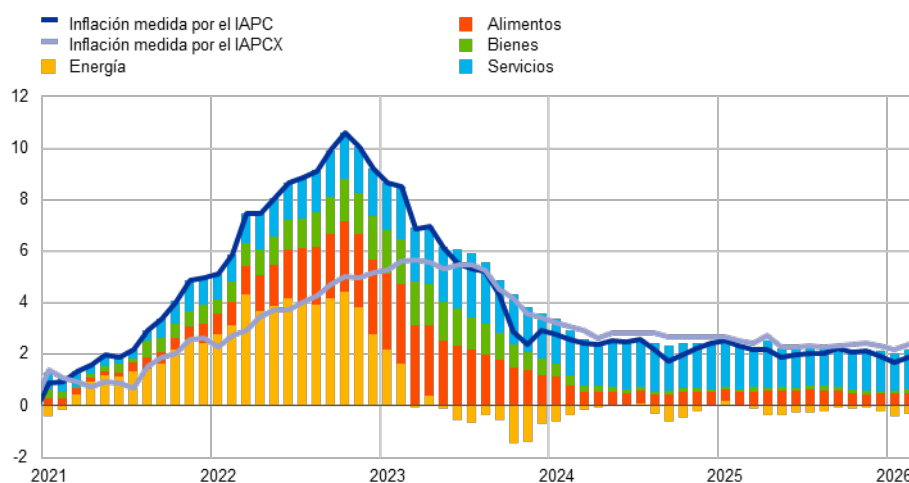
<sup>7</sup> La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 18 de marzo de 2026. Según la estimación de avance de Eurostat, publicada el 31 de marzo de 2026, la inflación interanual de la zona del euro se incrementó hasta el 2,5 % en marzo de 2026.

<sup>8</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 19 de marzo de 2026.

energéticos y de los servicios. En el primer caso, el aumento de la inflación —desde el 0,4 % en enero hasta el 0,7 % en febrero— tuvo su origen principalmente en los artículos de vestir, los vehículos de motor, los artículos de joyería y relojería, y los ordenadores y otros equipos de tecnologías de la información y las comunicaciones. Los precios de los servicios se aceleraron desde el 3,2 % hasta el 3,4 % en el mismo período. Este avance, que estuvo impulsado por el subcomponente de actividades recreativas —en particular los servicios de alojamiento— y el transporte, se vio parcialmente contrarrestado por unas tasas ligeramente más bajas registradas en servicios diversos y servicios de vivienda.

### Gráfico 9 Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. «IAPCX» es el IAPC sin energía ni alimentos. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2026.

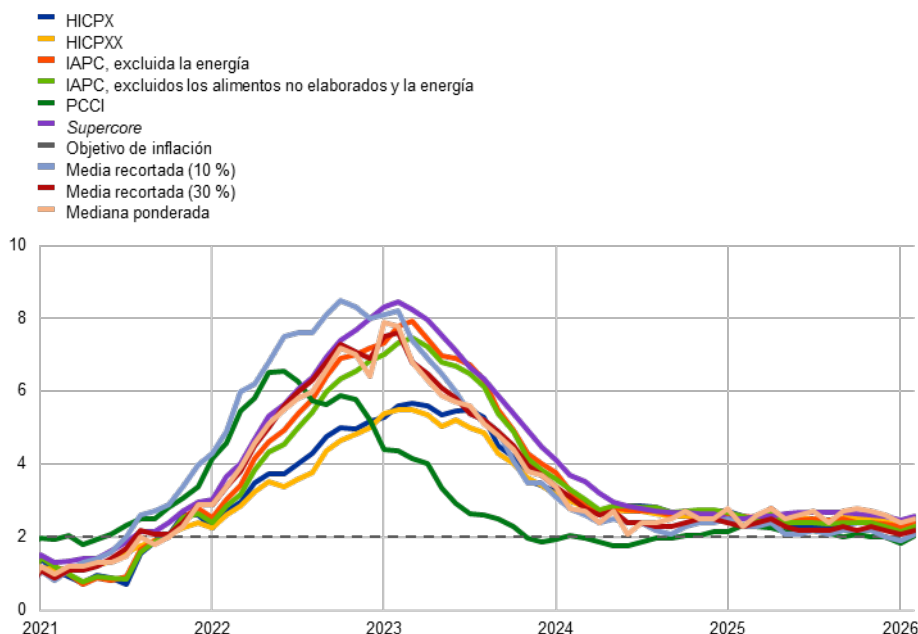
**La mayoría de los indicadores de la inflación subyacente aumentaron ligeramente en febrero (gráfico 10)<sup>9</sup>.** De estos indicadores, únicamente la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir, se mantuvo sin cambios. Es posible que factores transitorios, como los Juegos Olímpicos, hayan afectado a algunos de los indicadores. Todos los indicadores basados en modelos se elevaron. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) se incrementó hasta situarse en el 2,1 % en febrero, desde el 1,8 % de enero. Al mismo tiempo, el indicador *Supercore*, que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, aumentó hasta el 2,6 %, desde el 2,5 %.

<sup>9</sup> Los resultados de los indicadores subyacentes de la inflación se basan ahora en la versión 2 de la clasificación europea del consumo individual por finalidad (ECOICOP 2, por sus siglas en inglés), que incluye ponderaciones históricas revisadas y la incorporación de los juegos de azar como una nueva partida en la cobertura de productos del IAPC. Estos cambios metodológicos conllevan cierta pérdida de comparabilidad con los resultados anteriores, aunque se espera que sea limitada para los principales agregados. Para más detalles, véase Eurostat, *Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) effective January 2026*, Comisión Europea, Luxemburgo, 25 de febrero de 2026. La metodología de elaboración del indicador *Supercore* también se ha refinado.

## Gráfico 10

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPC, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2026.

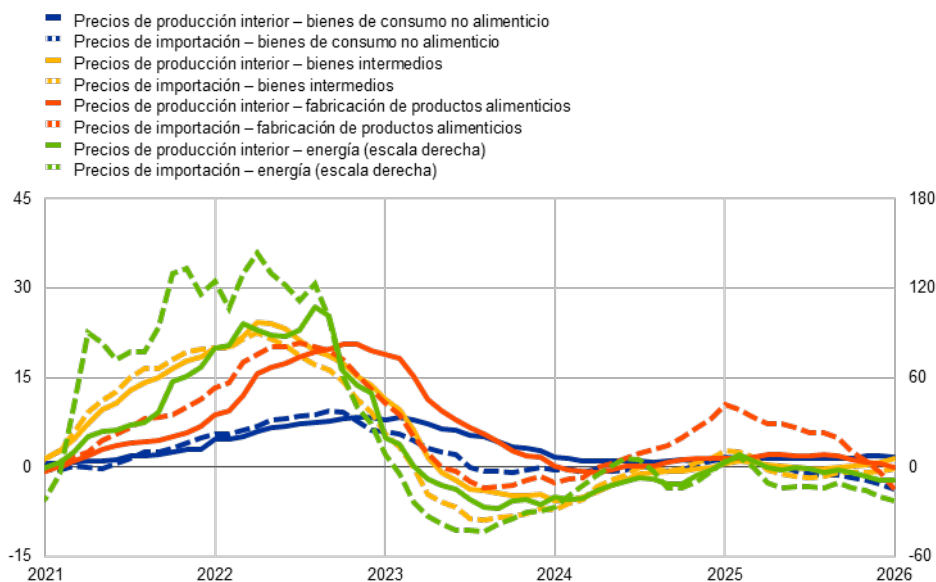
### Antes de la escalada de la guerra en Oriente Próximo, los indicadores de las presiones latentes señalaban una disminución de las presiones inflacionistas en las fases posteriores del proceso de formación de precios (gráfico 11).

En las fases iniciales de este proceso, la tasa de variación de los precios de producción de la energía se adentró más en terreno negativo y se situó en el  $-8,9\%$  en enero de 2026, frente al  $-8,4\%$  de diciembre de 2025. No obstante, en el caso de los bienes intermedios, las presiones continúan siendo elevadas, debido a las subidas de los precios de producción interior y de importación. En general, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, las presiones latentes sobre los bienes de consumo apuntaban a una relajación, con descensos tanto de los precios de importación ( $-3,6\%$ ) como de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio ( $1,6\%$ ). Al mismo tiempo, los precios de producción de los alimentos elaborados también se redujeron ( $0,6\%$ ) y la tasa de variación de los precios de importación de este subcomponente continuó cayendo desde el máximo del  $10,6\%$  observado en enero de 2025 hasta el  $-3,6\%$  un año después. Esta dinámica refleja la anterior apreciación del euro y, posiblemente, el hecho de que China está poniendo más el foco en la zona del euro como mercado de exportación. Estos datos son anteriores a la guerra en Oriente Próximo que se inició recientemente. Por consiguiente, la evolución de los precios de la energía y de los alimentos, en particular, así como las presiones latentes más en general, están siendo objeto de un estrecho seguimiento.

## Gráfico 11

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, aumentaron hasta situarse en el 2,5 % en el cuarto trimestre de 2025, frente al 2,4 % del trimestre anterior (gráfico 12).** Esta evolución refleja un repunte de la contribución de los beneficios unitarios (de 0,3 puntos porcentuales a 0,5 puntos porcentuales), mientras que las aportaciones de los costes laborales unitarios y de los impuestos unitarios netos no variaron. En cuanto a las tasas de crecimiento interanual, si bien la de los beneficios unitarios se incrementó de forma acusada, la correspondiente a los costes laborales unitarios experimentó un descenso marginal. Este descenso se debió a la disminución de la tasa de avance de la remuneración por asalariado (del 4 % al 3,7 %), que se vio compensada, en parte, por el menor crecimiento de la productividad del trabajo (del 0,8 % al 0,6 %). La reducción de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado reflejó la caída de la contribución del componente de deriva salarial, hasta 0,4 puntos porcentuales en el cuarto trimestre de 2025 desde 1,9 puntos porcentuales en el tercero, lo que compensó parcialmente el mayor avance de los salarios negociados, que pasó del 1,9 % al 3 % en ese mismo período. De cara al futuro, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios —que se ha actualizado con datos sobre convenios colectivos negociados hasta finales de febrero de 2026— se situó en el 2,6 % (lo que supone una revisión a la baja de 0,1 puntos porcentuales con respecto al indicador publicado previamente). Ello sugiere que las presiones sobre el crecimiento de los salarios negociados se moderarán en el primer semestre de 2026 y se estabilizarán en niveles más bajos en 2026<sup>10</sup>. Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2026, la

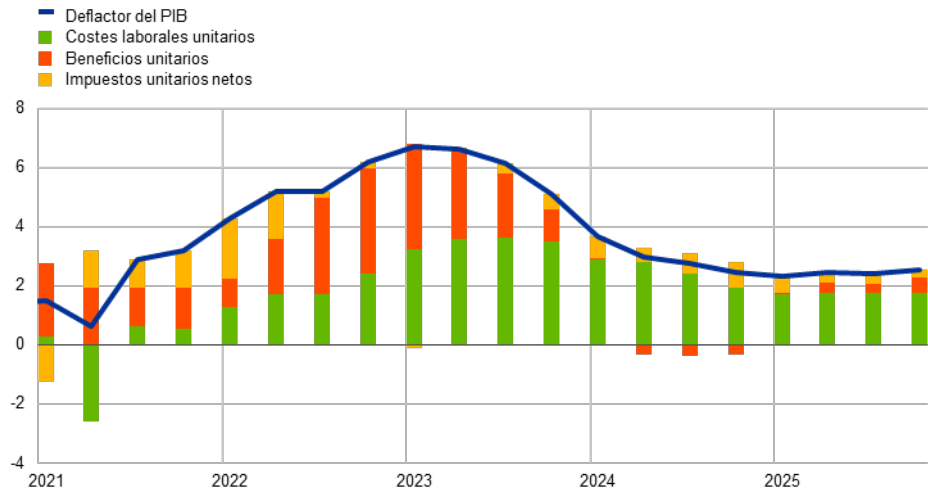
<sup>10</sup> Para información más detallada, véase «[Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios siguen sugiriendo una moderación de las presiones de los salarios negociados en 2026](#)», *nota de prensa*, BCE, 23 de marzo de 2026.

tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado disminuirá desde el 3,9 %, en promedio, en 2025, hasta el 3,1 % en el cuarto trimestre de 2026, y posteriormente se mantendrá, en general, en torno a este nivel en 2027 y 2028.

### Gráfico 12

#### Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Durante el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 18 de marzo de 2026, los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo (panel a del gráfico 13) aumentaron significativamente como consecuencia de la subida de los precios de la energía relacionada con la guerra en Oriente Próximo, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se mantuvieron firmemente ancladas en el 2 %.** Tras un largo período de baja volatilidad, los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo se situaron en niveles considerablemente más elevados debido a la escalada de los precios energéticos tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo. Un factor clave que determinó la corrección fue la incertidumbre sobre el alcance y la duración del conflicto. Al final del período analizado, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año se situó en el 2,1 %, unos 40 puntos básicos por encima del nivel observado al inicio del período. A medio y a largo plazo, los movimientos observados en la compensación por inflación fueron más contenidos. En concreto, el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años se incrementó unos 10 puntos básicos como consecuencia de las variaciones que registraron las expectativas y las primas de riesgo de inflación. No obstante, una vez ajustadas por las primas de riesgo de inflación, las expectativas de inflación a largo plazo basadas en los indicadores de mercado permanecieron firmemente ancladas en el 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno. Tanto en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2026 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés)

de marzo de 2026, 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 o disminuyeron en febrero de 2026 (panel b del gráfico 13).** El trabajo de campo de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) finalizó el 2 de marzo, pero solo el 3,5 % de las respuestas se recibieron tras el inicio de la guerra en Oriente Próximo el 28 de febrero. Según la CES de febrero de 2026, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores permaneció estable en el 3 %<sup>11</sup>. Las tasas medianas de la inflación esperada en los doce meses siguientes y a tres años vista descendieron hasta situarse en el 2,5 % en ambos casos, desde el 2,6 % de enero, mientras que la relativa a la inflación esperada a cinco años vista se mantuvo inalterada en el 2,3 %.

---

<sup>11</sup> El trabajo de campo de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores de febrero de 2026 finalizó el 2 de marzo de 2026.

### Gráfico 13

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

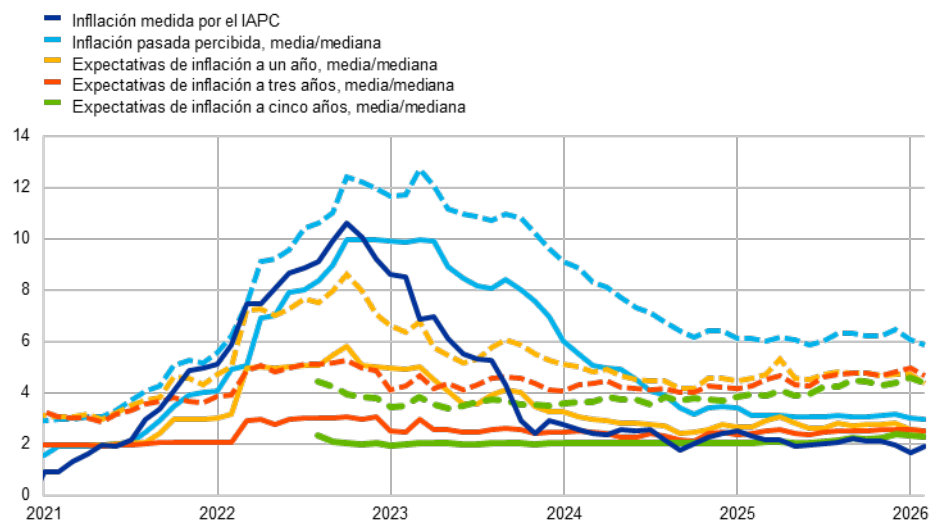
##### a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: LSEG, Eurostat, encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (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 (18 de diciembre de 2025). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 13 de marzo de 2026 para el panel a y a febrero de 2026 para el panel b.

**De acuerdo con las proyecciones de marzo de 2026, la inflación general aumentará del 2,1 % en 2025 al 2,6 % en 2026 y retrocederá hasta situarse en el 2 % en 2027, antes de volver a elevarse hasta el 2,1 % en 2028 (gráfico 14).**

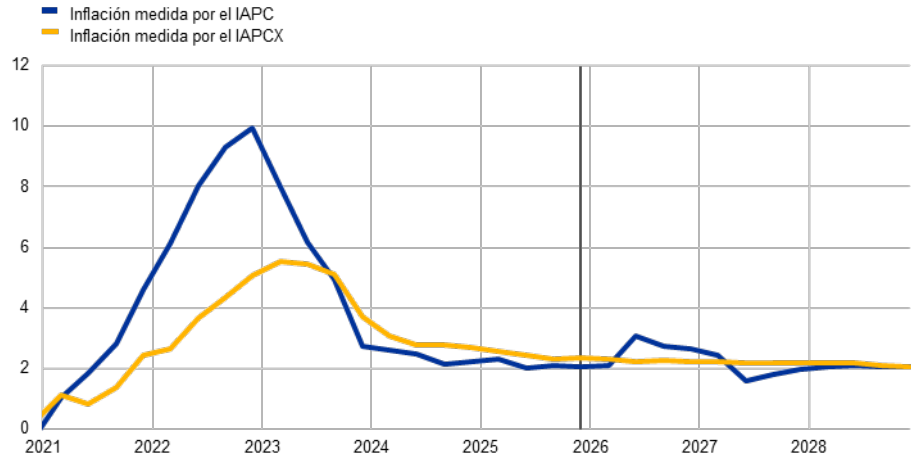
El perfil a corto plazo está influenciado por la reciente intensificación de la guerra en Oriente Próximo, que ha impulsado al alza los precios de la energía. En consecuencia, se espera que la inflación general siga el acusado incremento de la tasa de variación de los precios energéticos en la primera mitad de 2026, y que pase del 2,1 % en el primer trimestre de 2026 al 3,1 % en el segundo, y posteriormente se

modere hasta situarse en el 2,7 % en el segundo semestre del año. La mayor tasa media proyectada para 2026 está relacionada con la fuerte subida de los precios de la energía y la mayor inflación de los precios de los alimentos más adelante en el año, debido a las crecientes presiones latentes originadas por los precios energéticos y otros costes de los insumos. Se espera que la inflación medida por el IAPCX se estabilice en torno al 2,3 % y que los efectos indirectos de la tasa de variación de los precios de la energía sean limitados. El descenso de la inflación general en 2027 refleja principalmente efectos de base a la baja y la caída de los precios de la energía. Se considera que la inflación medida por el IAPCX se moderará ligeramente, mientras que la inflación de los alimentos seguirá aumentando. Posteriormente se espera que la inflación general se incremente en 2028, impulsada principalmente por un avance significativo de los precios de la energía como resultado de las medidas fiscales relacionadas con la transición climática, en particular, la introducción del RCDE2. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2025, la inflación general medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,7 puntos porcentuales para 2026, sobre todo como consecuencia de la inflación de la energía, con revisiones al alza mucho menores para 2027 y 2028 debido a los componentes no energéticos. La corrección al alza de la inflación general en 2027 y 2028 obedece al retardo en la transmisión al IAPCX y a los alimentos de las mayores presiones de costes por la subida de los precios de la energía. Se espera que la inflación medida por el IAPCX siga siendo algo más persistente, pero que se modere 0,1 puntos porcentuales cada año del horizonte de proyección, desde el 2,4 % en 2025 hasta el 2,1 % en 2028. Las revisiones al alza de la inflación de los alimentos y del IAPCX reflejan, en parte, un ajuste limitado al alza basado en el juicio de los expertos para captar los efectos más acusados de la transmisión de la subida de los precios de la energía, que pueden estar ligeramente infravalorados por las herramientas de modelización convencionales en el contexto de fuertes perturbaciones de los precios de la energía. Habida cuenta de los niveles muy elevados de incertidumbre y de la fuerte dependencia de la duración y la intensidad del conflicto, el escenario de referencia debería interpretarse como uno de los diversos resultados plausibles, y no como el más probable. Para evaluar los riesgos a la baja para el escenario de referencia, se han desarrollado algunos escenarios alternativos ilustrativos, que reflejan diferentes supuestos sobre la duración, la intensidad y la transmisión económica del conflicto. El análisis de escenarios pone de relieve que una alteración prolongada del suministro energético, junto con unos efectos de segunda vuelta más intensos, podrían derivar en unas presiones inflacionistas más persistentes a medio plazo.

### Gráfico 14

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026](#).

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 (datos) y al cuarto trimestre de 2028 (proyecciones). Las proyecciones de marzo de 2026 se finalizaron el 11 de marzo de 2026 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 13 de marzo de 2026. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

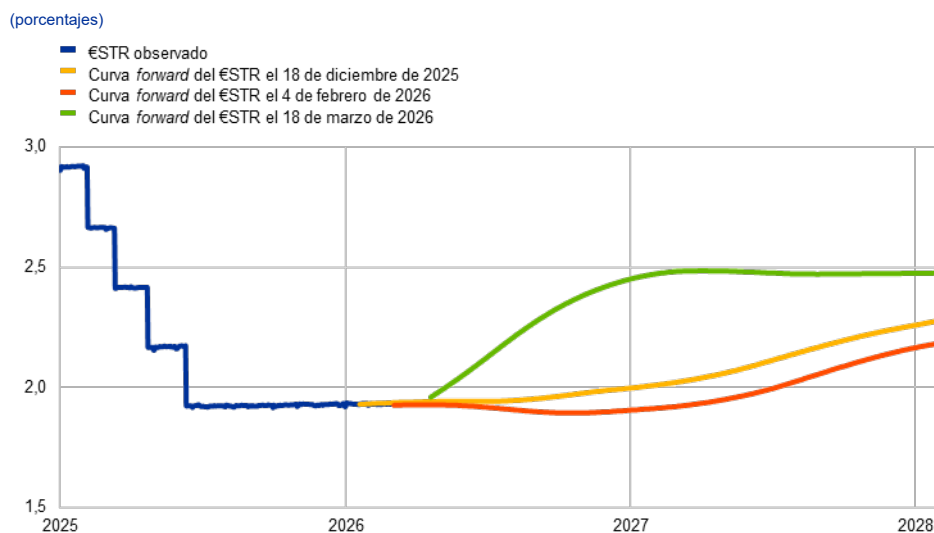
*Hacia el final del período de referencia, comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 18 de marzo de 2026, los mercados financieros de la zona del euro experimentaron una corrección fuerte y volátil de los precios, desencadenada por el estallido de la guerra en Oriente Próximo a finales de febrero. Esta corrección estuvo marcada por un repunte de los precios de la energía y ventas masivas en los mercados de renta variable, que fueron acompañados de una mayor compensación por inflación y de expectativas de aumento de los tipos de interés. La incertidumbre en torno al alcance y la duración del conflicto ha sido un factor clave que ha determinado la evolución reciente y futura de los mercados. Al cierre del período considerado, la curva forward del tipo libre de riesgo a corto plazo del euro descontaba subidas acumuladas de los tipos de interés en la zona del euro de alrededor de 50 puntos básicos para finales de 2026. Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se incrementaron y los diferenciales de rentabilidad se ampliaron en un contexto de mayor aversión al riesgo, aunque la dispersión de los rendimientos entre países de la zona del euro se mantuvo en niveles reducidos. Si bien las acciones de la zona del euro mostraron capacidad de resistencia en general, las ventas masivas registradas tras el comienzo de la guerra fueron particularmente significativas en sectores con una elevada dependencia energética. Los diferenciales de los bonos corporativos se ampliaron en respuesta a la incertidumbre relacionada con la guerra. En los mercados de divisas, el euro se depreció frente al dólar estadounidense (-1,9 %) y en términos efectivos nominales (-1,6 %), debido en parte a perturbaciones en la relación real de intercambio asociadas al encarecimiento de la energía, provocadas por la guerra en Oriente Próximo.*

**Los tipos de interés libres de riesgo a corto y a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia, en un contexto de elevada volatilidad ocasionada por el estallido de la guerra en Oriente Próximo (gráfico 15).**

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 adoptadas por el Consejo de Gobierno en sus reuniones de diciembre de 2025 y de febrero de 2026 de mantener los tres tipos de interés oficiales del BCE sin variación. El exceso de liquidez disminuyó unos 91 mm de euros, hasta la cifra de 2.379 mm de euros, principalmente como reflejo de la reducción constante de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria. Si bien los tipos *forward* a corto plazo cayeron inicialmente entre las reuniones del Consejo de Gobierno de diciembre y de febrero, después repuntaron como consecuencia de la intensificación de las tensiones geopolíticas y del aumento de los precios mundiales de la energía, lo que revirtió con creces la disminución anterior. La escalada del conflicto en Oriente Próximo provocó una fuerte corrección de las expectativas relativas a los tipos de interés oficiales a corto plazo. La última curva *forward* del €STR implica subidas acumuladas de los tipos de interés de 50 puntos básicos para finales del año. Más allá de 2027, el desplazamiento al alza de esta curva persiste ante el elevado nivel de incertidumbre acerca de la duración del conflicto y la volatilidad del mercado de la energía. En conjunto, el tipo OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años se

incrementó alrededor de 10 puntos básicos hasta situarse en el 2,8 % en el período de referencia.

**Gráfico 15**  
Tipos *forward* del €STR

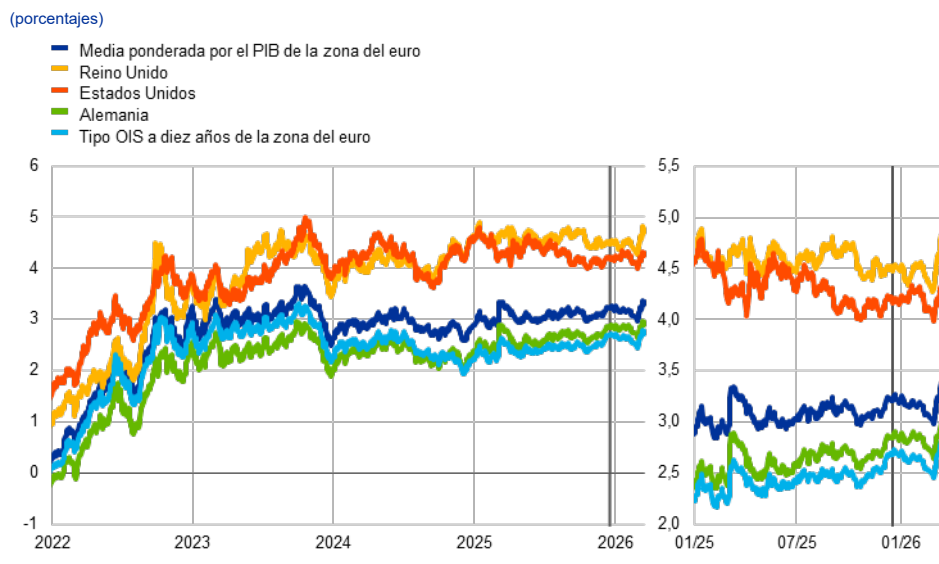


Fuentes: Bloomberg Finance L.P. y cálculos del BCE.  
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se incrementaron y los diferenciales de rentabilidad se ampliaron ligeramente como consecuencia de la mayor aversión al riesgo hacia el final del período de referencia (gráficos 16 y 17).** El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó alrededor de 15 puntos básicos y se situó en torno al 3,3 % al cierre del período analizado. En la primera parte de dicho período, los rendimientos de la deuda soberana a diez años de toda la zona del euro siguieron, en general, la evolución del tipo OIS libre de riesgo (gráfico 17). Tras el comienzo de la guerra en Oriente Próximo, los diferenciales se ampliaron con respecto al tipo libre de riesgo en la mayoría de los países de la zona, pero se redujeron ligeramente en Alemania, que se benefició de los flujos hacia activos más seguros. Sin embargo, la dispersión de los rendimientos, medida por la desviación típica transversal de los rendimientos soberanos, se mantuvo próxima a los niveles relativamente reducidos observados antes de la crisis financiera global. En Estados Unidos, el rendimiento de la deuda pública a diez años aumentó en torno a 15 puntos básicos hasta situarse en el 4,3 % al final del período de referencia, en línea con una corrección más amplia de los precios de los bonos soberanos a escala mundial provocada por la intensificación de las tensiones geopolíticas.

### Gráfico 16

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

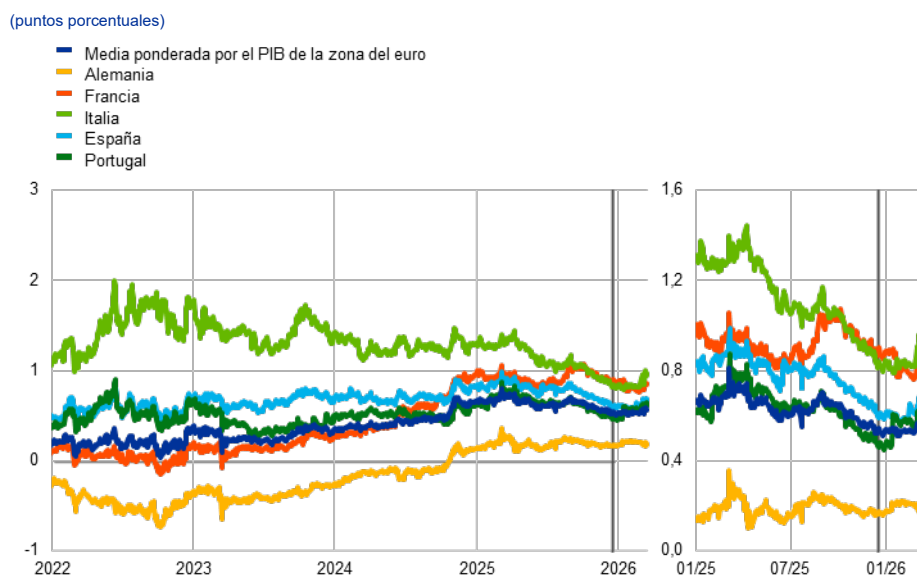


Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

### Gráfico 17

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

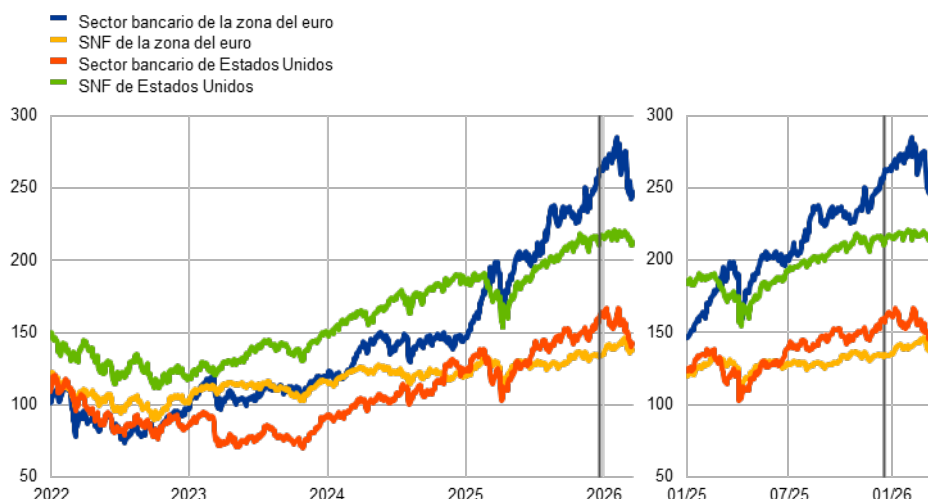
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (18 de diciembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 18 de marzo de 2026.

**Las acciones de la zona del euro fueron objeto de ventas masivas en un entorno de creciente aversión al riesgo tras el comienzo de la guerra, lo que contrarrestó en gran medida las sustanciales ganancias registradas anteriormente en el período de referencia (gráfico 18). En conjunto, los índices**

bursátiles de la zona del euro mostraron capacidad de resistencia, y el subíndice de las sociedades no financieras (SNF) experimentó un alza del 0,8 %. En cambio, las cotizaciones del sector bancario disminuyeron un 5,2 %, en un contexto de aplanamiento de la curva de rendimientos. En Estados Unidos, el índice bursátil amplio perdió un 2,3 %, con caídas del 1,6 % y del 9,6 % de los índices de las SNF y del sector bancario, respectivamente. Anteriormente en el período considerado, la preocupación acerca de las sobrevaloraciones de las empresas de inteligencia artificial en Estados Unidos debilitó el comovimiento entre los mercados de renta variable del país americano y de la zona del euro, con un mejor comportamiento de las acciones en esta última que en Estados Unidos. El estallido de la guerra en Oriente Próximo provocó un aumento de la volatilidad en los mercados y un deterioro de la percepción de riesgo, lo que desencadenó ventas masivas en los mercados a ambos lados del Atlántico. Dado que la zona del euro tiene una mayor dependencia de las importaciones energéticas, sus acciones se vieron afectadas en mayor medida que las de Estados Unidos.

**Gráfico 18**  
Índices bursátiles de la zona del euro y de Estados Unidos

(índice: 2 de enero de 2020 = 100)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

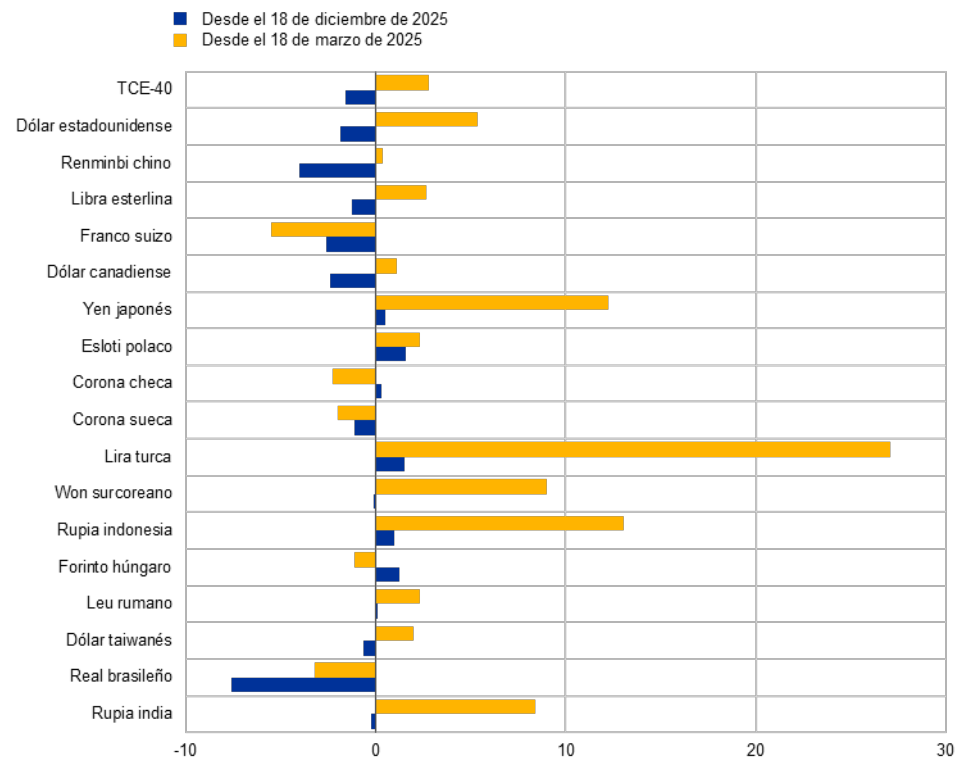
**En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos de la zona del euro en los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento continuaron siendo reducidos en la primera parte del período de referencia y después se ampliaron ligeramente tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo.** El apetito por el riesgo se mantuvo sólido en general, aunque se debilitó después del estallido del conflicto, lo que contribuyó a aumentar los diferenciales de los bonos corporativos hacia el final del período considerado. Este aumento fue más pronunciado —alrededor de 30 puntos básicos— en el segmento de alto rendimiento de la zona del euro. Al mismo tiempo, los diferenciales corporativos en el segmento de grado de inversión se incrementaron 10 puntos básicos aproximadamente, tanto en las SNF como en el sector financiero.

**En los mercados de divisas, el euro se depreció frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 19).** Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— cayó un 1,6 %. Esta caída reflejó un debilitamiento del euro frente a las monedas de muchos de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. En particular, el euro se depreció frente al dólar estadounidense (-1,9 %) y el tipo de cambio se situó en 1,15 dólares por euro. La moneda única se revalorizó inicialmente en enero de 2026, pero después se debilitó debido al fortalecimiento generalizado del dólar estadounidense, en un entorno de mayores tensiones geopolíticas y de preocupación relacionada con la energía como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo. El euro también perdió valor frente al renminbi chino (-4 %), que cobró fuerza gradualmente a lo largo del período analizado, revirtiendo en parte las ganancias anteriores del euro frente a la moneda china registradas a principios de 2025. Asimismo, el euro se depreció frente a la libra esterlina (-1,2 %), el franco suizo (-2,6 %) y el real brasileño (-7,6 %), debido a la creciente incertidumbre derivada de la guerra en Oriente Próximo. En cambio, la moneda única permaneció estable en general frente al yen japonés (+0,5 %) y se apreció frente al esloti polaco (+1,6 %) y la lira turca (+1,5 %).

**Gráfico 19**

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-40 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 18 de marzo de 2026.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

*Las condiciones de financiación de las empresas y los hogares fueron estables en términos generales hasta enero de 2026, pero se han endurecido desde la última reunión del Consejo de Gobierno tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo. En enero, los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas se mantuvieron en el 3,6 %, mientras que el tipo de interés medio de las nuevas hipotecas repuntó hasta el 3,4 %. El crecimiento de los préstamos a empresas disminuyó ligeramente, mientras que el de los préstamos a hogares no varió. La tasa de avance interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta situarse en el 3,3 %. En el período de referencia, comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 18 de marzo de 2026, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija y mediante acciones se incrementó, al igual que la rentabilidad de los bonos bancarios.*

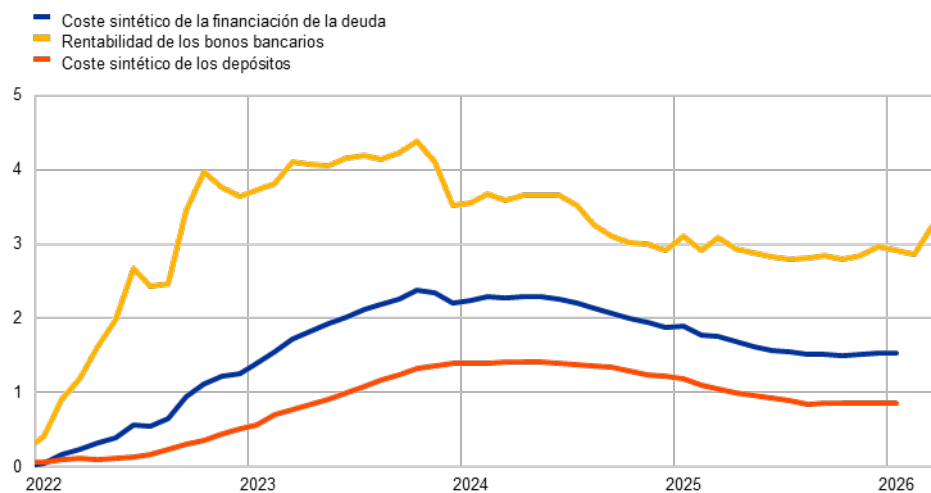
**Los costes de financiación de las entidades de crédito se mantuvieron estables en términos generales hasta enero de 2026, pero la rentabilidad de los bonos bancarios experimentó una fuerte corrección a principios de marzo.**

El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se situó en el 1,5 % en enero, sin variación en este nivel desde julio de 2025 (gráfico 20). La rentabilidad de los bonos bancarios permaneció estable en enero, tras oscilar alrededor del 3 % desde principios de 2025. Sin embargo, los datos preliminares disponibles hasta el 18 de marzo de 2026 indican que experimentó un aumento acusado (de 40 puntos básicos aproximadamente) después del estallido de la guerra en Oriente Próximo el 28 de febrero, y es probable que continúe ejerciendo presiones al alza sobre los costes de financiación de las entidades. El tipo de interés sintético de los depósitos también se mantuvo sin cambios en el 0,9 % en enero. Los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos con preaviso, y los tipos de interés interbancarios apenas variaron, mientras que los de los depósitos a plazo de las empresas se redujeron ligeramente.

## Gráfico 20

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

(porcentajes anuales)



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

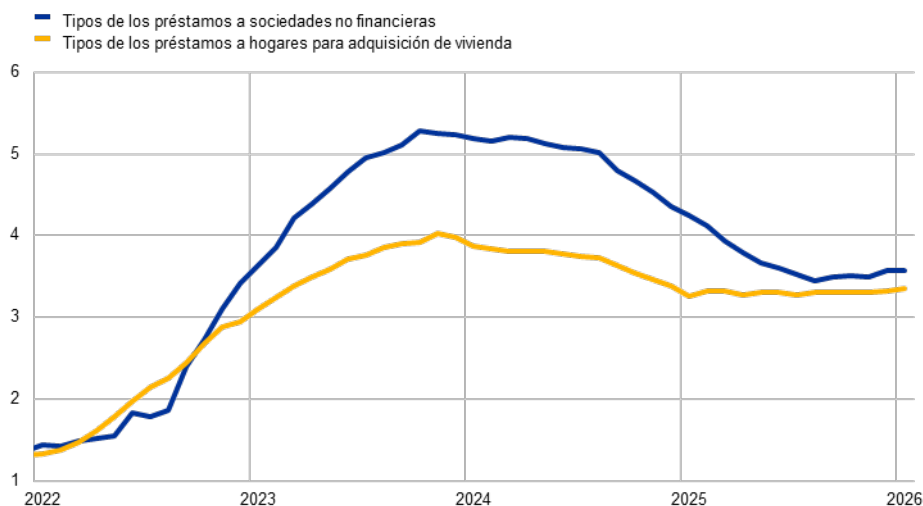
Notas: El coste sintético de la financiación de la deuda es una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026 para el coste sintético de la financiación de la deuda y al 18 de marzo de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas se mantuvieron estables en enero, mientras que los aplicados a los concedidos a los hogares aumentaron marginalmente (gráfico 21).** El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras permaneció sin cambios en el 3,6 % en enero, alrededor de 1,7 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023. Por lo que respecta a los períodos de fijación de los tipos, el panorama fue dispar: los tipos de interés de los préstamos a corto plazo (hasta un año) disminuyeron ligeramente, mientras que los aplicados a los préstamos con períodos de fijación intermedios (más de un año y menos de cinco años) se incrementaron de forma marginal. El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas se mantuvo sin variación próximo a mínimos históricos. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registró un leve aumento hasta situarse en el 3,4 % en enero (frente al 3,3 % observado en diciembre), en torno a 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023. Atendiendo a los períodos de fijación de los tipos, esta evolución estuvo impulsada por los tipos de interés de las hipotecas a más largo plazo (más de cinco años), mientras que los aplicados a las hipotecas a corto plazo (menos de un año) experimentaron un ligero descenso.

## Gráfico 21

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

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

### En el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 18 de marzo de 2026, el coste de la financiación, tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones, aumentó.

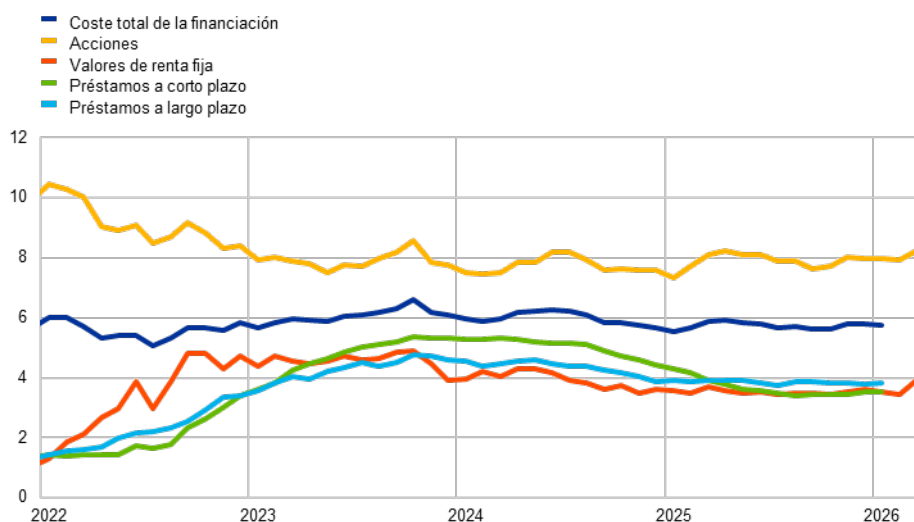
El coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— permaneció estable en enero por tercer mes consecutivo y se situó en el 5,8 % (gráfico 22)<sup>12</sup>. El menor coste de los valores de renta fija se compensó con el ligero incremento del coste de la financiación bancaria a largo plazo, mientras que los demás componentes se mantuvieron prácticamente sin variación. Sin embargo, los datos diarios del período comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 18 de marzo de 2026 muestran un incremento del coste de la financiación, tanto mediante valores de renta fija como mediante acciones. Este incremento refleja la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos —especialmente en el segmento de alto rendimiento— y una subida de la prima de riesgo bursátil. Los tipos de interés libres de riesgo también se elevaron en todos los plazos, sobre todo en los plazos cortos, en un entorno de volatilidad significativa durante el período.

<sup>12</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las sociedades no financieras solo están disponibles hasta enero de 2026.

## Gráfico 22

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

(porcentajes anuales)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se basa en datos mensuales y se calcula como la media de los costes a corto y a largo plazo de la financiación bancaria (datos medios mensuales), y los costes de los valores de renta fija y de las acciones (datos de fin de mes), ponderados por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 18 de marzo de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a enero de 2026 para el coste total de la financiación y los costes de los préstamos a corto y a largo plazo (datos mensuales).

### El crecimiento de los préstamos a empresas disminuyó algo en enero, mientras que el de los préstamos a hogares permaneció estable (gráfico 23).

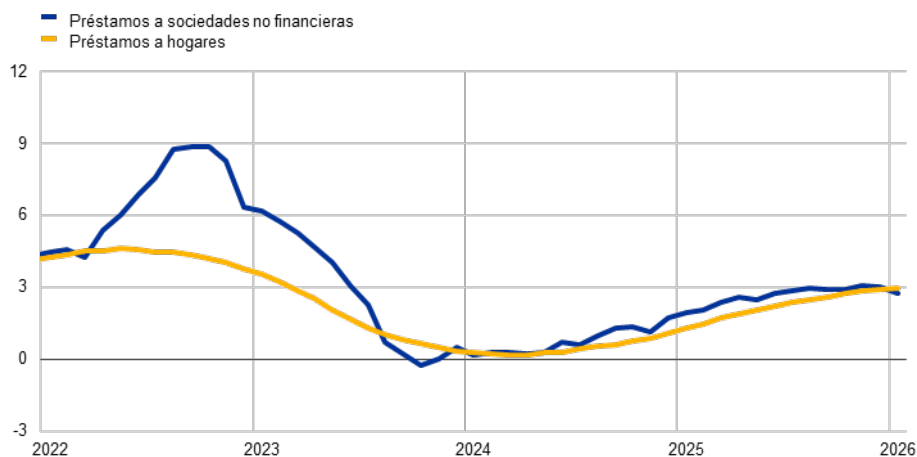
La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a sociedades no financieras descendió hasta situarse en el 2,8 % en enero, desde el 3 % observado en diciembre, todavía muy por debajo de su media histórica del 4,3 % alcanzada en 1999. Esta evolución se vio compensada por una mayor emisión de bonos corporativos, cuyo ritmo de avance interanual aumentó hasta el 4 %, desde el 3,5 % registrado en diciembre. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 3 % en enero y también permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,1 %. El crecimiento de los préstamos a hogares se sustentó principalmente en el avance de las hipotecas y del crédito para consumo, mientras que el crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, continuó siendo débil. El modesto crecimiento de los préstamos a empresas y a hogares refleja varios factores, como la mayor incertidumbre en torno a las perspectivas económicas y el escaso apetito de las entidades por el riesgo en un entorno de riesgos geopolíticos elevados<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Véase A. Allayioti, G. Bozzelli, P. Di Casola, C. Mendicino, A. Skoblar y S. Velasco, «More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe», *The ECB Blog*, BCE, 2 de octubre de 2025.

### Gráfico 23

#### Préstamos de las IFM en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

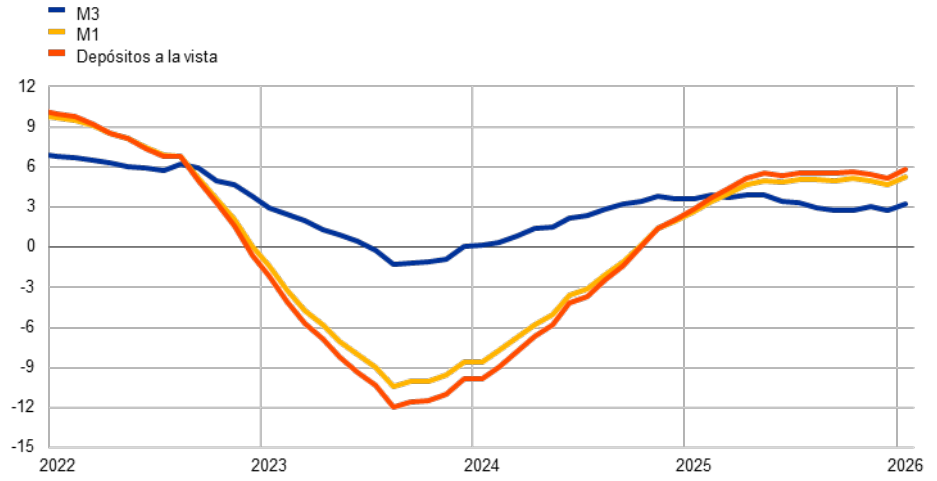
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones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

**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó en enero, reflejo del repunte de las entradas del exterior a la zona del euro (gráfico 24).** El crecimiento de M3 se elevó hasta el 3,3 % en enero, frente al 2,8 % observado en diciembre, pero se mantuvo muy por debajo de su media de largo plazo del 6,1 %. En cuanto a los componentes, la recuperación de la expansión monetaria se debió a una preferencia mayor por los activos líquidos, en especial entre los intermediarios financieros no bancarios. Ello se vio reflejado en el aumento de la tasa de avance interanual del agregado monetario estrecho (M1) — que incluye los instrumentos más líquidos, en concreto efectivo en circulación y depósitos a la vista—, que pasó del 4,7 % en diciembre al 5,3 % en enero. Por lo que respecta a las contrapartidas de M3, su evolución se vio determinada fundamentalmente por el repunte de las entradas monetarias netas del exterior y por el incremento de las compras de deuda pública (a más corto plazo) por parte de las entidades de crédito. En cambio, el balance del Eurosistema continuó lastrando el crecimiento de M3, dado que ya no se reinvierte el principal de los valores que van venciendo de las carteras del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia.

## Gráfico 24

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026.

*Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2026, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se habría mantenido sin variación en el 3,1 % del PIB en 2025 y se espera que aumente hasta el 3,6 % en 2027 y 2028. Tras experimentar una ligera relajación en 2025, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona se relaje con mayor intensidad en 2026 y se endurezca levemente en 2027-2028. Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro se incremente desde el 87,5 % en 2025 hasta el 89,5 % en 2028. Sigue siendo fundamental reforzar la economía de la zona del euro y al mismo tiempo mantener unas finanzas públicas saneadas. En el entorno geopolítico actual, los Gobiernos deberían priorizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, las inversiones estratégicas y las reformas estructurales que favorezcan el crecimiento. Las respuestas fiscales a la perturbación de los precios de la energía provocada por la guerra en Oriente Próximo deberían ser temporales, específicas y adaptadas a la situación. La actual crisis energética subraya la necesidad imperiosa de continuar reduciendo la dependencia de los combustibles fósiles.*

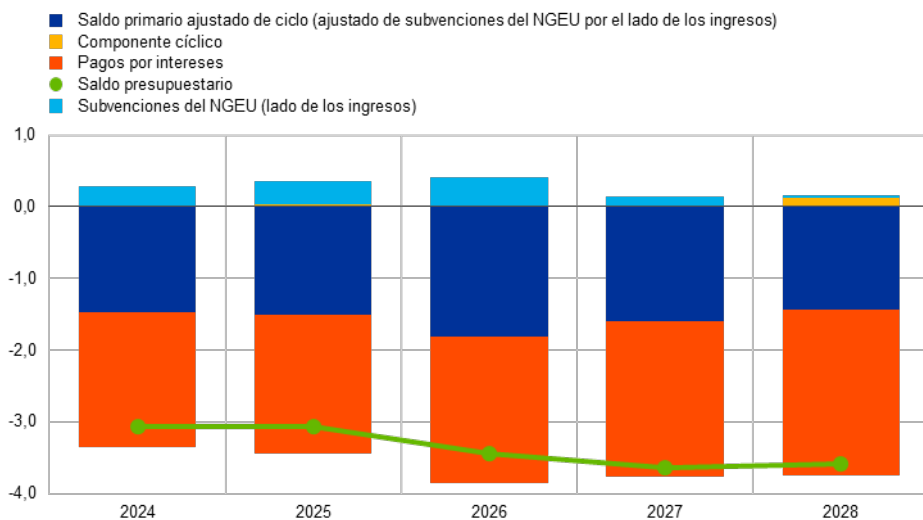
**Según las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2026, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se habría mantenido sin variación en el 3,1 % del PIB en 2025, aumentaría hasta el 3,6 % en 2027 y permanecería en ese nivel en 2028 (gráfico 25)<sup>14</sup>.** En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de diciembre de 2025, la trayectoria del saldo presupuestario se ha revisado al alza para todo el horizonte de proyección. Las revisiones reflejan principalmente un empeoramiento del saldo primario ajustado de ciclo, debido sobre todo a ajustes al alza de las pensiones y otros gastos, reflejo de la mayor inflación derivada del conflicto en Oriente Próximo. El incremento del déficit es consecuencia sobre todo de un aumento de la ratio de pagos por intereses en relación con el PIB (en torno a 0,4 puntos porcentuales durante el horizonte de proyección), seguido de un deterioro del saldo primario ajustado de ciclo, que solo se compensa ligeramente con una mejora del componente cíclico al final del horizonte considerado en las proyecciones. El incremento de los pagos por intereses obedece a la traslación de anteriores subidas de los tipos de interés, que está avanzando a un ritmo lento habida cuenta de los largos vencimientos residuales de la deuda soberana viva. Además, la finalización del programa Next Generation EU (NGEU) pondrá término al flujo de subvenciones financiadas conjuntamente que han recibido los Estados miembros de la UE, aunque todavía se acometerán algunas de las inversiones relacionadas con fondos desembolsados previamente.

<sup>14</sup> Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 19 de marzo de 2026.

## Gráfico 25

### Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026.

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

### Tras una ligera relajación en 2025, se prevé que la orientación de la política fiscal de la zona del euro se relaje con mayor intensidad en 2026 y se endurezca levemente en 2027-2028<sup>15</sup>.

La variación anual estimada del saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones concedidas a los países en el marco del programa NGEU, muestra una ligera relajación de las políticas fiscales en la zona del euro en 2025 (de -0,1 puntos porcentuales del PIB). La relajación prevista en 2026 se debe principalmente al aumento de la inversión pública y de las transferencias fiscales. La mayor inversión refleja, principalmente, el elevado gasto en defensa e infraestructuras en Alemania (así como en otros países de menor tamaño) y, en menor medida, la inversión financiada por el NGEU. En 2027 y 2028, las medidas de consolidación que se aplicarán en muchos países, como España, Francia e Italia, y la finalización de la financiación del NGEU, se verán ampliamente compensadas por la adopción de medidas de estímulo, sobre todo en Alemania.

### La ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro seguirá una senda ascendente desde el 87,5 % en 2025 hasta el 89,5 % en 2028 (gráfico 26).

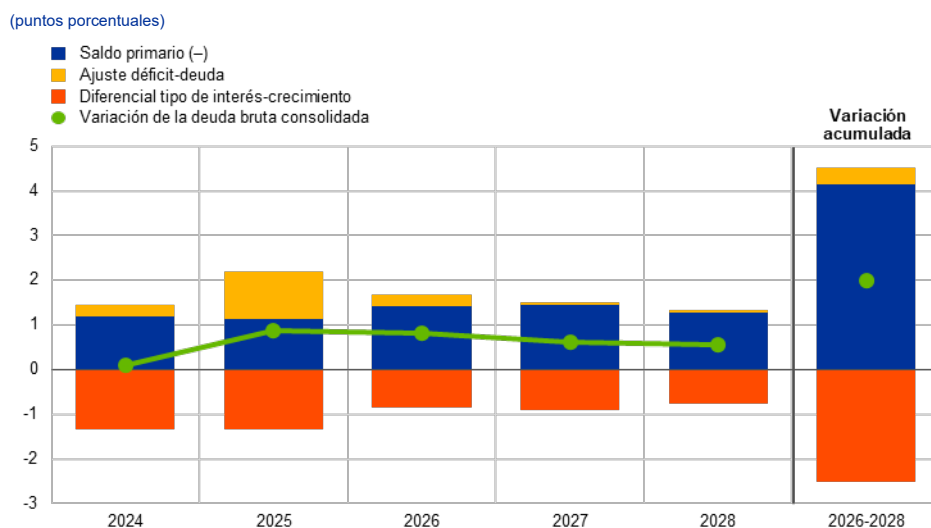
Se proyecta que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona aumente, en un contexto en el que los persistentes déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda compensan los favorables, aunque decrecientes, efectos de los diferenciales tipo de interés-crecimiento. En comparación con las proyecciones de

<sup>15</sup> La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo en relación con el PIB, excluidas las ayudas públicas al sector financiero. Como el aumento de los ingresos presupuestarios asociado a las subvenciones del NGEU procedentes del presupuesto de la UE no tiene un impacto contractivo en la demanda, el saldo primario ajustado de ciclo se ajusta para excluir esos ingresos. 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.

diciembre, la senda de la deuda pública se ha revisado al alza, debido a unos mayores déficits primarios acumulados y a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento algo menos favorables.

### Gráfico 26

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



Fuentes: Cálculos del BCE y proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026.

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

### Sigue siendo fundamental reforzar la economía de la zona del euro y al mismo tiempo mantener unas finanzas públicas saneadas.

En el entorno geopolítico actual, los Gobiernos deberían priorizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, las inversiones estratégicas y las reformas estructurales que favorezcan el crecimiento. Desplegar el pleno potencial del mercado único sigue siendo esencial. También es fundamental promover una mayor integración de los mercados de capitales con un calendario ambicioso para completar la unión de ahorros e inversiones y la unión bancaria, y adoptar rápidamente el Reglamento relativo a la instauración del euro digital. Las respuestas fiscales a la perturbación de los precios de la energía provocada por la guerra en Oriente Próximo deberían ser temporales, específicas y adaptadas a la situación. La actual crisis energética subraya la necesidad imperiosa de continuar reduciendo la dependencia de los combustibles fósiles.

# Recuadros

## 1 ¿Quién soporta los costes del aumento de los aranceles por parte de Estados Unidos?

Stefan Schaefer, Lisa Gerland y Marcel Tirpák

**Comprender el impacto de los aranceles sobre la inflación es una tarea compleja, ya que implica analizar sus efectos a lo largo del proceso de formación de precios, en concreto sobre los exportadores, distribuidores, productores y minoristas extranjeros.** En las distintas fases de este proceso de formación de precios, las empresas importadoras podrían responder a los anuncios de aranceles acumulando existencias antes de su aplicación efectiva, cambiando el origen de sus importaciones de países que soportan aranceles más elevados a países con aranceles más bajos (desviación del comercio) y ajustando el precio de sus productos para incorporar el impacto de los aranceles. Este análisis se complica aún más debido a la evolución de los tipos de cambio y las exenciones para las mercancías en tránsito en el momento de la aplicación de los aranceles. En este recuadro se estima el impacto de los aranceles impuestos recientemente por Estados Unidos sobre los precios que cargan los exportadores por los productos entregados a dicho país y se estudian las diferencias observadas hasta la fecha en el comportamiento de los precios de los exportadores en los distintos países y sectores. Se muestra que los costes de los aranceles están recayendo mayormente en las empresas y los consumidores estadounidenses y que las empresas extranjeras solo soportan el 5 % de dichos costes.

**Tras una serie de subidas de los aranceles impuestos por Estados Unidos, tanto los precios (netos de aranceles) como los volúmenes de los bienes importados han ido disminuyendo.** De enero a noviembre de 2025, el tipo arancelario efectivo legal anunciado aumentó significativamente, pasando del 3 % a más del 18 %<sup>1</sup>. La tasa de variación interanual de los precios de los bienes importados a Estados Unidos, medidos como valores unitarios netos de aranceles, ha sido ligeramente negativa desde abril. Las importaciones reales de bienes se han reducido de forma acusada. Sin embargo, la magnitud de los ajustes en los precios y las cantidades varía entre los principales socios comerciales, como China, Canadá, México y la UE, a los que se impusieron aranceles más elevados. Estas diferencias podrían reflejar variaciones en los tipos arancelarios y en su ámbito de

<sup>1</sup> Existe una diferencia entre el tipo arancelario efectivo legal y el real. El tipo arancelario efectivo legal se calcula sobre la base de los anuncios de aranceles y de una estructura comercial normalmente fija, mientras que el tipo arancelario real se deriva de los datos de aduanas y suele ser más bajo. Los indicadores de seguimiento de los aranceles de la Organización Mundial del Comercio señalan que el tipo arancelario efectivo legal sobre los bienes para Estados Unidos era del 18,2 % en noviembre de 2025, mientras que el tipo arancelario efectivo real sobre los bienes correspondiente al mismo mes era del 9,8 %. En el análisis económico, el tipo arancelario efectivo legal suele utilizarse como variable explicativa, ya que se considera que la fecha de aplicación es más relevante que los datos de los informes aduaneros, que a menudo contienen desfases en la información y un sesgo de endogeneidad debido a los cambios en los volúmenes comerciales provocados por los aranceles.

aplicación, cambios en la composición de las importaciones y dinámicas específicas en cada país.

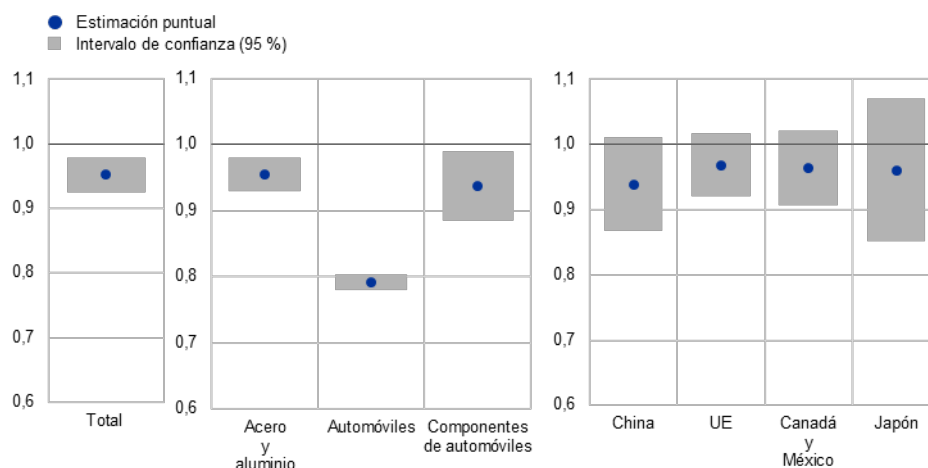
**Los exportadores de bienes a Estados Unidos están absorbiendo solo una pequeña parte del aumento de los costes relacionados con los aranceles.** En términos agregados, los valores unitarios de los bienes importados netos de aranceles muestran un coeficiente de transmisión medio de 0,95 (panel a del gráfico A)<sup>2</sup>. Esto significa que un incremento de los aranceles del 10 % solo implica una subida de los precios del 9,5 %. Por lo tanto, únicamente una pequeña parte de los aumentos arancelarios está siendo absorbida por los exportadores<sup>3</sup>. El coeficiente de transmisión es significativamente más bajo si se analizan sectores concretos<sup>4</sup>. Sin embargo, no se aprecian diferencias importantes en la transmisión estimada de los aranceles por parte de los principales socios comerciales.

### Gráfico A

Impacto de los aranceles sobre los valores unitarios y los volúmenes de los bienes importados

#### a) Valores unitarios de los bienes importados

(elasticidad; transmisión completa = 1)



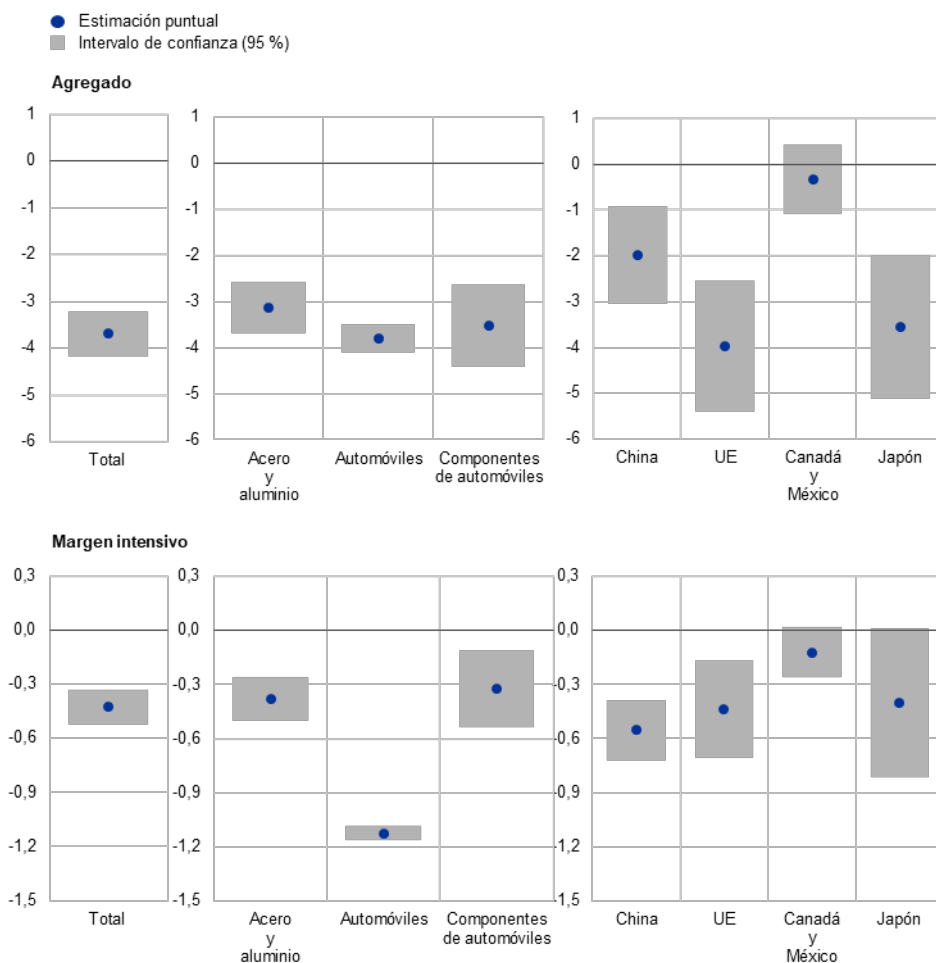
<sup>2</sup> Los efectos agregados se capturan a través de efectos fijos de tiempo, mientras que las características a nivel de producto se controlan incluyendo efectos fijos de producto siguiendo a Amity *et al.* (2019). El efecto arancelario se identifica mediante el movimiento común de la variable de precios dependiente en respuesta a las variaciones de los aranceles en todos los productos a lo largo del tiempo.

<sup>3</sup> Este resultado es, en general, coherente con la evidencia del período 2018-2019 documentada en Amity *et al.* (2019). También está en consonancia con las estimaciones disponibles para los aranceles actuales (Hinz *et al.*, 2026), lo que sugiere que Estados Unidos posee una influencia limitada en la relación real de intercambio sobre sus proveedores internacionales a corto plazo. Si bien Amity *et al.* (2026) señalan una transmisión arancelaria (elasticidad) similar de 0,94 para el período comprendido entre enero y agosto de 2025, consideran que descendió hasta 0,86 en noviembre.

<sup>4</sup> El acero y el aluminio, los automóviles y los componentes de automóviles fueron objeto de los primeros aranceles impuestos por la Administración estadounidense y tuvieron que afrontar tipos significativos que oscilaron entre el 25 % y el 50 %, con escasas exenciones.

## b) Volúmenes de los bienes importados

(elasticidad)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: Las estimaciones presentadas se basan en un análisis de regresión de panel de los valores unitarios de importación de las categorías de productos del sistema armonizado (SA6) a nivel de seis dígitos, con arreglo a la metodología de Amiti *et al.* (2019). Datos estimados sobre una muestra de enero de 2024 a octubre de 2025. En la parte superior del panel b se presentan estimaciones de la elasticidad agregada (margen extensivo e intensivo) obtenidas de una regresión en la que las categorías de productos, incluidos los sujetos a aranceles más elevados, dejan de importarse a Estados Unidos. La parte inferior del panel b presenta estimaciones obtenidas de una regresión sobre las categorías de productos sujetos a aranceles que todavía se intercambian.

### El impacto estimado de los aranceles sobre las importaciones reales es

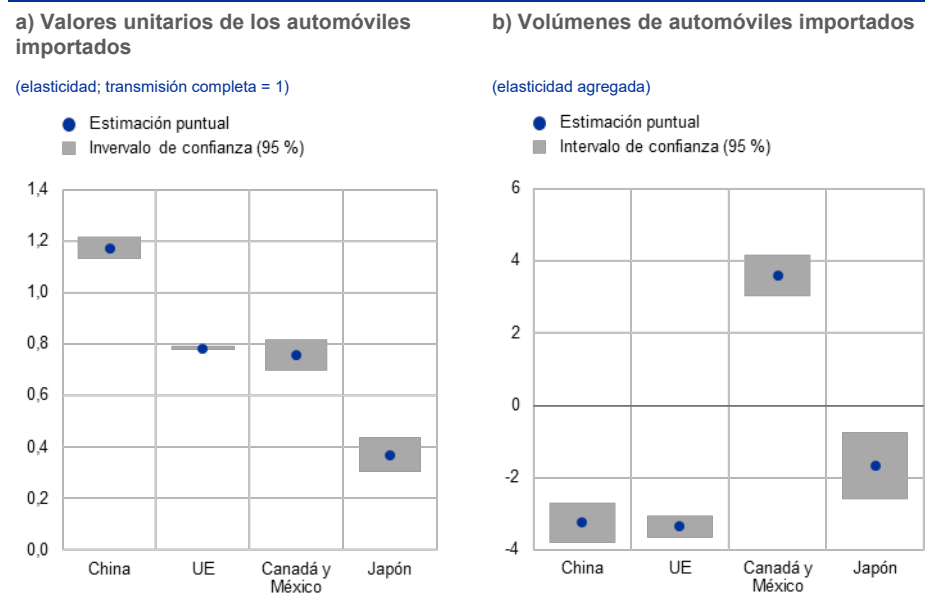
**considerable.** La elasticidad agregada estimada de las importaciones para todas las categorías de productos se sitúa en  $-3,7$ . Esto significa que un aumento de los aranceles del 10 % daría lugar a una disminución de las importaciones reales del 37 %. En cambio, si el análisis se centra únicamente en las categorías de productos sujetos a aranceles que todavía se intercambian, el coeficiente estimado desciende notablemente, aunque sigue siendo relevante desde el punto de vista económico en un nivel de  $-0,43$ . Por consiguiente, un incremento de los aranceles del 10 % provocaría una reducción de las importaciones reales del 4,3 %. Esta diferencia en la elasticidad estimada de las importaciones reales sugiere que la disminución observada se asocia, en gran medida, a productos que dejan de intercambiarse en respuesta a los aranceles, lo que implica que se ajustan a través del margen extensivo (gráfico superior del panel b del gráfico A). Sin embargo, los volúmenes también se reducen notablemente en el caso de los productos que aún se

intercambian con aranceles (ajuste comercial a través del margen intensivo; gráfico inferior del panel b del gráfico A).

**Si se observa específicamente el sector del automóvil, el análisis pone de relieve que los aranceles generaron cambios significativos en las estructuras comerciales, en particular en las cadenas de suministro regionales.** En el sector del automóvil, los resultados apuntan a una clara desvinculación de Estados Unidos con respecto a China y la UE en favor de Canadá y México (gráfico B). El aumento de las importaciones de automóviles procedentes de estos dos últimos países refleja un fortalecimiento de las relaciones comerciales existentes<sup>5</sup>. Esto contrasta notablemente con los resultados de la UE y Japón, que registraron una contracción del valor unitario de los automóviles exportados y una fuerte disminución del volumen de productos sujetos a aranceles que continúan exportándose a Estados Unidos<sup>6</sup>.

### Gráfico B

Impacto de los aranceles sobre los valores unitarios y los volúmenes de automóviles importados a Estados Unidos



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: La estimaciones presentadas se basan en un análisis de regresión de panel de los valores unitarios de importación de las categorías de productos del sistema armonizado (SA6) a nivel de seis dígitos, con arreglo a la metodología de Amiti *et al.* (2019). Datos estimados sobre una muestra de enero de 2024 a octubre de 2025.

**Aunque los aranceles están reconfigurando la geografía de las relaciones comerciales con Estados Unidos, sus costes están recayendo principalmente en los importadores y los consumidores del país.** Se llega a la conclusión de que los costes asociados a las subidas arancelarias se trasladan a lo largo del proceso de formación de precios, y los consumidores soportan actualmente

<sup>5</sup> El redireccionamiento de las exportaciones de automóviles de China a través de estos países puede haber contribuido a estos cambios, aunque los análisis recientes sugieren que las exportaciones chinas pueden haberse desviado a través de los países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático. Para más información, véase Le Roux y Spital (2026).

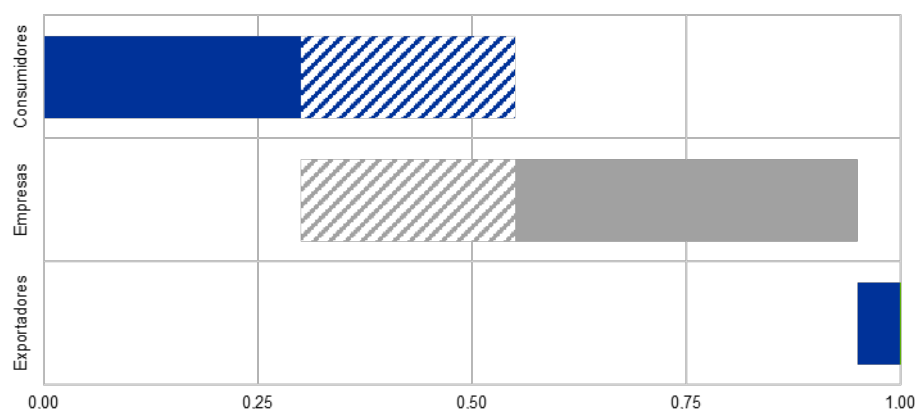
<sup>6</sup> La elasticidad estimada sobre el volumen comercial en el margen intensivo es de 0,84 para Canadá y México y de -1,26 para la UE.

alrededor de una tercera parte de la carga arancelaria (gráfico C). Y si se prevé que los aumentos de los aranceles se mantengan durante un período más prolongado, la evidencia disponible procedente de encuestas a empresas estadounidenses sugiere que estas trasladarán a los consumidores una proporción mayor de los costes relacionados con los aranceles. A más largo plazo, esta proporción podría incrementarse a más de la mitad en tanto en cuanto las empresas estadounidenses agoten su capacidad para absorber costes. Además, si la medida en la que los exportadores absorben los aranceles continúa teniendo un alcance limitado, como se ha señalado, las empresas de Estados Unidos absorberían alrededor del 40 % del aumento de los costes arancelarios a más largo plazo.

### Gráfico C

Distribución de los costes derivados de los aranceles a lo largo del proceso de formación de precios

(coeficientes estimados)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra cómo se distribuyen los costes arancelarios a lo largo del proceso de formación de precios sobre la base de análisis empíricos con datos disponibles hasta agosto de 2025 (azul oscuro). Las barras grises representan atribuciones residuales, y las secciones con rayas diagonales indican los resultados de las encuestas de Andrade *et al.* (2025), que sugieren que la transmisión de los aranceles a los consumidores aumenta hasta 0,55 cuando se mantienen en horizontes temporales más largos. La cifra correspondiente a los consumidores se obtiene a partir de una regresión de panel de aranceles sobre los componentes del gasto en consumo personal, mientras que la cifra correspondiente a los exportadores se basa en un análisis de regresión de panel de los valores unitarios de importación de las categorías de productos del sistema armonizado (SA6) a nivel de seis dígitos, con arreglo a la metodología de Amiti *et al.* (2019). «Empresas» se refiere a distribuidores, productores y minoristas.

### Bibliografía

- M. Amiti, S. J. Redding y D. E. Weinstein (2019), «[The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n.º 4, pp. 187-210.
- M. Amiti, C. Flanagan, S. Heise y D. E. Weinstein (2026), «[Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?](#)», *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 12 de febrero.
- P. Andrade, A. M. Dietrich, J. Leer, X. Lin, R. S. Schoenle, J. Tang y E. Zakrajšek (2025), «[Who Will Pay for Tariffs? Businesses' Expectations about Costs and Prices](#)», *Current Policy Perspectives*, n.º 25-13, Federal Reserve Bank of Boston, 29 de septiembre.

J. Hinz, A. Lohmann, H. Mahlkow y A. Vorwig (2026), «[America's Own Goal: Who Pays the Tariffs?](#)», *Kiel Policy Brief*, n.º 201, Kiel Institute for the World Economy.

J. Le Roux y T. Spital (2026), «[Redireccionamiento del comercio mundial: análisis del papel del desvío de flujos comerciales asociado a los aranceles estadounidenses en la evolución de las exportaciones chinas](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

## 2 Aprovechamiento del potencial del comercio: los beneficios de la mejora de los pagos transfronterizos

Massimo Ferrari Minesso, Laura Lebastard y Olga Triay Bagur

**El comercio internacional no sería posible sin los pagos transfronterizos.** Los sistemas de pago constituyen la espina dorsal de las infraestructuras financieras, los «vasos sanguíneos» esenciales que posibilitan el funcionamiento de las economías modernas al permitir la compensación y la liquidación de las transacciones internacionales. El objetivo de este recuadro es evaluar los beneficios económicos de las innovaciones tecnológicas en los pagos transfronterizos considerando el caso de la interconexión de los sistemas de pagos inmediatos entre países.

**Muchos de los pagos transfronterizos existentes siguen siendo lentos y caros.**

La mayoría de los pagos internacionales dependen de bancos corresponsales, una red global que procesa transacciones transfronterizas para entidades de crédito locales que carecen de cuentas en el extranjero<sup>1</sup>. A menudo, los pagos se realizan a través de varios intermediarios, por lo que son lentos y costosos, como consecuencia de las comisiones, las conversiones de divisas y las fricciones operativas en los distintos países. Por ejemplo, en casi un tercio de los pagos transfronterizos, los costes superan el 3 % del importe de la transacción, y, en promedio, solo el 40 % de las operaciones internacionales entre empresas se liquidan en el plazo de un día hábil (gráfico A)<sup>2</sup>. Además, los servicios de corresponsalía bancaria prestados a escala mundial se han reducido un 20 % con respecto a los de mediados de la década de 2000, lo que ha aumentado el coste de enviar dinero de un país a otro y, en algunos casos, ha producido una desintermediación completa de determinados corredores de pagos (conexiones de pagos estables entre pares de países)<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Véase Rice *et al.* (2020).

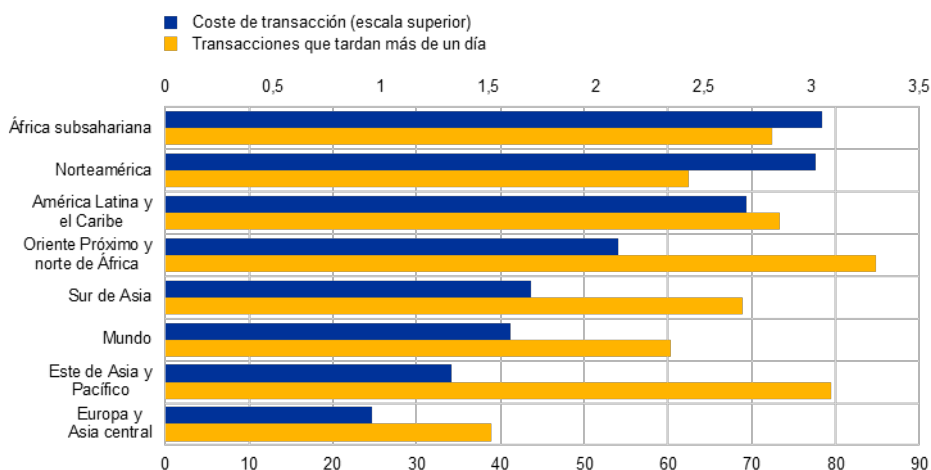
<sup>2</sup> Véase Financial Stability Board (2025).

<sup>3</sup> El retroceso de la actividad de corresponsalía bancaria ha sido la consecuencia de una combinación de factores, entre ellos la subida de los costes de cumplimiento, los riesgos geopolíticos y el incremento de los gastos operativos. En Rice *et al.* (2020) se aporta evidencia procedente de encuestas sobre la importancia de cada factor.

## Gráfico A

### Costes y velocidad de las transacciones transfronterizas, por región

(escala superior: porcentajes del valor de la transacción; escala inferior: porcentajes de transacciones, ponderadas por valor)



Fuentes: Financial Stability Board (Consejo de Estabilidad Financiera) (2025) y cálculos del BCE.

Notas: País ordenante del pago hecho al resto del mundo, transacciones entre empresas y entre empresas y particulares, por un importe de 20.000 USD. Europa y Asia central incluyen los Estados miembros de la UE, Albania, Armenia, Azerbaiyán, Bielorrusia, Bosnia y Herzegovina, Georgia, Islandia, Kazajistán, Kosovo, la República de Kirguistán, Moldavia, Montenegro, Macedonia del Norte, Noruega, Rusia, Serbia, Suiza, Tayikistán, Turquía, Turkmenistán, Ucrania, Reino Unido y Uzbekistán. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2025.

### La interconexión de los sistemas nacionales de pagos inmediatos puede mejorar los pagos transfronterizos.

Las nuevas tecnologías han dado lugar al desarrollo de una nueva generación de sistemas de pago «inmediatos», capaces de liquidar operaciones minoristas en tiempo real y a un coste mínimo. Más de 80 países han implantado un sistema nacional de pagos inmediatos —como el servicio de liquidación de pagos inmediatos de TARGET (TIPS, por sus siglas en inglés) del Eurosistema, el FedNow de la Reserva Federal, el sistema PIX de Brasil y el Unified Payments Interface (UPI) de la India—, mientras que muchos más están en fase de desarrollo<sup>4</sup>. La interconexión de estos sistemas podría reducir los costes, aumentar la velocidad de los pagos transfronterizos y fomentar la transparencia; de hecho, esta es una de las prioridades identificadas en la hoja de ruta del G-20 para mejorar los pagos transfronterizos<sup>5</sup>. Si los sistemas de pago están conectados, las entidades de crédito de dos jurisdicciones pueden intercambiar fondos utilizando sus respectivos sistemas nacionales<sup>6</sup>. De este modo se evita tener que recurrir a varias etapas de correspondencia bancaria que repliquen los procesos y multipliquen los costes, lo que beneficiaría en particular a las regiones excluidas de los servicios de correspondencia bancaria o con escaso acceso a los mismos.

### A escala mundial, ya existen alrededor de 500 conexiones entre sistemas de pagos inmediatos y se están desarrollando más. TIPS proporciona la

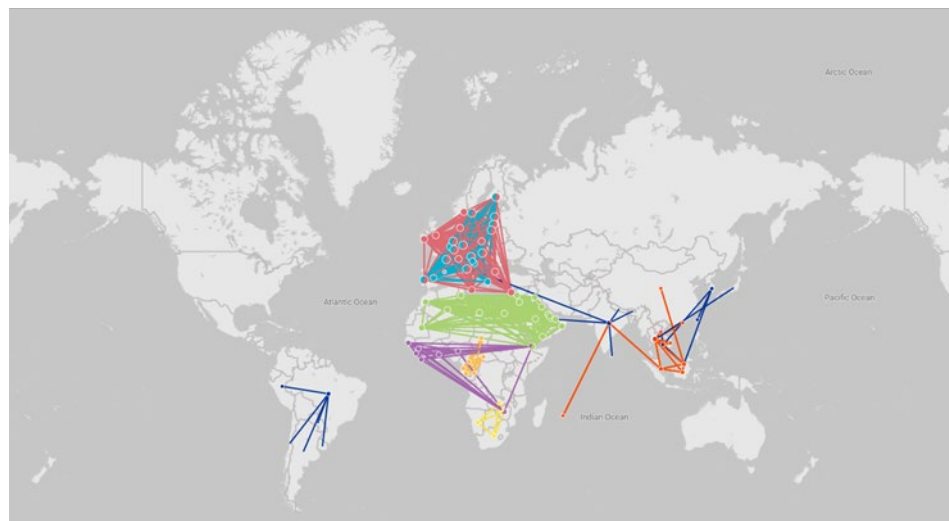
<sup>4</sup> Véase ACI Worldwide (2024).

<sup>5</sup> Véase Financial Stability Board (2025).

<sup>6</sup> La interconexión puede lograrse conectando dos sistemas de pago directamente a través de una infraestructura compartida o creando un *hub* que permita la conexión de múltiples sistemas. Las decisiones de establecer la interconexión pueden verse influidas por factores tales como los beneficios esperados para el comercio, el uso para remesas, la gobernanza, las preferencias tecnológicas, las perspectivas de recuperación de costes y consideraciones geopolíticas. Para información más detallada, véase Ferrari Minesso *et al.* (2025).

interconexión de los pagos en los países de la zona del euro, Dinamarca y Suecia, y también se han desarrollado sistemas de pagos inmediatos interconectados en África, Asia y Sudamérica (figura A)<sup>7</sup>. Estos mecanismos transfronterizos varían en gran medida: algunos solo permiten gestionar los pagos minoristas, mientras que otros incluyen la liquidación mayorista. Primero aparecieron las plataformas regionales multilaterales, mientras que las conexiones bilaterales se desarrollaron posteriormente y siguen siendo limitadas<sup>8</sup>. Sin embargo, en conjunto, los sistemas de pago continúan estando fragmentados y las principales economías dependen aún de la banca corresponsal. En consonancia con la hoja de ruta del G-20, y para reforzar los pagos transfronterizos y reducir los riesgos de fragmentación, el Eurosistema está trabajando en nuevas interconexiones (con el sistema UPI de la India) y estudiando las posibles ventajas de vincularse con el sistema nacional de pagos inmediatos de Suiza y con Nexus Global Payments (NGP, por sus siglas en inglés)<sup>9</sup>. Estas iniciativas van dirigidas a mejorar los pagos transfronterizos a escala mundial y a reducir los riesgos de fragmentación de los mercados.

**Figura A**  
Conexiones transfronterizas entre sistemas de pagos inmediatos



Fuente: Ferrari Minesso *et al.* (2025).

Notas: La figura presenta las conexiones transfronterizas entre sistemas de pagos inmediatos en 2024. Se muestran las conexiones bilaterales (desglosadas entre unidireccionales y bidireccionales, dependiendo de las monedas utilizadas para originar un pago a través de la conexión) y las conexiones multilaterales (representadas también como conexiones bilaterales entre pares de países, pero con distintos colores en función de la plataforma regional).

**La evidencia econométrica sugiere que la interconexión de los sistemas de pagos inmediatos aumenta el comercio en torno a un 4 %.** Los costes de

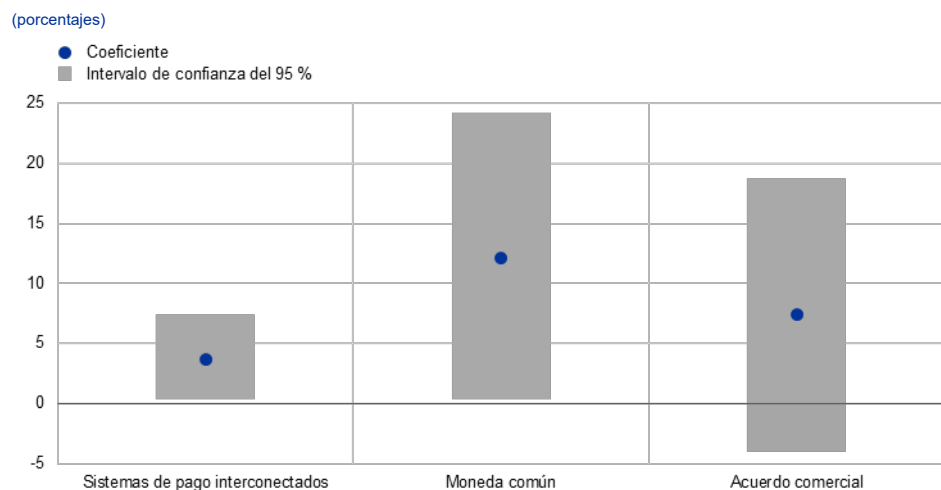
<sup>7</sup> Actualmente, TIPS da servicio a 23 países con tres monedas (el euro, la corona danesa y la corona sueca) y se está preparando la incorporación de más.

<sup>8</sup> Véase Ferrari Minesso *et al.* (2025).

<sup>9</sup> NGP conecta los sistemas de pagos inmediatos de India, Malasia, Filipinas, Singapur y Tailandia.

comercio tipo «iceberg» dependen en parte de la eficiencia de las operaciones financieras<sup>10</sup>. La interconexión debería reducir esos costes y, en consecuencia, mejorar los flujos comerciales bilaterales. La inclusión de la interconexión en un marco de análisis de gravedad sugiere que la conexión de los sistemas de pagos inmediatos tiene un impacto positivo y económicamente significativo en el comercio bilateral, incluso después de tener en cuenta la posible endogeneidad<sup>11</sup>. El efecto medio estimado (alrededor del 4 %) equivale a aproximadamente la mitad del impulso al comercio derivado del establecimiento de un acuerdo comercial formal y a una cuarta parte del impacto de la creación de un área monetaria común (gráfico B). Es importante señalar que esta estimación no se basa en estudios de casos concretos, sino que es un promedio de los efectos de todas las iniciativas de interconexión, incluidas las promovidas por países que ya están bien conectados por la banca mundial (como la zona del euro o el sudeste asiático). Esto pone de relieve los beneficios específicos para el comercio que se derivan de la interconexión de los sistemas de pago, incluso cuando los países ya tienen acceso a los mercados internacionales a través de bancos corresponsales.

**Gráfico B**  
Determinantes de las exportaciones bilaterales



Fuentes: Ferrari Minesso *et al.* (2026) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las estimaciones de un modelo de gravedad en el que se controla por la posible endogeneidad utilizando el método de Carlson y Joshi (2024). La regresión se especifica como  $\ln Exportación_{i,j,t} = \alpha_{i,t} + \alpha_{j,t} + \alpha_{i,j} + \beta_1 Sistema\ de\ pago\ interconectado + \beta_2 Moneda\ común_{i,j,t} + \beta_3 Acuerdo\ comercial_{i,j,t} + \beta_4 Distancia\ geopolítica_{i,j,t} + \Gamma' X_{i,j,t} + \epsilon_{i,j,t}$ . *Sistema de pago interconectado* es una variable ficticia (*dummy*) igual a uno si los sistemas de pagos inmediatos de los países *i* y *j* están conectados en un momento del tiempo *t*.  $X_{i,j,t}$  incluye la inversa de la ratio de Mills que mide el valor esperado del término de error condicionado a la selección. El conjunto de datos de interconexión abarca 84 países y 531 conexiones de pagos. El modelo se estima sobre la base de datos anuales del período comprendido entre 2021 y 2024.

**Los beneficios de la interconexión de los sistemas de pagos inmediatos son mayores en las regiones con elevados costes de pagos transfronterizos y en los sistemas que permiten la liquidación mayorista.** Centrándose en la

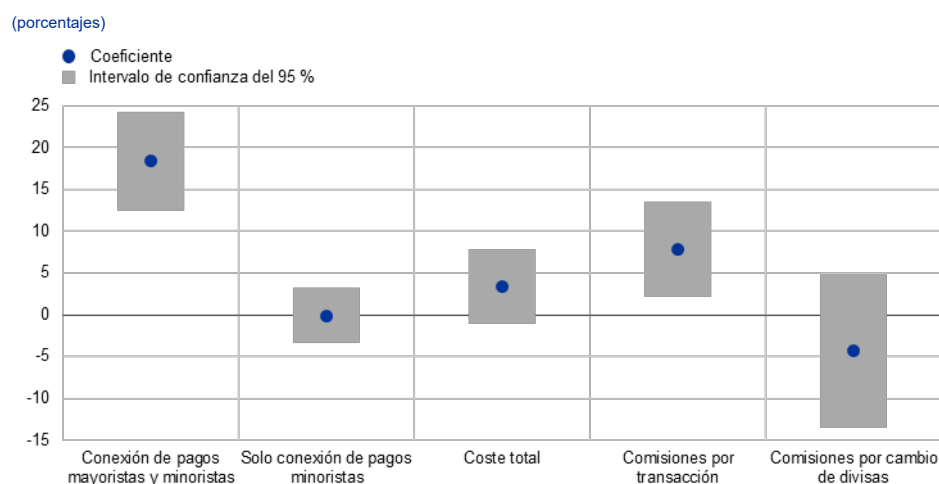
<sup>10</sup> Los costes tipo «iceberg» se refieren a un supuesto de modelización donde una fracción del bien intercambiado se pierde durante el envío, lo que representa el coste de transporte.

<sup>11</sup> Para tener en cuenta la posible endogeneidad de las conexiones de los sistemas de pago, se aplica el método de corrección del sesgo de Carlson y Joshi (2024), y los estándares de mensajería para pagos de los sistemas de pago nacionales se utilizan como instrumento. Este método controla formalmente por la posible endogeneidad de la interconexión modelizando su probabilidad en una regresión de primera etapa. Los resultados también se mantienen cuando se utilizan métodos semiparamétricos (véase Ferrari Minesso *et al.*, 2026).

heterogeneidad de los sistemas de pago, los resultados agregados vienen determinados por los sistemas de pago que permiten realizar pagos tanto al por mayor como al por menor (gráfico C). Los beneficios tienden a ser menores para los sistemas de pago que conectan únicamente a clientes minoristas. Esto tiene su origen en el hecho de que el comercio agregado está impulsado principalmente por las operaciones a gran escala de grandes empresas, que dan lugar a transferencias de pagos cuyo importe supera los límites de los sistemas de pagos minoristas. Además, la interconexión es más ventajosa en las regiones en las que los costes de los pagos transfronterizos son más altos, lo que sugiere que los beneficios se derivan principalmente de la reducción de las comisiones cobradas por las entidades de crédito. Este resultado es acorde con el hecho de que la interconexión de los sistemas de pagos inmediatos actúa como complemento o alternativa a métodos de pago más caros, reduciendo así los costes comerciales totales.

### Gráfico C

Efecto sobre las exportaciones, por tipo de sistema de pago y reducción de costes



Fuentes: Ferrari Minesso *et al.* (2026) y cálculos del BCE.

Notas: En el gráfico se presentan las estimaciones de una versión ampliada de la ecuación utilizada en el gráfico B. En las dos columnas de la izquierda, la variable ficticia (*dummy*) para la interconexión de los sistemas de pago se divide entre los sistemas que solo permiten la liquidación minorista y los que permiten la liquidación de pagos tanto al por menor como al por mayor. Las tres columnas de la derecha indican el coeficiente de interacción de la variable ficticia correspondiente a la interconexión y las medidas de los costes de los pagos transfronterizos entre empresas en la región del país de origen.

**Las iniciativas de interconexión pueden aportar beneficios que van más allá del funcionamiento de los mercados.** Las implicaciones de estos resultados para las políticas podrían ser sustanciales. En primer lugar, apoyan los esfuerzos internacionales que se están realizando en el marco de la hoja de ruta del G-20 para interconectar los sistemas de pago nacionales, lo que confirma que tales iniciativas proporcionan beneficios económicos tangibles más allá de sus objetivos de inclusión financiera. Es probable que estos beneficios sean mayores para los países con escaso acceso a las redes de pagos mundiales existentes y que, por lo tanto, están más excluidos del comercio internacional. Asimismo, estos resultados ponen de relieve la necesidad de una coordinación multilateral para garantizar la interoperabilidad de las normas técnicas y abordar los obstáculos de carácter jurídico y regulatorio (por ejemplo, las normas sobre la firmeza de la liquidación, la protección de los datos personales y la gestión del fraude) que siguen dificultando

que la liquidación transfronteriza se lleve a cabo sin problemas, facilitando así la interconexión.

## Bibliografía

ACI Worldwide (2024), «Prime Time for Real-Time».

A. Carlson y R. Joshi (2024), «Sample selection in linear panel data models with heterogeneous coefficients», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 39, n.º 2, marzo, pp. 237-255.

M. Ferrari Minesso, L. Lebastard y O. Triay Bagur (2026), «Interlinking payment systems and trade flows», *Working Paper Series*, n.º 3202, BCE.

M. Ferrari Minesso, A. Mehl, O. Triay Bagur e I. Vanteenkiste (2025), «[Geopolitics and Global Interlinking of Fast Payment Systems](#)», *CEPR Discussion Paper*, n.º 20105, Centre for Economic Policy Research, abril.

Financial Stability Board (2025), «[G20 Roadmap for Enhancing Cross-border Payments – Consolidated progress report for 2025](#)», octubre.

T. Rice, G. von Peter y C. Boar (2020), «[On the global retreat of correspondent banks](#)», *BIS Quarterly Review*, Banco de Pagos Internacionales, marzo.

### 3 Las no linealidades en los precios del petróleo: ¿qué condiciones son importantes?

Vlad Burian y Arthur Stalla-Bourdillon

**Los diferentes estados del mercado de petróleo pueden influir de forma significativa en la manera en que los precios del crudo responden a perturbaciones.**

En los últimos años, los precios del petróleo han reaccionado con intensidad cuando determinadas variables fundamentales (en adelante denominadas «variables de estado») alcanzan niveles extremos. Durante la pandemia de COVID-19, por ejemplo, es probable que el desplome de los precios del crudo asociado a la guerra de precios entre Rusia y Arabia Saudí se viera amplificado por los elevados niveles de los inventarios, que limitaron la capacidad de absorción del exceso de oferta. Un mecanismo de amplificación similar se observó en octubre de 2024, cuando el ataque de Irán a Israel sorprendió a los mercados. Los fondos de inversión, que históricamente asumen posiciones cortas, las deshicieron con rapidez, lo que agudizó la subida de precios<sup>1</sup>. La volatilidad de los precios del petróleo parece ser mayor cuando tres variables de estado —las posiciones de *managed money* (posiciones en derivados mantenidas por los fondos de inversión), los desequilibrios entre la oferta y la demanda (la diferencia entre la oferta y la demanda mundiales de petróleo) y los inventarios de la OCDE— se sitúan en niveles extremos (gráfico A)<sup>2</sup>.

---

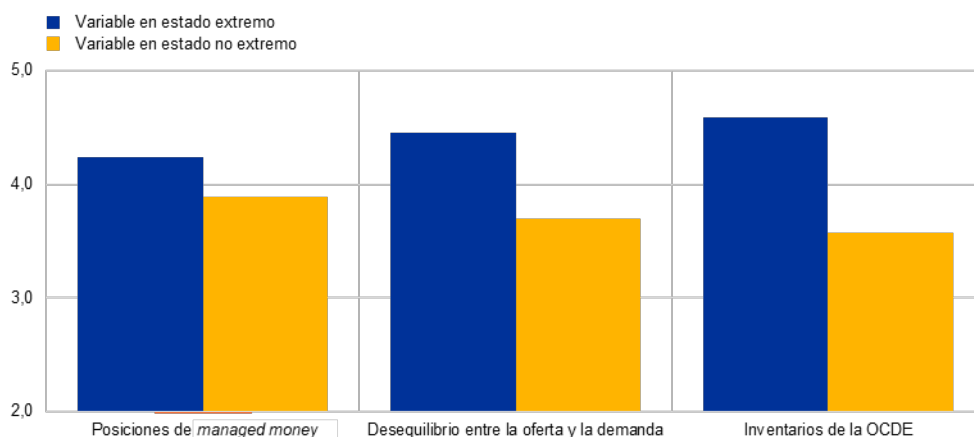
<sup>1</sup> Las posiciones cortas se refieren a exposiciones bajistas en derivados que se benefician de las disminuciones del precio del activo subyacente, mientras que las posiciones largas se benefician de las subidas de dicho precio.

<sup>2</sup> *Managed money* se refiere a los fondos de inversión que, en la clasificación de la CFTC, suelen considerarse la categoría más estrechamente relacionada con la dinámica percibida de los precios de la materia prima.

## Gráfico A

### Volatilidad de los precios del petróleo condicionada por los niveles de las variables de estado

(desviación típica)



Fuentes: Agencia Internacional de la Energía (AIE), Bloomberg, Commodity Futures Trading Commission (CFTC) y cálculos del BCE. Notas: «Desviación típica» se refiere a la desviación típica media de los precios del petróleo. Las diferencias en las desviaciones típicas entre estados son significativas al nivel del 10 % para cada variable. «Estado extremo» se refiere a los períodos en los que una variable se sitúa por encima del percentil 75 o por debajo del percentil 25 de su distribución histórica reciente (es decir, las últimas 52 semanas).

### A pesar de su relevancia para los inversores y los responsables de las políticas, las causas de estas no linealidades aún no se han analizado suficientemente.

Varios estudios han explorado esta cuestión, pero, en general, han analizado las no linealidades de forma aislada, centrándose en mecanismos individuales y sin que la variable de estado interactúe con el signo de la perturbación (véanse Chițu *et al.*, 2023, sobre los posicionamientos especulativos y el riesgo geopolítico, y Van Robays, 2016, sobre la incertidumbre macroeconómica). Para cubrir esta laguna, en este recuadro se estiman proyecciones locales no lineales basadas en las tres variables de estado mencionadas anteriormente y se evalúa la reacción de los precios a las perturbaciones de oferta de petróleo identificadas en Gazzani *et al.* (2024)<sup>3</sup>. Para ello, primero se analiza si las respuestas de los precios del petróleo se intensifican cuando estas variables alcanzan niveles extremos. A continuación se examinan las respuestas condicionadas tanto por el nivel de las variables de estado como por la dirección de la perturbación.

### En el caso de las posiciones mantenidas por los fondos de inversión, afloran no linealidades pronunciadas cuando el signo de la perturbación se alinea con las exposiciones anteriores de los inversores.

Para la primera variable —las posiciones de los fondos de inversión— las reacciones de los precios de hecho son más intensas cuando las posiciones son inusualmente elevadas o reducidas (panel a del gráfico B)<sup>4</sup>. Sin embargo, no está claro si esta amplificación ocurre porque coge desprevenidos a los inversores o porque las perturbaciones confirman

<sup>3</sup> Se estiman proyecciones locales en las que la rentabilidad de los precios del petróleo es la variable dependiente y las perturbaciones de oferta de crudo son los principales regresores. Estas perturbaciones se hacen interactuar con variables ficticias que capturan los estados extremos de las variables condicionantes y, en su caso, el signo de la perturbación. Todas las especificaciones se han estimado por separado para cada variable de estado. La muestra abarca el período comprendido entre junio de 2007 y agosto de 2025.

<sup>4</sup> No obstante, las diferencias no son estadísticamente significativas.

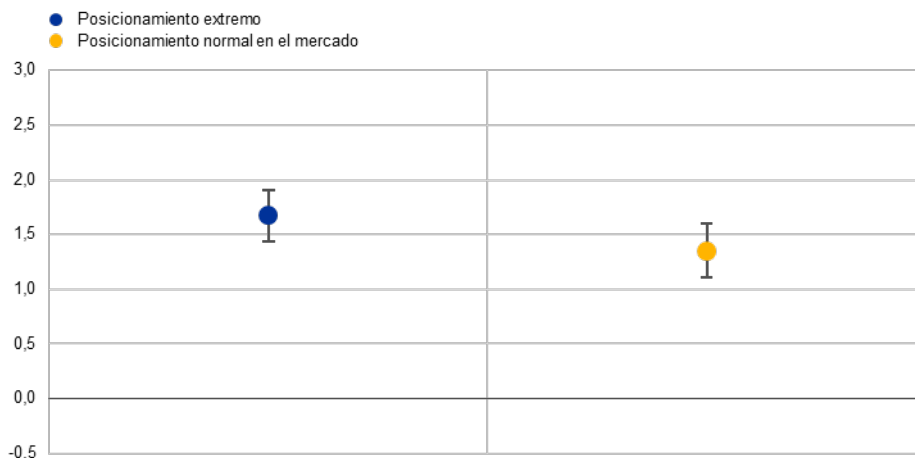
sus expectativas previas. Cuando las posiciones de los fondos de inversión ya son muy largas o muy cortas, las respuestas de los precios a perturbaciones que hacen, respectivamente, que los precios bajen o suban son, de hecho, limitadas (panel b del gráfico B). Esto sugiere que la fuerte reacción de los precios observada durante el episodio de los misiles iraníes de 2024 no se generaliza en todos los períodos. En cambio, los precios responden con fuerza cuando los inversores mantienen posiciones muy largas y se produce un incremento de los precios del crudo, o de forma simétrica, cuando adoptan posiciones muy cortas y los precios empiezan a bajar (panel c del gráfico B). Esto implica que el mecanismo dominante no es la rápida reversión de las posiciones, sino más bien la amplificación que se observa cuando las posiciones y las perturbaciones están alineadas, lo que apunta a una dinámica de retroalimentación en los mercados de petróleo.

### Gráfico B

Reacción de los precios del petróleo a perturbaciones de oferta de crudo condicionada por las posiciones de los fondos de inversión y el signo de la perturbación

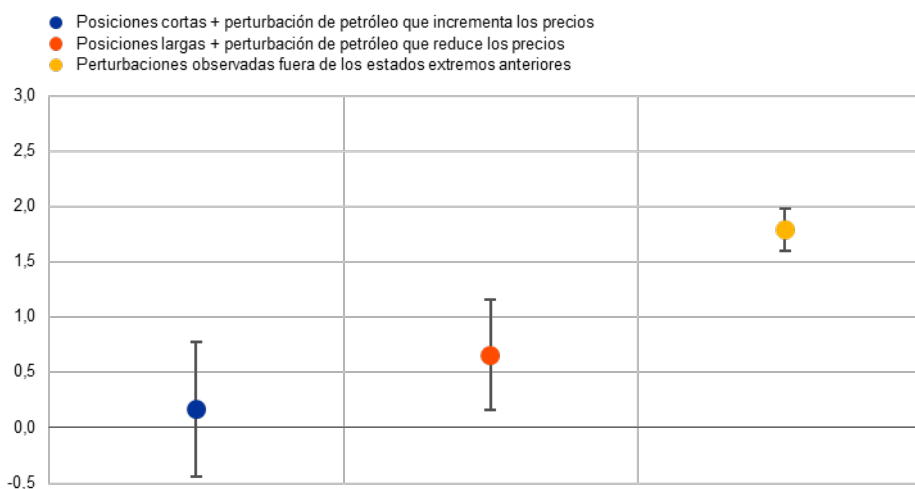
#### a) Reacción de los precios del petróleo con independencia del signo de la perturbación

(porcentajes)



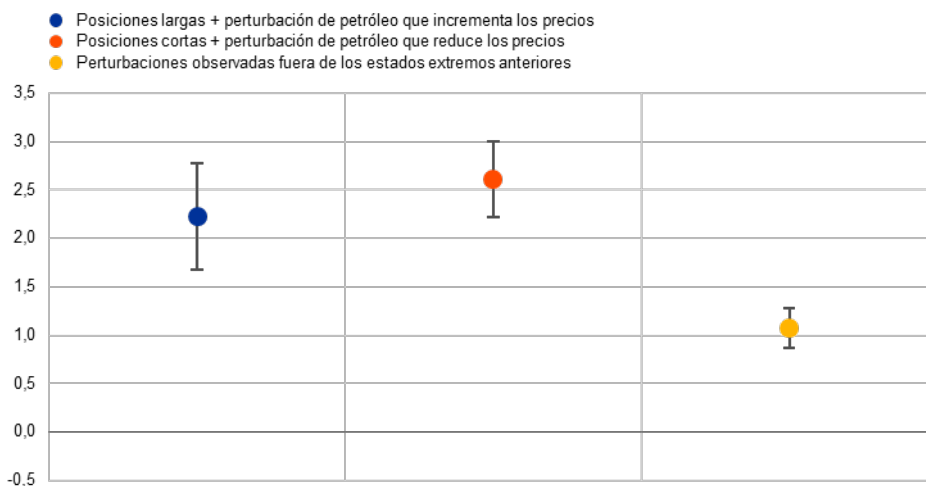
#### b) Reacción de los precios del petróleo cuando una perturbación los incrementa (reduce) y las posiciones son cortas (largas)

(porcentajes)



**c) Reacción de los precios del petróleo cuando una perturbación los incrementa (reduce) y las posiciones son largas (cortas)**

(porcentajes)



Fuentes: Bloomberg, CFTC y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la respuesta absoluta de los precios del petróleo a una perturbación de oferta de crudo (cuatro semanas después de su ocurrencia) basada en proyecciones locales no lineales. En un marco lineal, la misma perturbación provoca una subida de los precios del 1,5 %. Los estados extremos de los tres paneles corresponden a períodos en los que la variable de estado se sitúa por encima del percentil 75 o por debajo del percentil 25 de su distribución histórica reciente (últimas 52 semanas). Los puntos de color amarillo señalan las respuestas de los precios del petróleo observadas fuera de los estados extremos de cada panel. Por ejemplo, en el panel b, capturan las reacciones de los precios cuando las posiciones se sitúan en niveles normales o cuando son extremadamente cortas (largas) y la perturbación da lugar a una reducción (incremento) de los precios del petróleo. Las barras de error representan intervalos de confianza del 68 %.

**Los desequilibrios entre la oferta y la demanda, así como los inventarios, muestran efectos similares: cuando la oferta es abundante o los niveles de los inventarios son elevados, los mercados reaccionan con más intensidad a las bajadas de los precios del petróleo; cuando estos indicadores se sitúan en cotas reducidas, su respuesta a las subidas de los precios del crudo es más fuerte.** A primera vista, los desequilibrios entre la oferta y la demanda y los inventarios parecen exhibir patrones diferentes, ya que, al margen del signo de la perturbación, solo se producen respuestas desproporcionadas de los precios en niveles extremos en el caso de los inventarios (panel a de los gráficos C y D). Sin embargo, una vez más, no tener en cuenta el signo de la perturbación dificulta la identificación de los canales de transmisión subyacentes. Un examen más detenido pone en evidencia la existencia de un mecanismo coherente en ambas variables. Cuando se observa un elevado excedente de barriles —con independencia de que quede reflejado en abultados superávits de oferta o en altos niveles de inventarios— los mercados tienden a reaccionar con fuerza a perturbaciones que reducen los precios del petróleo (es decir, perturbaciones positivas de oferta de crudo), ya que incrementan aún más el superávit. Por el contrario, cuando la oferta es escasa o los niveles de los inventarios son bajos, los mercados responden con intensidad a las subidas de los precios de esta materia prima (panel b de los gráficos C y D). Los resultados son también intuitivos en la tercera configuración: por ejemplo, cuando se produce una perturbación de oferta positiva en un período de elevados niveles de inventarios, las respuestas de los precios son limitadas, ya que se espera que el

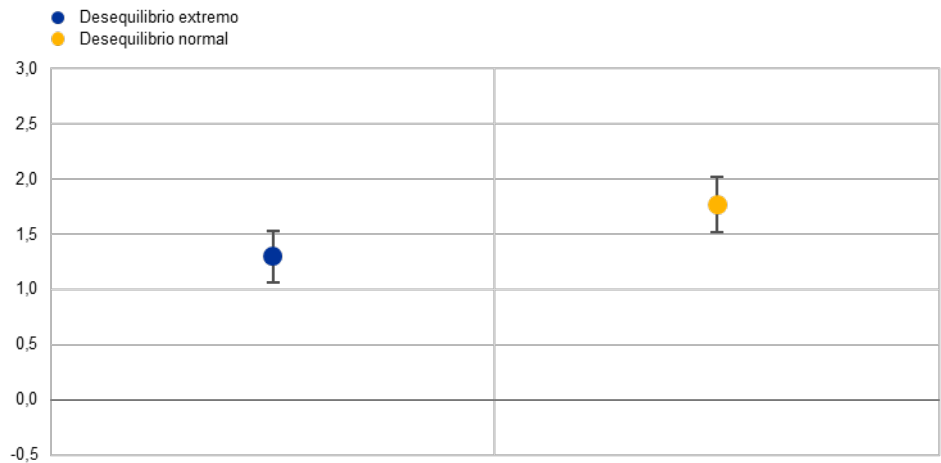
excedente de barriles contenga las presiones al alza (panel c de los gráficos C y D)<sup>5</sup>.

**Gráfico C**

Reacción de los precios del petróleo a perturbaciones de oferta de crudo condicionada por los desequilibrios entre la oferta y la demanda y el signo de la perturbación

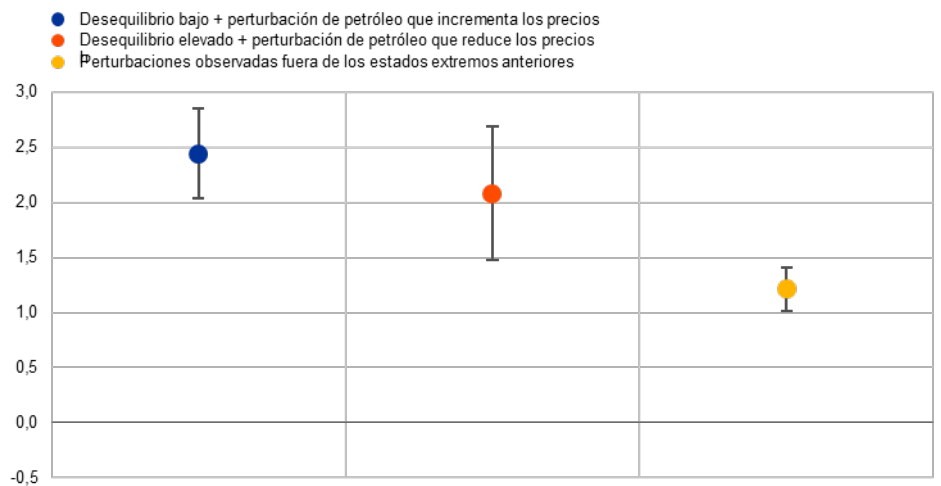
**a) Reacción de los precios del petróleo con independencia del signo de la perturbación**

(porcentajes)



**b) Reacción de los precios del petróleo cuando una perturbación los incrementa (reduce) y la oferta de petróleo es baja (elevada)**

(porcentajes)

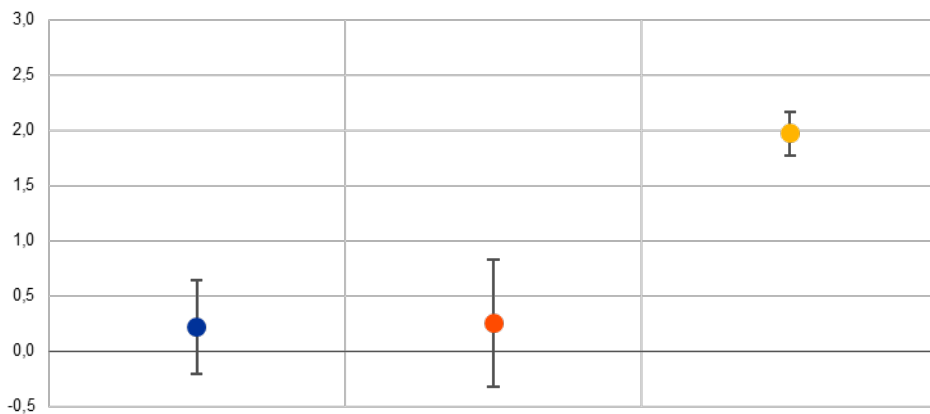


<sup>5</sup> El único resultado sorprendente es la reacción relativamente normal de los precios cuando los niveles de los inventarios alcanzan su capacidad máxima y se produce una perturbación que incrementa los precios del petróleo. Una posible explicación de este resultado es que los inventarios de la OCDE no reflejan plenamente los niveles de inventario a nivel mundial, por lo que es posible que algunas regiones aún estén insuficientemente abastecidas, lo que hace que los precios del petróleo sean sensibles a las presiones al alza.

**c) Reacción de los precios del petróleo cuando una perturbación los incrementa (reduce) y la oferta de petróleo es elevada (baja)**

(porcentajes)

- Desequilibrio elevado + perturbación de petróleo que incrementa los precios
- Desequilibrio bajo + perturbación de petróleo que reduce los precios
- Perturbaciones observadas fuera de los estados extremos anteriores



Fuentes: AIE y cálculos del BCE.

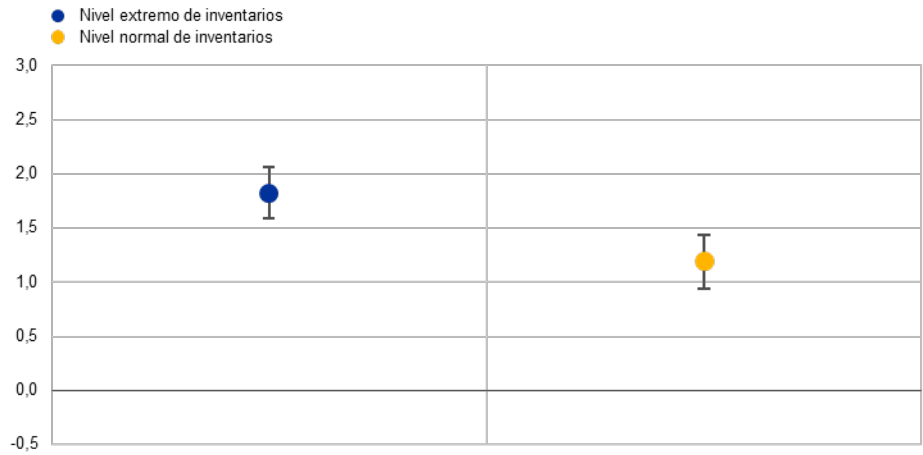
Notas: El gráfico muestra la respuesta absoluta de los precios del petróleo a una perturbación de oferta de crudo (cuatro semanas después de su ocurrencia) basada en proyecciones locales no lineales. En un marco lineal, la misma perturbación provoca una subida de los precios del 1,5 %. Los estados extremos de los tres paneles corresponden a períodos en los que la variable de estado se sitúa por encima del percentil 75 o por debajo del percentil 25 de su distribución histórica reciente (últimas 52 semanas). Los puntos de color amarillo señalan las respuestas de los precios del petróleo observadas fuera de los estados extremos de cada panel. Por ejemplo, en el panel b, recogen las reacciones de los precios cuando la oferta se encuentra en niveles normales o cuando la oferta es extremadamente baja (elevada) y la perturbación provoca una reducción (incremento) de los precios del petróleo. Las barras de error representan intervalos de confianza del 68 %.

### Gráfico D

Reacción de los precios del petróleo a perturbaciones de oferta de crudo condicionada por los inventarios y el signo de la perturbación

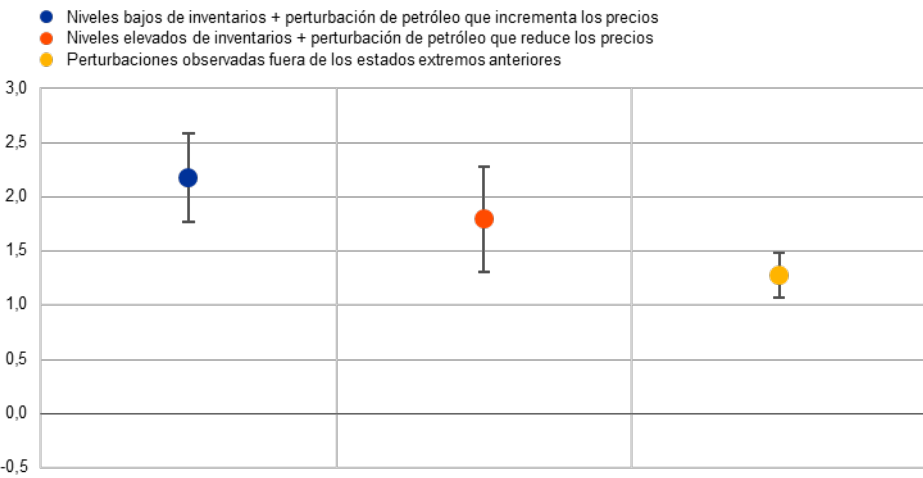
#### a) Reacción de los precios del petróleo con independencia del signo de la perturbación

(porcentajes)



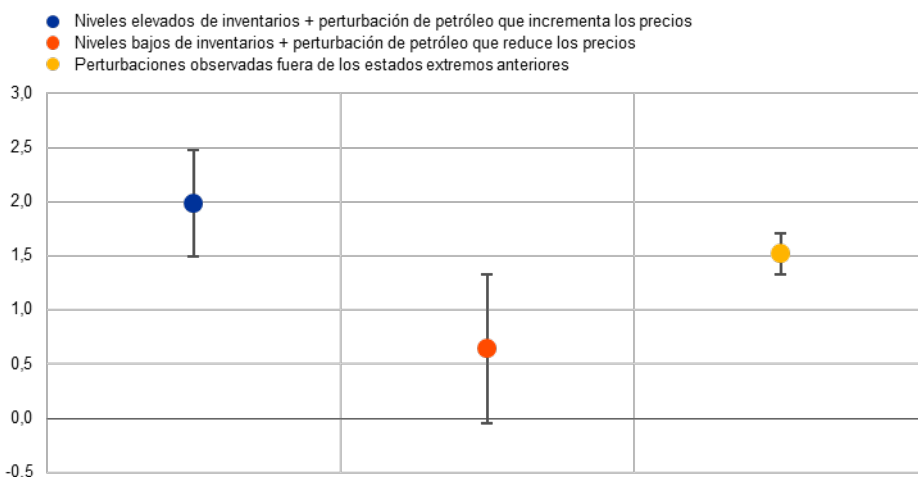
#### b) Reacción de los precios del petróleo cuando una perturbación los incrementa (reduce) y los niveles de los inventarios son bajos (elevados)

(porcentajes)



**c) Reacción de los precios del petróleo cuando una perturbación los incrementa (reduce) y los niveles de los inventarios son elevados (bajos)**

(porcentajes)



Fuentes: AIE, OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la respuesta absoluta de los precios del petróleo a una perturbación de oferta de crudo (cuatro semanas después de su ocurrencia) basada en proyecciones locales no lineales. En un marco lineal, la misma perturbación provoca una subida de los precios del 1,5 %. Los estados extremos de los tres paneles corresponden a períodos en los que la variable de estado se sitúa por encima del percentil 75 o por debajo del percentil 25 de su distribución histórica reciente (últimas 52 semanas). Los puntos de color amarillo señalan las respuestas de los precios del petróleo observadas fuera de los estados extremos de cada panel. Por ejemplo, en el panel b, recogen las reacciones de los precios cuando los inventarios se sitúan en niveles normales o extremadamente bajos (elevados) y la perturbación provoca una reducción (incremento) de los precios del petróleo. Las barras de error representan intervalos de confianza del 68 %.

**En general, las no linealidades determinan considerablemente la dinámica de los precios del petróleo, lo que podría casi duplicar las respuestas de los precios y tener consecuencias importantes para las evaluaciones de las políticas.** En conjunto, los riesgos al alza para los precios del crudo son más críticos cuando estos precios suben en épocas de niveles bajos de desequilibrios entre la oferta y la demanda y de posiciones especulativas muy largas. Por el contrario, los riesgos a la baja son más pronunciados cuando los precios del petróleo caen en un entorno de fuertes desequilibrios entre la oferta y la demanda y de posiciones cortas. Estos resultados subrayan la importancia de realizar un seguimiento de los diferentes estados del mercado de petróleo —en particular para realizar predicciones—, ya que estas evaluaciones pueden ayudar a calibrar el riesgo potencial de los movimientos futuros de los precios.

## Bibliografía

L. Chițu, M. Ferrari Minesso y A. S. Manu (2024), «Especulación en los precios del petróleo y del gas en épocas de riesgos geopolíticos», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

A. Gazzani, F. Venditti y G. Veronese (2024), «Oil price shocks in real time», *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, artículo 103547.

I. Van Robays (2016), «Macroeconomic uncertainty and oil price volatility», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 78, número 5, pp. 671-693.

## El impacto de la incertidumbre de política comercial en la actividad de la zona del euro

Alina Bobasu y Beatrice Pierluigi

### La incertidumbre de política comercial ha aumentado considerablemente en los últimos años, alcanzando niveles históricamente elevados durante 2025.

Inicialmente esa incertidumbre se intensificó durante el conflicto comercial entre Estados Unidos y China de 2018-2019, en la primera Administración Trump, y volvió a crecer en torno a las elecciones presidenciales estadounidenses de 2024 y al comienzo del segundo mandato de Trump, cuando la política comercial pasó a ocupar un lugar central en la agenda económica de Estados Unidos. Una serie de anuncios sobre la imposición de aranceles a principios de 2025 marcaron un cambio importante en dicha política que hizo que el indicador de incertidumbre correspondiente alcanzara niveles máximos, muy superiores a los observados durante la disputa arancelaria de 2018-2019 (gráfico A)<sup>1</sup>. Tras la tregua comercial entre Estados Unidos y China en mayo de 2025 y el acuerdo marco entre el país norteamericano y la UE de finales de julio de ese año, la incertidumbre disminuyó ligeramente, pero se mantuvo elevada en términos históricos. Esta persistencia lastró la actividad de la zona del euro en 2025 y sigue planteando riesgos, dada la profunda integración de la región en las redes comerciales globales. En la segunda mitad de 2025 y a principios de 2026, la reanudación de las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, unida a los acontecimientos relacionados con Groenlandia, demostraron que sigue siendo probable que se produzcan episodios adicionales de intensificación de la incertidumbre de política comercial. En este recuadro se describen los canales por los que la citada incertidumbre afecta a la actividad de la zona del euro, se estima su impacto hasta la fecha y se analizan los factores que han sostenido la capacidad de resistencia de la actividad económica pese al difícil entorno internacional.

---

<sup>1</sup> El índice de incertidumbre comercial utilizado aquí se basa en Caldara *et al.* (2020). Se construye haciendo un recuento de la frecuencia con la que aparecen muy próximas entre sí palabras clave relacionadas con el comercio y con la incertidumbre en siete periódicos importantes de Estados Unidos. Otros indicadores se basan en las presentaciones de resultados (*earning calls*) de las empresas y en la volatilidad de los tipos arancelarios. Además, un componente del índice más amplio de incertidumbre sobre las políticas económicas es el indicador de incertidumbre comercial elaborado por Baker *et al.* (2016). Otros indicadores de alta frecuencia relacionados, como el Bloomberg Economics Global Trade Policy Uncertainty Index, aplican técnicas de minería de textos a flujos de noticias. Para más información sobre indicadores de incertidumbre adicionales, véase Andersson *et al.* (2024).

## Gráfico A Incertidumbre de política comercial

(Índice)



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

Notas: El gráfico muestra el índice de incertidumbre comercial descrito en Caldara *et al.* (2020). Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026.

### La incertidumbre de política comercial afecta a la economía a través de diversos canales.

El impacto más directo es el que experimenta el comercio en sí mismo. Las amenazas de aranceles y otras barreras comerciales, así como las reversiones de las políticas, pueden perturbar los flujos comerciales y las cadenas de suministro mundiales, aumentando los costes y reduciendo la eficiencia. Estas perturbaciones son especialmente relevantes para la zona del euro, dado su elevado grado de apertura y el peso relativamente importante de los bienes de inversión en sus exportaciones. Además, episodios reiterados de intensificación de la incertidumbre de política comercial pueden provocar cambios estructurales a largo plazo, como la desviación de los flujos comerciales o la relocalización de las cadenas de suministro, lo que puede ejercer presiones adicionales sobre las empresas exportadoras de la zona del euro y su competitividad. Además de los efectos directos sobre el comercio, se observa un impacto más sutil pero igualmente significativo sobre la inversión. Como sucede con otras formas de elevada incertidumbre de política económica, la incertidumbre en torno a la política comercial induce a las empresas a adoptar una actitud de espera, lo que las lleva a posponer las decisiones de inversión, las actividades de contratación y los compromisos transfronterizos<sup>2</sup>. La evidencia procedente de los contactos del BCE con sociedades no financieras pone de relieve que la alta incertidumbre ha sido un factor clave que ha lastrado las perspectivas de inversión<sup>3</sup>. Una incertidumbre prolongada también puede provocar efectos más persistentes por el lado de la oferta, como un menor crecimiento de la productividad, al reducir o retrasar las empresas sus gastos de capital (Bloom, 2009; Boer y Rieth, 2024).

### El canal de la confianza amplifica en mayor medida el impacto económico de la incertidumbre.

La disminución de los flujos comerciales y de la inversión

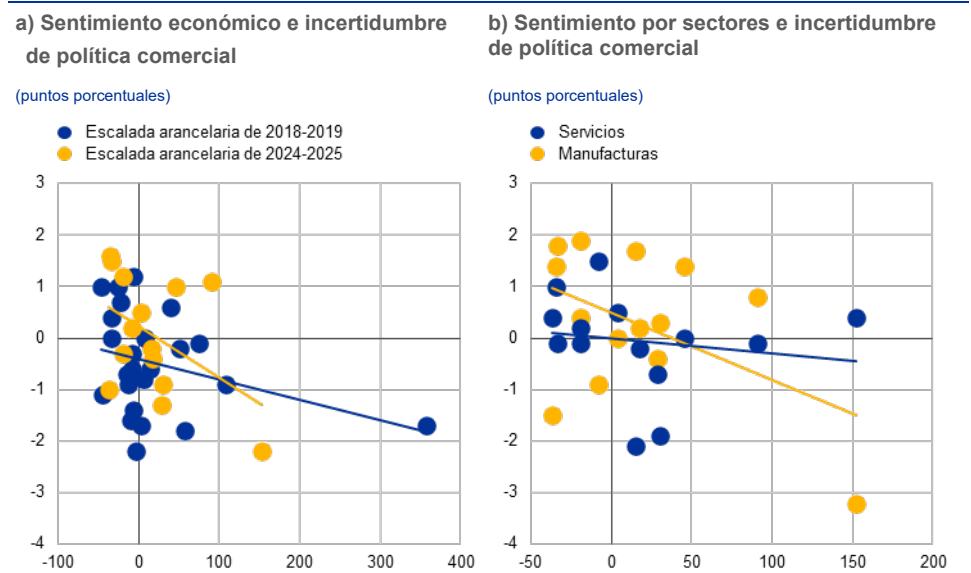
<sup>2</sup> Esa actitud de espera ha sido descrita por Baker *et al.* (2016), Handley y Limão (2017), y Caldara *et al.* (2020). El consumo de los hogares suele reaccionar en menor medida que la inversión, dado que en él predominan los servicios y que está más estrechamente vinculado a la incertidumbre relativa a las expectativas financieras de los hogares (Boer y Rieth, 2024).

<sup>3</sup> Véase Melemenidis *et al.* (2025).

provocada por un nivel de incertidumbre elevado reduce los ingresos y la rentabilidad de las empresas, lo que, a su vez, debilita el sentimiento económico general. En el panel a del gráfico B se representa este canal mostrando una correlación negativa entre el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea para la zona del euro y el índice de incertidumbre comercial de Caldara *et al.* (2020) durante los dos episodios de escaladas arancelarias registrados entre marzo de 2018 y diciembre de 2019 y entre octubre de 2024 y diciembre de 2025, respectivamente. El panel b muestra que esta relación negativa es más pronunciada en el sector manufacturero, que se vio directamente afectado por esas subidas arancelarias.

### Gráfico B

#### Sentimiento económico e incertidumbre de política comercial



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

Notas: El panel a muestra las líneas de regresión ajustadas de las variaciones mensuales del indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea para la zona del euro (eje de ordenadas) sobre las variaciones mensuales retardadas del índice de incertidumbre comercial (eje de abscisas) basado en Caldara *et al.* (2020). «Escalada arancelaria de 2018-2019» se refiere al período comprendido entre marzo de 2018 y diciembre de 2019, y «Escalada arancelaria de 2024-2025» al período comprendido entre octubre de 2024 y diciembre de 2025. El panel b muestra la correlación entre los indicadores de confianza económica por sectores y la incertidumbre de política comercial durante la escalada arancelaria de 2024-2025.

### El análisis basado en modelos sugiere que la elevada incertidumbre de política comercial lastró el producto interior bruto (PIB) real de la zona del euro en 2025 (gráfico C).

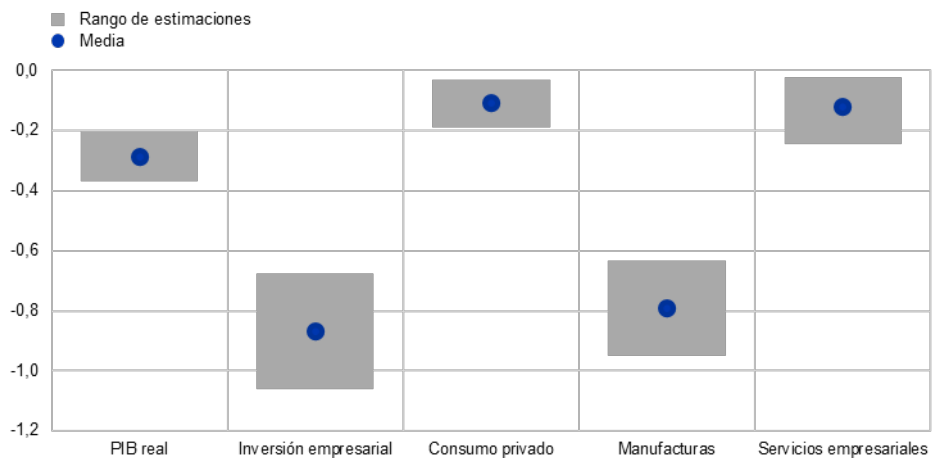
Para evaluar las implicaciones macroeconómicas de la intensificación de la incertidumbre en torno a esta política, se estimó un modelo de vectores autorregresivos bayesianos para la zona del euro para el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2025. El análisis se basa en dos indicadores de incertidumbre comercial. El primero es el mencionado índice basado en textos descrito en Caldara *et al.* (2020). Sin embargo, este indicador sin ajustar tiende a ser muy volátil y puede que no capte únicamente perturbaciones de incertidumbre, sino también cambios efectivos en las políticas y cambios en la atención mediática. Para abordar estas limitaciones, en el análisis se utiliza también un indicador ajustado desarrollado por Schröder (2025) que elimina la influencia de la atención de los medios de comunicación, los tipos arancelarios efectivos, las condiciones financieras y las presiones en las cadenas de suministro.

Se estimaron dos especificaciones de referencia. La primera incluye, sucesivamente, cada uno de los dos indicadores de incertidumbre comercial junto con el PIB real, indicadores de demanda interna (inversión empresarial y consumo privado), la inflación medida por el IAPC y el tipo de interés a corto plazo. La segunda sustituye los indicadores de demanda interna por componentes de valor añadido sectorial (manufacturas y servicios empresariales). Tomadas todas estas especificaciones en su conjunto, los resultados indican que la mayor incertidumbre de política comercial en 2025 se asocia a una disminución del crecimiento del PIB real de unos -0,3 puntos porcentuales, en promedio, con respecto a 2024 (gráfico C). Los efectos estimados varían con los distintos indicadores de incertidumbre<sup>4</sup>. Cabe destacar que el indicador sin ajustar implica generalmente un impacto mayor que el indicador ajustado, ya que su volatilidad y repuntes pronunciados amplifican las perturbaciones estimadas. En cuanto a los indicadores de demanda interna, el impacto estimado sobre la inversión empresarial es aproximadamente tres veces superior al estimado sobre el consumo privado. De forma similar, los modelos sectoriales también apuntan a efectos más intensos en las manufacturas que en los servicios empresariales.

### Gráfico C

Impacto de la incertidumbre de política comercial en la actividad económica real de la zona del euro en 2025

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Caldara *et al.* (2020), Schröder (2025) y cálculos del BCE.

Notas: Las estimaciones se basan en el índice de incertidumbre comercial sin ajustar descrito en Caldara *et al.* (2019) y en los indicadores ajustados de incertidumbre comercial recogidos en Schröder (2025). Para identificar el impacto se siguen dos enfoques —la descomposición de Cholesky, y restricciones cero y de signo— que se aplican a cada indicador de incertidumbre por separado. Los modelos incluyen el PIB real, la inversión empresarial real, el consumo privado real, la inflación medida por el IAPC y el tipo de interés a corto plazo; en una especificación alternativa se incluyen también los precios de las acciones. En los modelos sectoriales, la inversión empresarial y el consumo privado se sustituyen por el valor añadido bruto de las manufacturas y de los servicios empresariales, respectivamente, mientras que las demás variables se mantienen sin cambios. Los modelos se estiman para el período comprendido entre el primer trimestre de 1999 y el cuarto trimestre de 2025. Las estimaciones se escalan a la magnitud de la perturbación de incertidumbre de política comercial observada entre el primer y el cuarto trimestre de 2025, y representan el impacto sobre las tasas de crecimiento. Los puntos azules muestran los efectos medios en las distintas especificaciones de los modelos. Los servicios empresariales se aproximan por la suma de los siguientes sectores: información y comunicaciones; actividades financieras y de seguros, y actividades profesionales, científicas y técnicas. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025.

### Pese a que la intensificación de la incertidumbre de política comercial lastró el crecimiento, el PIB real de la zona del euro mostró una capacidad de

<sup>4</sup> Los efectos son robustos a los distintos métodos utilizados para identificar la perturbación de incertidumbre.

**resistencia mayor de lo esperado en 2025.** Aunque en las proyecciones de marzo de 2025 el crecimiento del PIB real estimado era del 0,9 %, finalmente este se situó en el 1,5 %. Varios factores compensatorios contribuyeron a mitigar el impacto negativo de la incertidumbre de política comercial. En primer lugar, las empresas ajustaron su producción y sus exportaciones en previsión de las subidas arancelarias, lo que se tradujo en la práctica en un adelanto de la actividad económica<sup>5</sup>. En segundo lugar, la normalización de la política monetaria propició unas condiciones favorables para el crecimiento, respaldadas por la solidez general de los balances del sector privado. En tercer lugar, las medidas fiscales adoptadas —como la implementación del programa Next Generation EU, el aumento del gasto en defensa y el apoyo fiscal focalizado— contribuyeron a sostener la actividad económica.

## Bibliografía

- M. Andersson, A. Bobasu y R. A. De Santis (2024), «¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis (2016), «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, n.º 4, noviembre, pp. 1593-1636.
- N. Battistini y J. Gareis (2025), «Las manufacturas frente a los servicios: cómo el adelanto de compras y la incertidumbre han determinado la evolución reciente», *Boletín Económico*, número 6, BCE.
- N. Bloom (2009), «The Impact of Uncertainty Shocks», *Econometrica*, vol. 77, n.º 3, mayo, pp. 623-685.
- L. Boer y M. Rieth (2024), «The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty», *IMF Working Papers*, n.º 24/13, enero.
- D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino y A. Raffo (2019), «Does trade policy uncertainty affect global economic activity?», *FEDS Note*, septiembre.
- 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.
- K. Handley y N. Limão (2017), «Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States», *American Economic Review*, vol. 107, n.º 9, septiembre, pp. 2731-2783.
- A. Melemenidis, R. Morris y M. Roma (2025), «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

---

<sup>5</sup> Véase Battistini y Gareis (2025).

M. Schröder (2025), «[Del texto a las complicaciones: hacia una mejor comprensión de los límites de los indicadores de incertidumbre comercial basados en análisis de texto](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

## Del ladrillo a los clics: evaluación de la inversión digital en la zona del euro

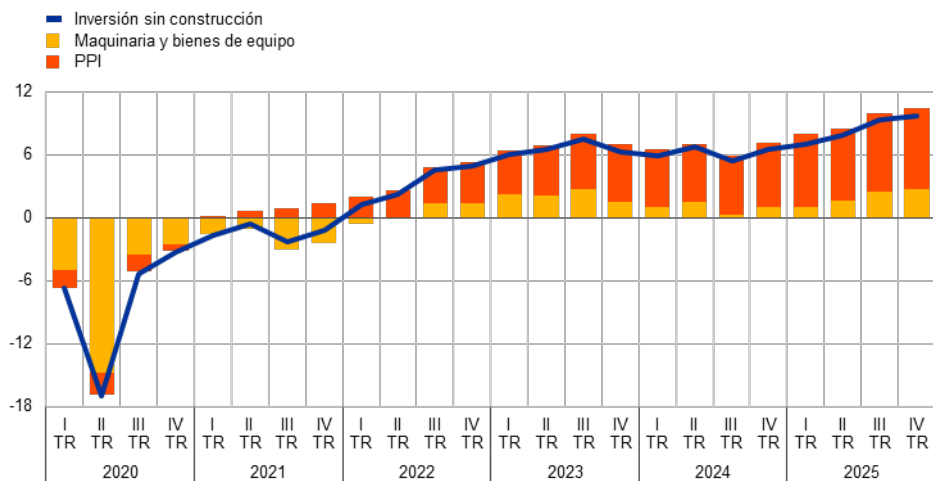
Malin Andersson, Sara Colombo, Valerie Jarvis y Richard Morris

**La inversión empresarial de la zona del euro ha sido relativamente débil en los últimos años, y sus componentes han seguido una dinámica de dos velocidades.** Aunque el comportamiento global de la inversión ha sido moderado, la inversión en activos tangibles y la realizada en activos intangibles han mostrado tendencias divergentes desde 2020 (gráfico A). A finales de 2025, los activos intangibles —que comprenden productos de propiedad intelectual (PPI), incluidos los programas informáticos y las bases de datos, así como la investigación y el desarrollo (I+D)— representaban alrededor del 80 % del crecimiento acumulado de la inversión empresarial registrado desde el cuarto trimestre de 2019. Sin embargo, solo constituyen alrededor de dos tercios de la inversión en activos tangibles, que incluyen maquinaria y bienes de equipo. Es probable que el incremento de la brecha se haya visto impulsado por el fuerte aumento de la inversión en activos digitales. En este contexto, en este recuadro se examina la evolución de la inversión digital en la zona del euro utilizando variables *proxy* que siguen la evolución de las principales categorías de activos relacionados con la digitalización. También se analizan las implicaciones económicas del creciente peso de la inversión digital en la inversión empresarial total de la zona del euro.

### Gráfico A

#### Inversión sin construcción de la zona del euro, por categoría de activo

(tasas de variación acumuladas desde el cuarto trimestre de 2019, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La inversión sin construcción excluye los PPI en Irlanda. La suma de los componentes no se corresponde con el total debido a la exclusión del componente de recursos biológicos. Las últimas observaciones se refieren al cuarto trimestre de 2025.

### En la última década se ha producido un aumento notable de la inversión

**digital en la zona del euro.** Resulta difícil medir la inversión en todo el ecosistema digital, especialmente en Europa. La inversión relacionada con la digitalización no puede distinguirse fácilmente de otras formas de inversión, porque las cuentas

nacionales de la zona del euro no presentan actualmente desgloses relevantes de la inversión en tecnologías digitales con suficiente nivel de detalle (en particular, las series trimestrales)<sup>1</sup>. Por lo tanto, hemos elaborado una variable *proxy* de la inversión digital basada en las cuentas anuales de la zona del euro disponibles hasta 2024, que proporcionan desgloses más detallados por activos y sectores que las cuentas trimestrales. El *proxy* consta de tres elementos. En primer lugar, se aproximan las infraestructuras físicas digitales (por ejemplo, los edificios de centros de datos) utilizando la construcción no residencial en el sector de la información y las comunicaciones. En segundo lugar, la inversión digital tangible se mide como la inversión en equipos de tecnologías de la información y las comunicaciones (TIC) en la economía empresarial<sup>2</sup>. En tercer lugar, la inversión digital intangible abarca toda la inversión en PPI (incluidos programas informáticos y bases de datos e I+D) en el sector de la información y las comunicaciones, así como la inversión en programas informáticos y bases de datos en el resto de la economía empresarial<sup>3</sup>. El aumento global de la inversión digital entre 2014 y 2024 fue más del triple del crecimiento acumulado del PIB durante ese período. La inversión en activos intangibles representó la mayor parte de la inversión digital y ha respaldado el incremento del *proxy* en la pasada década. La inversión en capital tangible en equipos TIC también tuvo un peso significativo, mientras que la variable *proxy* sugiere que el porcentaje de inversión en la construcción de centros de datos siguió siendo comparativamente reducido (gráfico B).

---

<sup>1</sup> El nuevo Sistema internacional de Cuentas Nacionales 2025, cuya aplicación está prevista para 2029-2030, debería proporcionar información adicional sobre la IA, los datos, la computación en la nube y los intermediarios digitales.

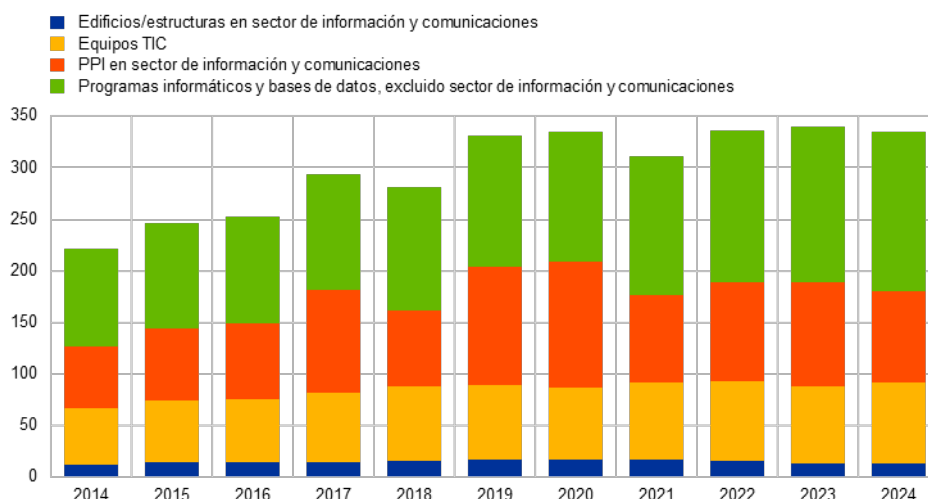
<sup>2</sup> La economía empresarial comprende el conjunto de la economía, excluidas la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca, los servicios públicos, las actividades artísticas y de entretenimiento y otras categorías de servicios (es decir, excluye las secciones A, O a Q y R a U, respectivamente, de la nomenclatura estadística de actividades económicas —NACE—).

<sup>3</sup> El enfoque aplicado se basa en recopilaciones de datos similares para Estados Unidos realizadas por investigadores de la Reserva Federal (véase [Rubinton y Ankit Patro](#), 2026) y en la reciente comparación de la OCDE en [Gal et al.](#) (2025).

## Gráfico B

### Proxy de la inversión digital en la zona del euro, desglosado por activos

(mm de euros)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El proxy de la inversión digital se refiere a: i) la inversión en construcción no residencial de edificios y estructuras en el sector de la información y las comunicaciones; ii) la inversión en equipos TIC en la economía empresarial; iii) la inversión en PPI (en programas informáticos y bases de datos e I+D) en el sector de la información y las comunicaciones, y iv) la inversión en programas informáticos y bases de datos en el resto de la economía empresarial (excluido el sector de la información y las comunicaciones). Los valores de los países para los que no se dispone de información se han estimado a partir de las ponderaciones por país y sector de los agregados conocidos de la zona del euro. Las últimas observaciones corresponden a 2024.

### Los datos de producción sugieren que la inversión digital de la zona del euro se aceleró en 2025.

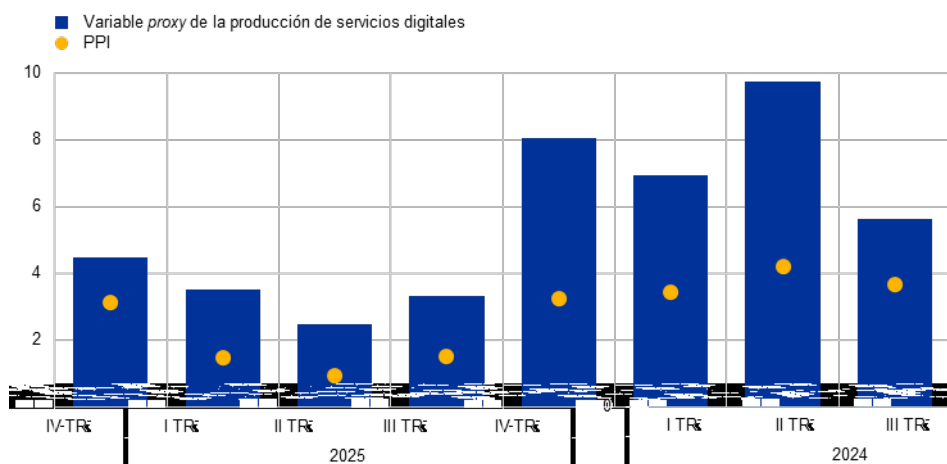
Actualmente, los datos sobre inversión desagregados por sector y activo solo están disponibles hasta 2024. Sin embargo, puede elaborarse un proxy más actualizado de la producción de servicios digitales considerando la agregación ponderada de la producción mensual de actividades de edición (de las que la edición de programas informáticos es un componente importante), programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática, y servicios de información. Este proxy muestra una buena correlación con el crecimiento de la inversión en PPI —y también lo supera— y señala que la inversión digital se aceleró en 2025 (gráfico C). La producción de servicios digitales también ha crecido algo más rápido que el proxy de la inversión digital en los últimos años. Pero la producción de servicios digitales es solo una variable proxy burda de la inversión digital. Alrededor del 80 % de la producción de programación informática y de la producción de servicios de información de la zona del euro —el mayor componente del proxy de los servicios digitales— se destinó al mercado interior. Sin embargo, la mayor parte de esta producción no se capitalizó como inversión, sino que se consideró consumo intermedio. A este respecto, existen diferencias acusadas entre países debido, en parte, a la ausencia de prácticas contables y de medición armonizadas entre las oficinas nacionales de estadística de la UE (gráfico D)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Véase Nonnis *et al.* (2025).

### Gráfico C

#### Variable proxy de la producción de servicios digitales de la zona del euro y productos de propiedad intelectual

(tasas de variación interanual)



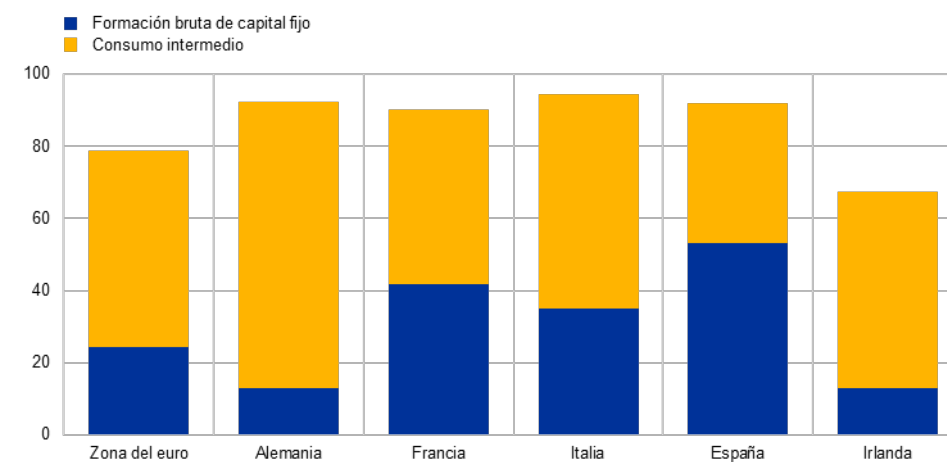
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La variable proxy de la producción de servicios digitales abarca la producción ponderada sin desestacionalizar de edición (sector J58 de la nomenclatura estadística de actividades económicas —NACE—), programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática (sector J62 de la NACE) y servicios de información (sector J63 de la NACE). PPI excluye a Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para los PPI y a diciembre de 2025 para los datos de producción.

### Gráfico D

#### Uso de la programación informática y de los servicios de información en la zona del euro

(porcentaje del uso total)



Fuentes: Comisión Europea (tablas *input-output* Figaro) y cálculos del BCE.

Notas: Uso de la producción en los sectores J62 y J63 combinados de la NACE. Las últimas observaciones corresponden a 2023.

#### Aunque la inversión digital en la zona del euro se ha expandido con fuerza, el ritmo de crecimiento ha sido notablemente más lento que en Estados Unidos.

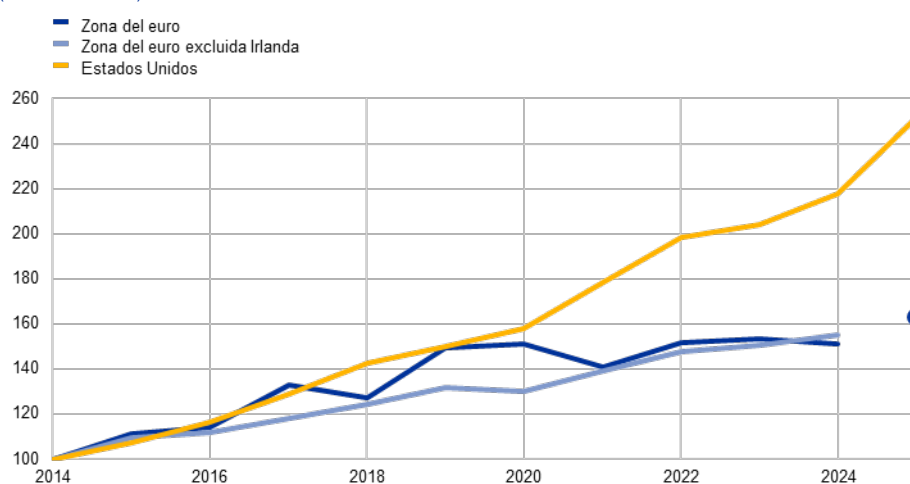
Si se amplía el proxy de la inversión digital con el intenso crecimiento estimado de la producción de servicios digitales en 2025 y se excluyen las distorsiones en la tendencia general debidas a la volatilidad de los PPI en Irlanda, los resultados sugieren que la inversión digital de la zona del euro podría haber aumentado algo más del 60 % entre 2014 y 2025 (gráfico E). A pesar de este fuerte crecimiento, un

*proxy* similar para Estados Unidos se duplicó con creces en el mismo período, con una aceleración notable en 2025 como consecuencia de un acusado repunte de la inversión en centros de datos<sup>5</sup>. Esta llamativa brecha con Estados Unidos, que se va ampliando ostensiblemente, justifica seguir investigando para valorar en qué medida se debe sobre todo al tamaño generalmente menor de las empresas europeas —lo que hace que la adopción de nuevas tecnologías sea menos rentable—, a rigideces estructurales en la zona del euro o simplemente a la ventaja de Estados Unidos de ser el «pionero» en este ámbito<sup>6</sup>.

### Gráfico E

#### Proxy de la inversión digital para la zona del euro y Estados Unidos

(índice: 2014 = 100)



Fuentes: Eurostat, Bureau of Economic Analysis de Estados Unidos, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El *proxy* de la inversión digital para la zona del euro es el que figura en el gráfico B. El punto azul se extiende hasta 2025 sobre la base del crecimiento interanual de la variable *proxy* de la producción de servicios digitales que se muestra en el gráfico C. El *proxy* para Estados Unidos combina la inversión en centros de datos, equipos de procesamiento de información y programas informáticos. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para los datos de Estados Unidos, a diciembre de 2025 para los datos de producción de servicios digitales y a 2024 para otros datos.

#### De cara al futuro, se espera que el peso digital de la inversión siga creciendo, con importantes implicaciones para el ciclo económico y las políticas públicas.

Se espera que la inversión digital aumente notablemente en el futuro, estimulada por las inversiones en capital riesgo y la financiación con fondos Next Generation EU. Además, recientemente se han introducido dos programas a escala de la UE —el Plan de Acción «Continente de IA» y la Estrategia de Uso de la IA— con el objetivo de inyectar grandes sumas a la inversión digital y aprovechar fondos nacionales adicionales de los Estados miembros de la UE<sup>7</sup>. Sin embargo, según una encuesta de la Asociación Europea de Centros de Datos (EUDCA, por sus siglas en inglés), la aceleración adicional de la inversión digital podría verse frenada en caso de suministro energético insuficiente, de escasez de personal cualificado o de

<sup>5</sup> Para una comparación más amplia de la inversión en la zona del euro y en Estados Unidos, véase Andersson *et al.* (2025).

<sup>6</sup> En este Boletín Económico, Ferrando *et al.* (2026) presentan información de una encuesta reciente sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE) relativa al uso de la inteligencia artificial (IA) y las tendencias de inversión en IA, y señalan una fuerte correlación entre la adopción de la IA y el gasto en inversión en las empresas de la zona del euro. Un estudio más amplio del Banco Europeo de Inversiones (2026) también muestra resultados similares.

<sup>7</sup> Véanse Comisión Europea (2025a) y Comisión Europea (2025b).

exceso de regulación<sup>8</sup>. La inversión digital en la zona del euro también podría ralentizarse si la inteligencia artificial no genera las ganancias de productividad y las reducciones de costes esperados, lo que daría lugar a revisiones a la baja de la demanda futura.

## Bibliografía

- M. Andersson, V. Jarvis y M. Soudan (2025), «¿Por qué la inversión empresarial en la zona del euro va a la zaga de la de Estados Unidos?», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- Comisión Europea (2025a), «[AI Continent Action Plan](#)».
- Comisión Europea (2025b), «[Apply AI Strategy](#)».
- European Data Centre Association (2025), «[State of European Data Centres 2025](#)».
- Banco Europeo de Inversiones (2026), «[IA adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#)», *Working Paper 2026/02*, enero.
- A. Ferrando, S. Lamboglia, J. Rariga y M. Schmidt (2026), «[La adopción y la inversión en IA: evidencia de las empresas de la zona del euro según la encuesta SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- P. Gal, J. Hooley, F. Ozturk y F. Unsal (2025), «[Business investment in the face of the digital transformation: Initial evidence](#)», *OECD Economics Department Working Papers*, n.º 1859, OCDE.
- P. Lane (2026), «[Interview with La Stampa](#)», BCE, 16 de enero.
- A. Nonnis, F. Roth y A. Bounfour (2025), «[Intangible capital in France and Germany: Measurement issues and their impact on productivity](#)», *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 6 de octubre.
- H. Rubinton y B. Ankit Patro (2026), «[Tracking AI's Contribution to GDP Growth](#)», *On the Economy Blog*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 12 de enero.

---

<sup>8</sup> Véase European Data Centre Association (2025).

## La adopción y la inversión en IA: evidencia de las empresas de la zona del euro según la encuesta SAFE

Annalisa Ferrando, Sara Lamboglia, Judit Rariga y Maurice Schmidt

**En este recuadro se presenta nueva información sobre la adopción de tecnologías de inteligencia artificial (IA) por parte de las empresas de la zona del euro y sobre sus planes de inversión en IA hasta finales de 2026.** La encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al cuarto trimestre de 2025 (BCE, 2026) incluyó una serie de preguntas *ad hoc* sobre la adopción de la IA y los motivos para utilizar o no estas tecnologías. Se preguntó a las empresas en qué medida habían adoptado tecnologías específicas, incluidas las herramientas predictivas (como la minería de textos, el reconocimiento de voz e imágenes y el aprendizaje automático —*machine learning*—), las herramientas generativas (como los chatbots y la generación de textos e imágenes) y la robotización de procesos. A continuación, se les pidió que indicaran sus planes de inversión en IA para los doce meses siguientes y que evaluaran la difusión de la inversión en IA entre sus competidores en su propio país hasta junio de 2025<sup>1</sup>.

**Las grandes empresas, las empresas cotizadas o financiadas por capital riesgo y las empresas jóvenes están adoptando la IA con mayor frecuencia que las empresas pequeñas, las no cotizadas y las ya establecidas (gráfico A).** Los resultados de la encuesta muestran que el 38 % de las empresas de la zona del euro se encuentran en una fase avanzada de adopción de la IA e indican un uso significativo o moderado de ella. El 33 % de las empresas se hallan todavía en una fase temprana, con un uso muy infrecuente o experimental de la IA. Alrededor del 45 % de las grandes empresas y de las empresas cotizadas o financiadas por capital riesgo se encuentran en una fase avanzada de uso de la IA, y el porcentaje asciende al 56 % en el caso de las empresas jóvenes. Sin embargo, el peso de las empresas que señalan un uso significativo de la IA es similar en todas las categorías de tamaño y estructuras de propiedad, lo que sugiere que la adopción de la inteligencia artificial se está extendiendo de forma uniforme entre las empresas. Curiosamente, este peso es dos veces mayor entre las empresas jóvenes, lo que probablemente refleja el papel impulsor de las *start-ups*<sup>2</sup>.

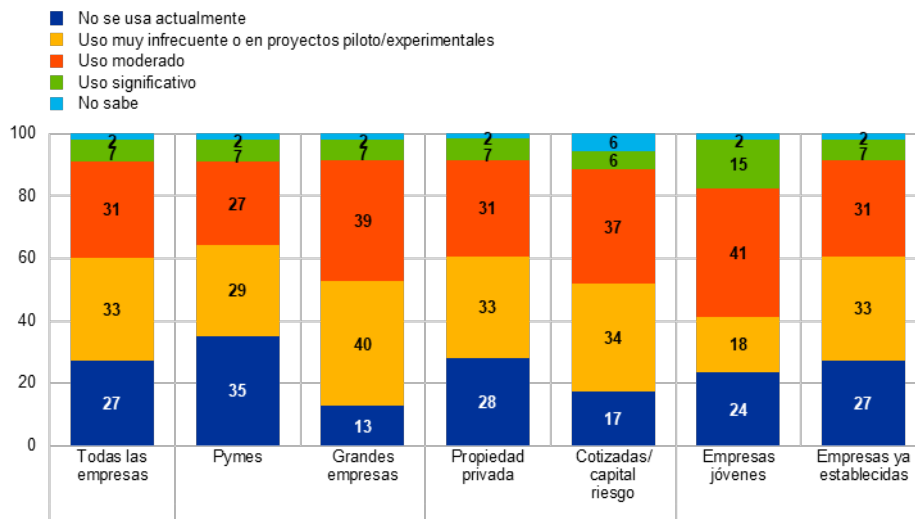
<sup>1</sup> Para más información sobre otras preguntas *ad hoc* relativas a la IA incluidas en la encuesta SAFE, véase BCE (2026).

<sup>2</sup> También se observan porcentajes similares de adopción de la IA según las distintas características de las empresas en distintos países —véanse Yotzov *et al.* (2026) para Reino Unido, Estados Unidos, Alemania y Australia, y Bencivelli *et al.* (2026) para Alemania, Italia y España—.

## Gráfico A

### Uso de la IA, por características de las empresas

(porcentajes de encuestados)



Fuentes: Encuesta SAFE (BCE, 2026) y cálculos del BCE.

Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas (hasta 250 empleados). «Empresas jóvenes» son las que tienen una antigüedad inferior a cinco años. «Propiedad privada» se refiere a empresas con participación mayoritaria de particulares, familias u otras empresas. «Cotizadas/capital riesgo» se refiere a empresas con participación mayoritaria de accionistas públicos o empresas de capital riesgo. Las cifras corresponden a la encuesta de octubre a diciembre de 2025.

### La evidencia indica que las razones más comunes para no usar la IA son la falta de utilidad percibida y las dificultades relacionadas con su aplicación (gráfico B).

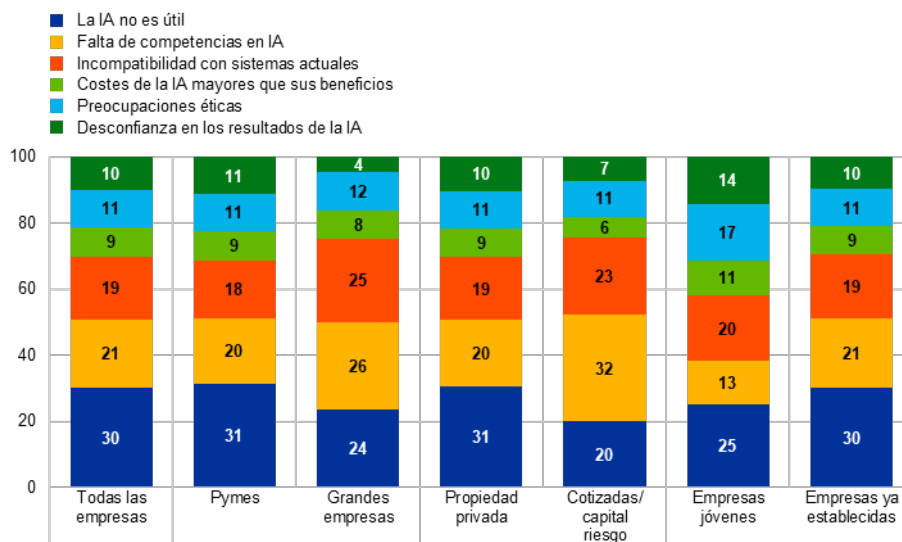
En concreto, el 30 % de las empresas que actualmente no usan la IA señalan como principal barrera la falta de utilidad, mientras que alrededor del 20 % mencionan la incompatibilidad con sus sistemas actuales y la carencia de las competencias necesarias. Las grandes empresas son menos proclives que las pequeñas y medianas (pymes) a considerar que la IA carece de utilidad, pero citan con mayor frecuencia las dificultades para su aplicación, como insuficiencia de conocimientos especializados en IA e incompatibilidades de los sistemas. Las empresas cotizadas o financiadas por capital riesgo, en las que la adopción de la IA suele ser más generalizada, parecen reconocer el valor potencial de la IA aun cuando no la hayan adoptado todavía, mientras que las empresas de propiedad privada indican más comúnmente obstáculos como la falta de utilidad percibida. En comparación con las empresas ya establecidas, las más jóvenes expresan con mayor frecuencia preocupaciones éticas y mencionan la desconfianza en los resultados de la IA como un obstáculo para su adopción<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> En la encuesta también se preguntó a las empresas los motivos por los que usaban la IA. Las respuestas muestran que la IA se adopta principalmente para mejorar los procesos esenciales y no esenciales de la actividad, mientras que un número considerablemente menor de empresas mencionan la reducción de los costes de personal, el apoyo a la I+D y la innovación, o la ampliación de su oferta de productos y servicios. Independientemente del alcance de la adopción de la IA, las empresas tienden a citar motivos similares para justificar su aplicación, sin diferencias significativas entre categorías de tamaño (BCE, 2026).

## Gráfico B

### Motivos para no utilizar la IA, por características de las empresas

(porcentajes de encuestados)



Fuentes: Encuesta SAFE (BCE, 2026) y cálculos del BCE.

Notas: «Todas las empresas» incluye únicamente aquellas que actualmente no utilizan la IA. «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas (hasta 250 empleados). «Empresas jóvenes» son las que tienen una antigüedad inferior a cinco años. «Propiedad privada» se refiere a empresas con participación mayoritaria de particulares, familias u otras empresas. «Cotizadas/capital riesgo» se refiere a empresas con participación mayoritaria de accionistas públicos o empresas de capital riesgo. Las cifras corresponden a la encuesta de octubre a diciembre de 2025.

**Las empresas que utilizan de forma significativa la IA tienen mayor probabilidad de esperar un aumento de la facturación y de la inversión en activos fijos que las que no usan la IA (gráfico C).** Un análisis de regresión pone de relieve la relación entre el grado de uso de la IA y las expectativas de las empresas sobre los resultados reales. En función del tamaño, el sector y la ubicación, la probabilidad de que las empresas que utilizan de forma significativa la IA esperen un incremento de la facturación y de la inversión en activos fijos en los tres meses siguientes es mayor (un 21 % y un 13 %, respectivamente) que en el caso de las empresas que no usan la IA (panel a del gráfico C). Además, el porcentaje de inversión futura que se prevé asignar a la IA aumenta con la frecuencia de uso de la IA. Las empresas que utilizan la IA con poca frecuencia prevén destinar 3,2 puntos porcentuales más de inversión a la IA que aquellas que no la utilizan (panel b del gráfico C). En el caso de las empresas que hacen un uso moderado o significativo de la IA, las diferencias correspondientes son de 5,5 y 11,5 puntos porcentuales en comparación con las que no la utilizan. Además, en los doce meses siguientes, las empresas que hacen un uso significativo de la IA esperan un incremento adicional de los salarios de 0,6 puntos porcentuales y un repunte del empleo de 1,3 puntos porcentuales en comparación con las empresas que no utilizan la IA<sup>4</sup>.

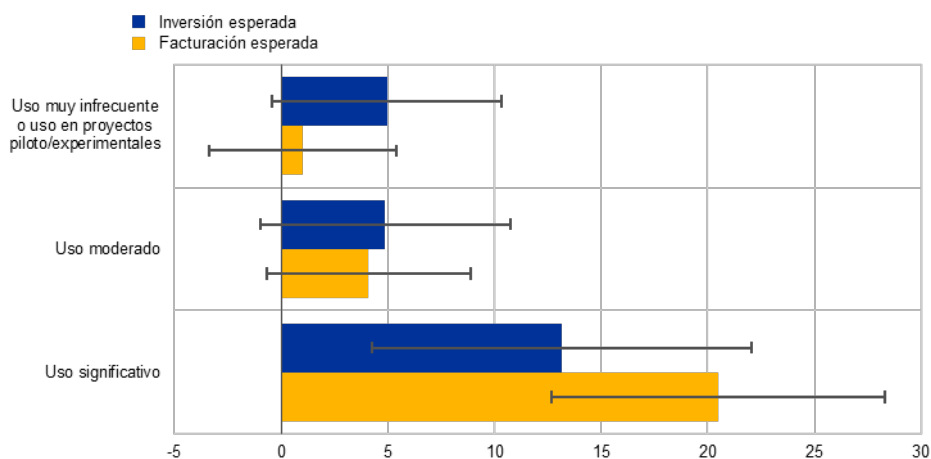
<sup>4</sup> En el caso de las empresas que no adoptan la IA, la media ponderada incondicional de los aumentos salariales esperados es del 3,1 %, frente al 3,7 % en las empresas que utilizan la IA de forma significativa. En cuanto al empleo, las cifras respectivas son el 0,6 % y el 2,8 %. Aldasoro *et al.* presentan resultados similares (2026).

## Gráfico C

### Uso de la IA y expectativas de las empresas sobre los resultados reales

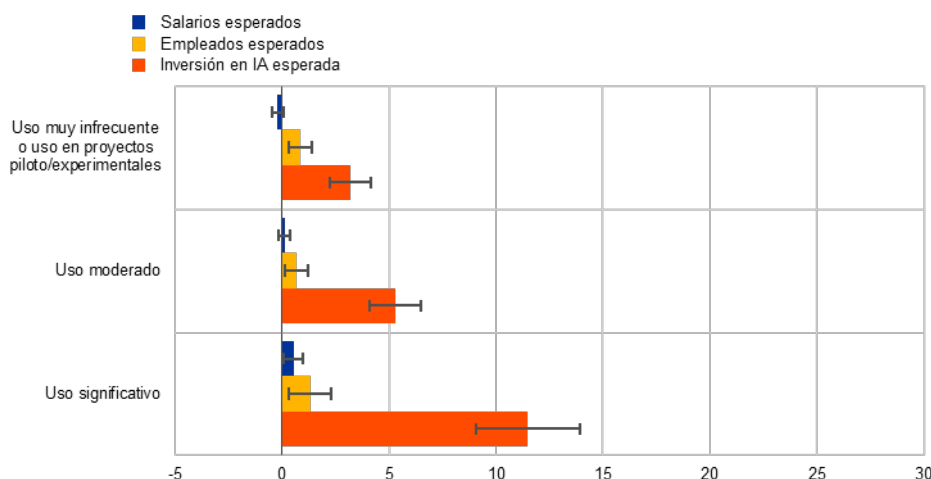
#### a) Inversión y facturación

(porcentajes)



#### b) Salarios, empleo e inversión en IA

(puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta SAFE (BCE, 2026) y cálculos del BCE.

Notas: El panel a muestra los coeficientes de regresiones a nivel de empresa de la facturación/inversión esperadas (que son variables ficticias que toman un valor de 1 si la empresa espera un aumento en los tres meses siguientes) sobre el uso de la IA omitiendo la categoría «No se usa». El panel b muestra los coeficientes de regresiones a nivel de empresa de tres variables continuas: aumentos esperados, en los doce meses siguientes, de los salarios, del número de empleados y del porcentaje de inversión en el uso de la IA. Regresiones ponderadas por la encuesta, con efectos fijos de sector, país y tamaño de empresa. Las líneas acotadas representan intervalos de confianza del 90 %. El gráfico se basa en la encuesta de octubre a diciembre de 2025.

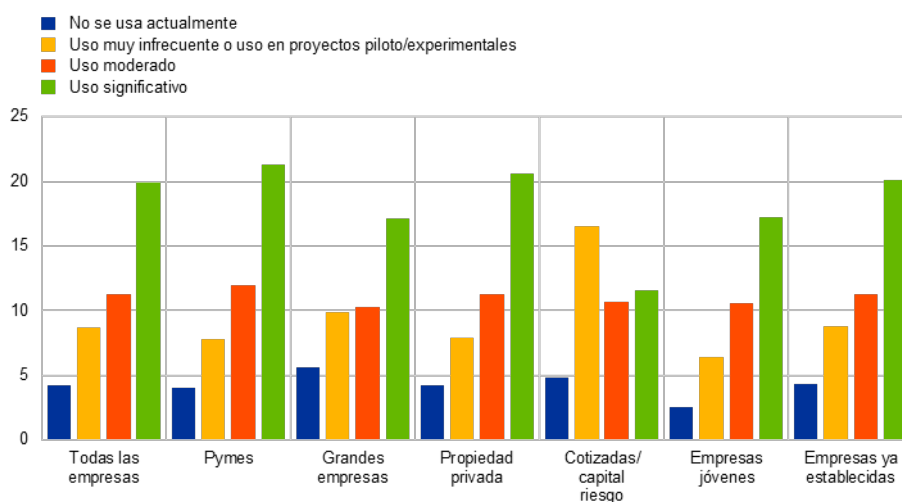
**Las empresas que utilizan actualmente la IA esperan invertir más en ella este año en comparación con las que no la utilizan, lo que indica un ciclo de refuerzo mutuo entre adopción e innovación (gráfico D).** En promedio, las empresas esperan destinar el 9 % de su inversión total a la IA, aunque existen diferencias significativas en función de sus características y del grado de adopción de la IA. Las empresas que no utilizan actualmente la inteligencia artificial prevén asignar una proporción relativamente pequeña de su inversión a la IA (4 % en promedio) y, dentro de este grupo, las grandes empresas prevén tasas ligeramente más elevadas (6 %) que las pymes (4 %). En cambio, las empresas que se encuentran en una fase más avanzada de adopción de la IA planifican tasas de

inversión mucho más altas. Las empresas que hacen un uso moderado de la IA esperan destinar el 11 % de su inversión a este fin, mientras que las que la utilizan de forma significativa son las que prevén las tasas de inversión más elevadas (20 %). Entre estas últimas, las pymes son líderes con una asignación prevista del 21 %, frente al 17 % en las grandes empresas. El patrón general de inversión en IA sugiere la existencia de un refuerzo mutuo en el que las empresas que ya utilizan la IA invierten más para seguir desarrollando e integrando estas tecnologías.

### Gráfico D

Inversión esperada en IA en los doce meses siguientes por intensidad de uso actual y características de las empresas

(porcentajes de la inversión total)



Fuentes: Encuestas SAFE (BCE, 2026) y cálculos del BCE.

Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas (hasta 250 empleados). «Empresas jóvenes» son las que tienen una antigüedad inferior a cinco años. «Propiedad privada» se refiere a empresas con participación mayoritaria de particulares, familias u otras empresas. «Cotizadas/capital riesgo» se refiere a empresas con participación mayoritaria de accionistas públicos o empresas de capital riesgo. Las cifras corresponden a la encuesta de octubre a diciembre de 2025.

### La estructura de propiedad también está correlacionada con los patrones de inversión en IA.

Aunque las empresas que utilizan la IA de forma moderada muestran tendencias de inversión similares, independientemente de su estructura de propiedad, se observan diferencias en las fases tempranas y avanzadas de adopción de la IA (gráfico D). Las empresas cotizadas o financiadas por capital riesgo tienen la mayor tasa de inversión esperada en IA si se encuentran en una fase inicial de adopción de la IA, al asignar el 17 % de su inversión total a la IA, frente al 8 % de las empresas de propiedad privada. Es probable que esta posición de liderazgo se deba a sus ventajas en el ámbito de la financiación y al foco que ponen en las oportunidades de alto crecimiento. En cambio, las empresas de propiedad privada dominan las inversiones en las fases avanzadas y esperan destinar a la IA el 21 % de su inversión total, frente al 12 % en el caso de las empresas cotizadas o financiadas por capital riesgo. Es probable que esta tasa refleje sus estructuras de propiedad concentradas y su enfoque estratégico a largo plazo, que les dota de mayor flexibilidad para aprovechar los beneficios demostrados de la IA.

**Las empresas jóvenes invierten poco en IA al principio, pero aumentan esa inversión a medida que se intensifica la adopción de la IA.** Estas empresas señalan las tasas de inversión en IA esperadas más bajas en las fases iniciales de adopción (3 % de su inversión total —gráfico D—). Sin embargo, a medida que se intensifica la adopción de la IA, este porcentaje se incrementa hasta el 17 %, aproximándose al nivel de inversión de las empresas ya establecidas. Varios factores pueden explicar este patrón: el aprendizaje mediante la práctica reduce la incertidumbre sobre qué aplicaciones crean valor y los proyectos piloto tempranos que tienen éxito justifican compromisos posteriores.

## Bibliografía

I. Aldasoro, L. Gambacorta, R. Pal, D. Revoltella, C. Weiss y M. Wolski (2026), «[AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms](#)», *BIS Working Papers*, n.º 1325, Banco de Pagos Internacionales, enero.

L. Bencivelli, L. De Masi, E. Falck, A. Fernández Cerezo, S. Formai, I. Hidalgo Bricio, E. Mattevi y A. Nagengast (2026), «[Embracing AI in Europe: New evidence from harmonised central bank business surveys](#)», *VOXEU Column*.

BCE (2026), [Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area - Fourth quarter of 2025](#).

I. Yotzov, J. M. Barrero, N. Bloom, P. Bunn, S. J. Davis, K. M. Foster, A. Jalca, B. H. Meyer, P. Mizen, M. A. Navarrete, P. Smietanka, G. Thwaites y B. Z. Wang (2026), «[Firm Data on AI](#)», *Working Papers*, n.º 34836, National Bureau of Economic Research, febrero.

## Implicaciones financieras y macroeconómicas del aumento de los rendimientos a muy largo plazo

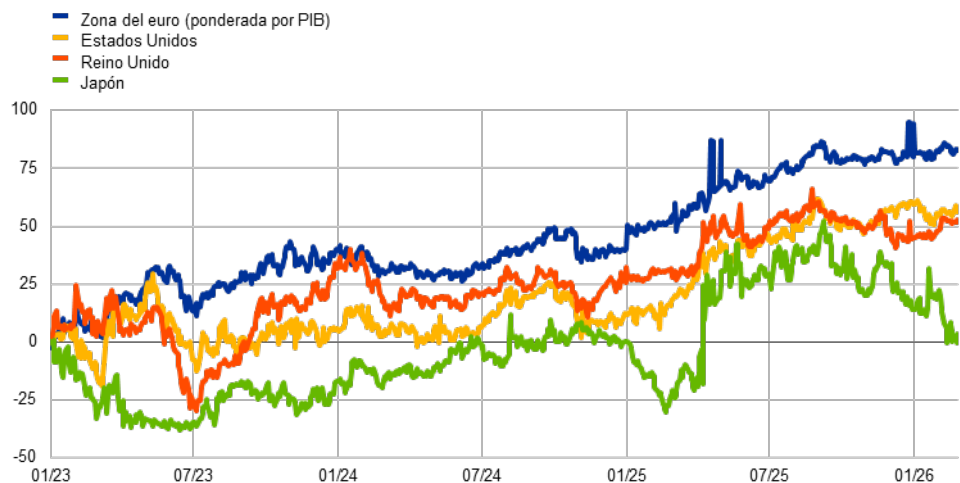
Tilman Bletzinger, Ambra Boilini, Christoph Kaufmann, Giulio Nicoletti, Melina Papoutsi y Johannes Pöschl

Los tipos de interés a muy largo plazo se han incrementado significativamente en varias economías avanzadas durante el último año, lo que ha dado lugar a un aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en los plazos más largos (gráfico A). En la zona del euro, este incremento de la pendiente 30-10 años ha sido relativamente pronunciado en comparación con episodios anteriores, lo que refleja un desplazamiento hacia curvas de rendimientos con una forma más normal como consecuencia del nivel más elevado de los tipos reales a largo plazo, factores de carácter global y un reposicionamiento fiscal de los países de la zona del euro (Böninghausen y Vladu, 2026). En este recuadro se estudian las implicaciones del aumento de la pendiente del tramo largo de la curva de rendimientos para los costes de financiación de las Administraciones Públicas, las carteras del sector privado, los préstamos bancarios y la evolución macroeconómica.

### Gráfico A

Pendiente 30-10 años de la curva de rendimientos de la zona del euro y de una selección de bonos soberanos

(puntos básicos)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las variaciones acumuladas de la pendiente de cada curva de rendimientos soberanos, medidas por la pendiente 30-10 años. Las últimas observaciones corresponden al 25 de febrero de 2026.

**Es probable que los efectos directos del aumento de los rendimientos a muy largo plazo sobre los costes de financiación de las Administraciones Públicas sean limitados.** La oferta de deuda soberana a muy largo plazo ha crecido en los últimos años, tanto en términos absolutos como en relación con el porcentaje del saldo vivo de la deuda (panel a del gráfico B). Esta mayor oferta contribuye, *ceteris paribus*, a rendimientos más elevados en los plazos más largos de la curva. Sin embargo, se espera que cualquier efecto sobre los costes totales de la financiación

de las Administraciones Públicas derivado del aumento de la pendiente 30-10 años sea limitado. Alrededor del 70 % de las emisiones se mantienen en plazos de vencimiento inferiores a diez años y, por tanto, no se ven directamente afectadas por la subida de los tipos de interés a muy largo plazo. Además, los organismos de gestión de la deuda pública pueden ajustar con flexibilidad la estructura de vencimientos de sus emisiones en respuesta a las variaciones de los tipos de interés, lo que les permite contener las implicaciones de la mayor pendiente de la curva de rendimientos para los costes de la financiación soberana<sup>1</sup>.

---

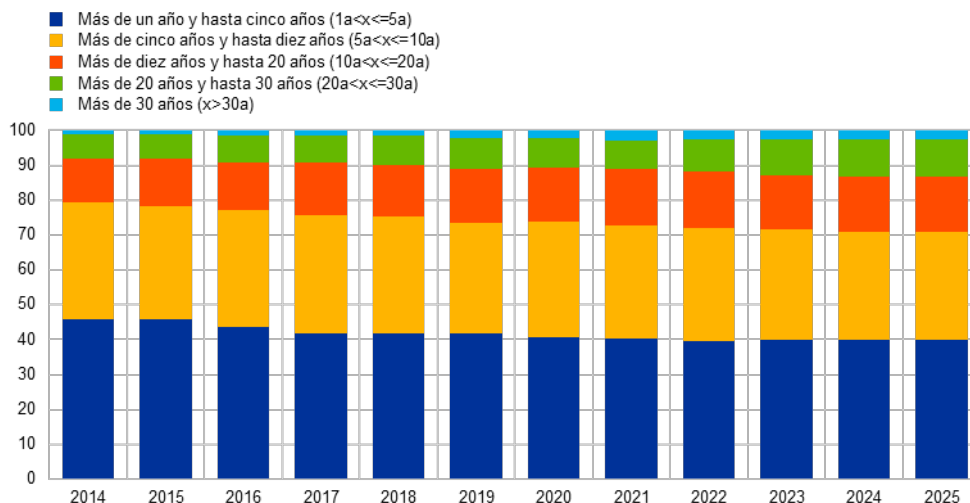
<sup>1</sup> Ampliar el plazo de vencimiento de los bonos de nueva emisión ha sido una estrategia clave para los organismos de gestión de la deuda pública durante el período de tipos de interés reducidos. Para un análisis de cómo los Gobiernos ajustan sus emisiones para responder a cambios en el entorno de rendimientos, véase Plessen-Mátyás *et al.* (2023).

## Gráfico B

### Saldo vivo de la deuda soberana de la zona del euro

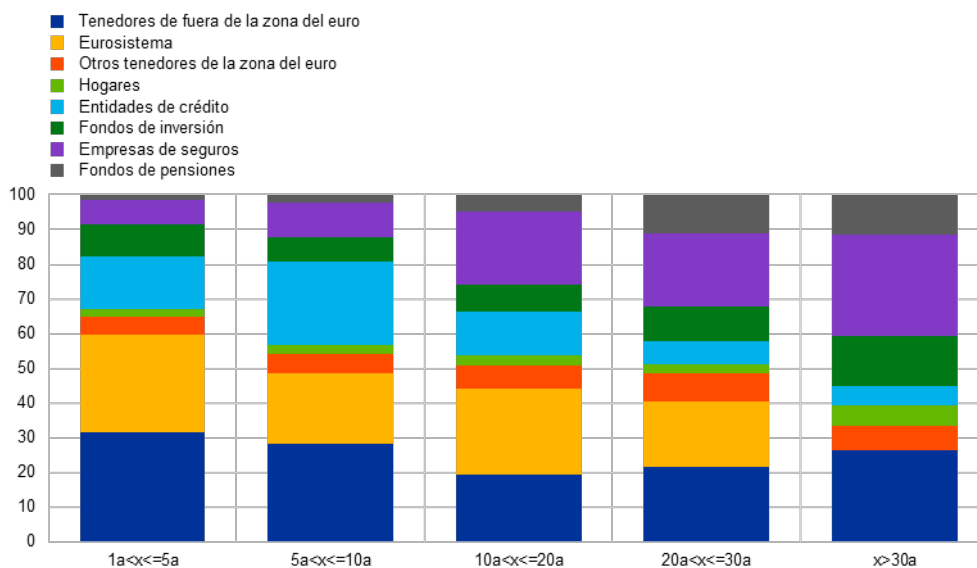
#### a) Por tramo de vencimiento

(porcentaje del saldo vivo de la deuda)



#### b) Por sector tenedor

(porcentaje del saldo vivo de la deuda)



Fuentes: Base de datos de tenencias de valores (SHS, por sus siglas en inglés) del BCE, base de datos centralizada de valores (CSDB, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

Notas: Los tenedores de fuera de la zona del euro incluyen a inversores de países no pertenecientes a esa zona. El gráfico presenta información de Alemania, España, Francia e Italia.

**La recomposición de las carteras por parte de las empresas de seguros y los fondos de pensiones (ESFP) en respuesta a las variaciones de los rendimientos a muy largo plazo puede afectar a los costes de financiación del sector privado.** Las ESFP son los principales sectores tenedores de la deuda a muy largo plazo, con un porcentaje conjunto de más del 40 % de los bonos con vencimientos superiores a 30 años (panel b del gráfico B). Dado que los balances de las ESFP suelen presentar brechas de duración negativas (es decir, la duración de sus pasivos es superior a la de sus activos), sus posiciones de capital mejoran

cuando aumentan los rendimientos a largo plazo, lo que reduce la necesidad de estrategias de ajuste de la duración y, por tanto, la demanda de bonos a largo plazo (véase Domanski *et al.*, 2017). La transición de los fondos de pensiones de los Países Bajos de planes de prestación definida a planes de aportación definida, que está previsto que se complete para 2028, también podría contribuir a cierto reajuste en detrimento de los bonos a muy largo plazo, dado que disminuiría la necesidad de cubrir el riesgo de tipo de interés a muy largo plazo. El impacto de estos cambios en los costes de financiación del sector privado dependerá de cómo las ESFP decidan reajustar sus carteras. Si adquieren significativamente más activos del sector privado, como bonos corporativos o acciones, se elevará la rentabilidad de dichos activos, reduciendo así los costes de financiación del sector privado (véase Kubitzka, 2026). Por el contrario, en la medida en que el aumento de la pendiente de la curva de rendimientos coincida generalmente con niveles de tipos de interés a largo plazo más altos a lo largo de la curva, las ESFP se sentirán menos inclinadas a buscar rentabilidades en activos de mayor riesgo, como los bonos corporativos o las acciones (véase Kaufmann *et al.*, 2024). En cambio, las empresas de seguros pueden optar por cambiar a deuda soberana en todos los plazos de vencimiento, ejerciendo presiones al alza sobre los costes de financiación del sector privado. Por lo tanto, existen varios canales posiblemente compensatorios a través de los cuales la recomposición de las carteras por parte de las ESFP puede afectar a los costes de financiación del sector privado, con lo que el impacto total sería ambiguo.

**El aumento de la pendiente de la curva de rendimientos se traduce en presiones al alza sobre los tipos de interés de las hipotecas con período de fijación del tipo inicial de más de diez años.** En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de febrero de 2025, cerca de la mitad de los hogares con hipotecas señalaron un período de fijación del tipo en el momento de la originación del préstamo superior a diez años, y alrededor de una cuarta parte de los encuestados indicaron un período de fijación del tipo de más de 20 años (panel a del gráfico C). Los tipos hipotecarios a muy largo plazo anunciados, recopilados de fuentes *online*, han aumentado significativamente desde enero de 2025, sobre todo en Alemania e Italia (panel b del gráfico C)<sup>2</sup>. El tipo de interés adicional que los hogares pagan por obtener contratos hipotecarios con un período de fijación del tipo muy largo, en comparación con aquellos que tienen un período de fijación de diez años, también se ha incrementado de forma notable, en especial en Alemania e Italia (panel c del gráfico C). En conjunto, esto puede provocar un endurecimiento de los costes de financiación de los hogares.

---

<sup>2</sup> Los datos de las hipotecas recopilados *online* siguen préstamos con una fijación de vencimiento exacto para características de los prestatarios constantes y, por lo tanto, pueden aproximar mejor los tipos ofertados por las entidades de crédito, mientras que las estadísticas de los tipos de interés reflejan el equilibrio entre los tipos ofertados por las entidades y las decisiones adoptadas por los prestatarios. Los tipos hipotecarios a muy largo plazo son tipos disponibles con períodos de fijación inicial lo más próximos posible a los 30 años. Esto significa un período de 30 años en Alemania, España e Italia y de 25 años en Francia.

### Gráfico C

Períodos de fijación del tipo hipotecario, tipos de interés ofertados para las hipotecas con períodos de fijación del tipo muy largos y variación de los diferenciales entre los tipos hipotecarios con períodos de fijación largos y muy largos

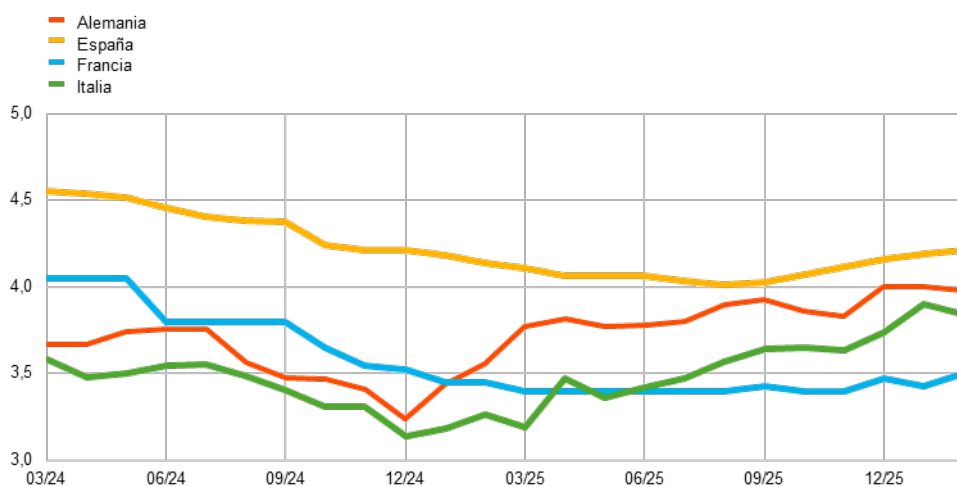
#### a) Hipotecas por período de fijación del tipo

(porcentaje del saldo vivo de las hipotecas)



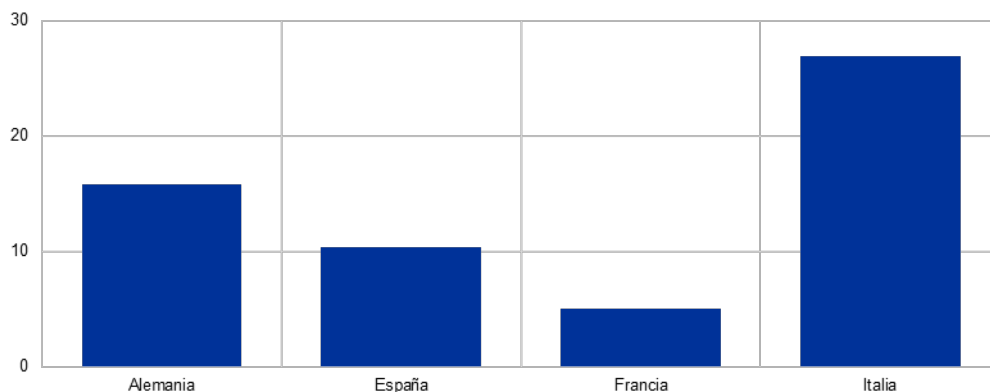
#### b) Tipos de interés ofertados para hipotecas con períodos de fijación del tipo muy largos

(porcentajes)



### c) Variaciones de los diferenciales entre los tipos hipotecarios con períodos de fijación muy largos y largos desde enero de 2025

(puntos básicos)



Fuentes: Encuesta CES, tipos de interés anunciados *online* (MutuiSupermarket, Idealista, Verivox y Empruntis) y cálculos del BCE.  
Notas: Panel a: se han descartado las respuestas de los hogares pertenecientes a los dos grupos con menores competencias financieras. Las respuestas se ponderan utilizando pesos muestrales de la población y volúmenes hipotecarios en el momento de la originación del préstamo. Panel b: tipos anunciados *online* para las hipotecas con períodos de fijación del tipo muy largos. Panel c: variaciones de los diferenciales hipotecarios desde enero de 2025. En cada país, los diferenciales hipotecarios son la diferencia entre los tipos aplicados a las hipotecas con períodos de fijación del tipo de interés lo más próximos posible a los 30 años y los tipos aplicados a las hipotecas con períodos de fijación del tipo de interés lo más próximos posible a diez años. Estos períodos son de 30 y 10 años en Alemania, de 25 y 10 años en Francia, y de 30 y 15 años en Italia y España. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2025 para la encuesta CES y a febrero de 2026 para los tipos anunciados *online*.

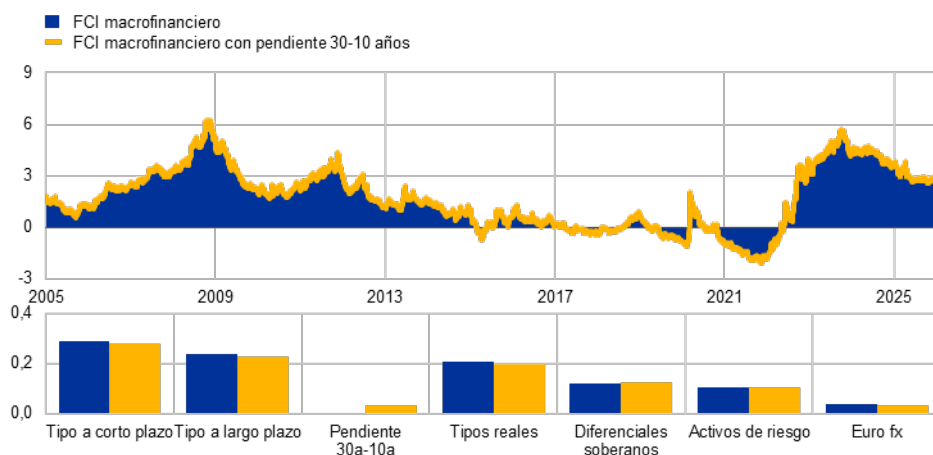
**Los tipos de interés con vencimientos a muy largo plazo apenas influyen en los índices de condiciones financieras que resumen los precios de los activos de relevancia macroeconómica.** El índice de condiciones financieras (FCI, por sus siglas en inglés) macrofinanciero desarrollado por Bletzinger *et al.* (2026) puede utilizarse para evaluar la importancia de las variables de los mercados financieros para la dinámica conjunta de las principales variables macroeconómicas y las condiciones financieras. Si se añade la pendiente 30-10 años de la curva OIS (*overnight interest swap*) a la especificación de referencia, el índice resultante prácticamente no varía debido a la reducida ponderación estimada para esa medida de la pendiente (panel a del gráfico D). Así pues, una vez que se tienen en cuenta los plazos de vencimiento convencionales (como los tipos a un día y a diez años), los vencimientos a muy largo plazo no aportan información adicional sobre las condiciones financieras y, por tanto, sobre la dinámica macroeconómica de la zona del euro. En relación con el índice FCI de referencia, la especificación ampliada no muestra ninguna mejora del ajuste dentro de la muestra de la inflación general, de la brecha de producción ni de las condiciones financieras.

## Gráfico D

### Condiciones financieras y respuestas macroeconómicas al aumento de la pendiente de la curva

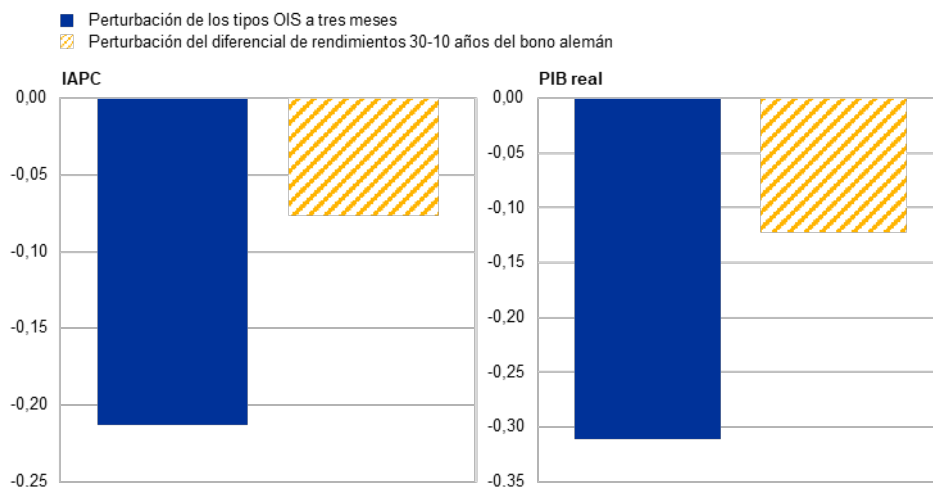
#### a) Condiciones financieras

(gráfico superior: índice; gráfico inferior: ratio)



#### b) Respuesta de la inflación, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), y del PIB real a las variaciones de los tipos de interés

(porcentajes)



Fuentes: Bletzinger *et al.* (2026), LSEG y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: en el gráfico superior, la zona azul marca el FCI macrofinanciero de referencia de Bletzinger *et al.* (2026). La línea amarilla muestra una versión reestimada que incluye una medida de la pendiente a largo plazo de la curva OIS como variable adicional. En el gráfico inferior, las barras indican las ponderaciones normalizadas de las distintas clases de activos en el FCI macrofinanciero de referencia y en el que se ha reestimado. «Pendiente 30a-10a» se refiere a la pendiente 30-10 años. «Euro fx» es el tipo de cambio efectivo nominal del euro. Panel b: proyecciones locales estimadas para una perturbación de política monetaria del BCE de alta frecuencia de una desviación típica a los tipos OIS a tres meses (azul) y al diferencial de rendimientos 30-10 años del bono alemán (amarillo) basado en Altavilla *et al.* (2019). Las barras muestran las respuestas máximas en un horizonte de tres años. Los colores sólidos indican significatividad estadística de la respuesta total a niveles del 10 %. El modelo se estima mensualmente entre enero de 2002 y septiembre de 2025, con dos retardos. Las variables de control son el diferencial de rendimientos 30-10 años del bono alemán, los rendimientos del bono alemán a diez años, los tipos OIS a tres meses, el tipo de cambio EUR/USD, el logaritmo del indicador sintético de tensión sistémica (CISS, por sus siglas en inglés) y el índice de precios de las materias primas del Fondo Monetario Internacional.

**En conjunto, las implicaciones macroeconómicas del aumento de la pendiente de la curva de rendimientos en los plazos más largos son limitadas.** Aunque el análisis anterior indica varios canales de transmisión compensatorios que operan a través de los costes de financiación de las Administraciones Públicas, la recomposición de las carteras y los mercados hipotecarios, las estimaciones

empíricas muestran que los efectos de las perturbaciones en el tramo largo de la pendiente de la curva de rendimientos sobre la inflación y el PIB real de la zona del euro son limitados (panel b del gráfico D). En comparación con los efectos de una perturbación convencional de los tipos de interés a corto plazo, la respuesta de la inflación medida por el IAPC —la métrica principal del BCE de la estabilidad de precios— a variaciones en el tramo largo de la pendiente de la curva de rendimientos es más de tres veces menor y no es estadísticamente significativa. Del mismo modo, el PIB real disminuye ligeramente tras una perturbación que aumente la pendiente de la curva, pero, si se compara con una perturbación de los tipos de interés a corto plazo, la respuesta es sustancialmente menor y estadísticamente no significativa. En conjunto, si bien un incremento de la pendiente de la curva de rendimientos a largo plazo afecta en distinta medida a los costes de financiación y a los intermediarios financieros, las condiciones financieras y la dinámica macroeconómica apenas se ven afectadas.

## Bibliografía

- C. Altavilla, L. Brugnolini, R. Gürkaynak, R. Motto y G. Ragusa (2019), «[Measuring euro area monetary policy](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 108, pp. 162-179.
- T. Bletzinger, G. Martorana y J. Mistak (2026), «[Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 3193, BCE, febrero.
- B. Böninghausen y A. Vladu (2026), «[Sloping up: the repricing of euro area yields in 2025](#)», *The ECB Blog*, BCE, 16 de enero.
- D. Domanski, H. S. Shin y V. Sushko (2017), «[The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?](#)», *IMF Economic Review*, vol. 65, n.º 1, pp. 113-153.
- C. Kaufmann, J. Levya y M. Storz (2024), «[Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy](#)», *Working Paper Series*, n.º 2892, BCE, enero.
- C. Kubitzka (2026), «[Investor-Driven Corporate Finance: Evidence from Insurance Markets](#)», *The Review of Financial Studies* (en prensa).
- K. Plessen-Mátyás, C. Kaufmann y J. von Landesberger (2023), «[Funding Behavior of Debt Management Offices and the ECB's Public Sector Purchase Program](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 19, n.º 4, pp. 339-399.

## 8 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 5 de noviembre de 2025 y el 10 de febrero de 2026

Christian Lizarazo y Kristian Tötterman

**Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el séptimo y el octavo período de mantenimiento de reservas de 2025.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 5 de noviembre de 2025 y el 10 de febrero de 2026 (el «período de referencia»).

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

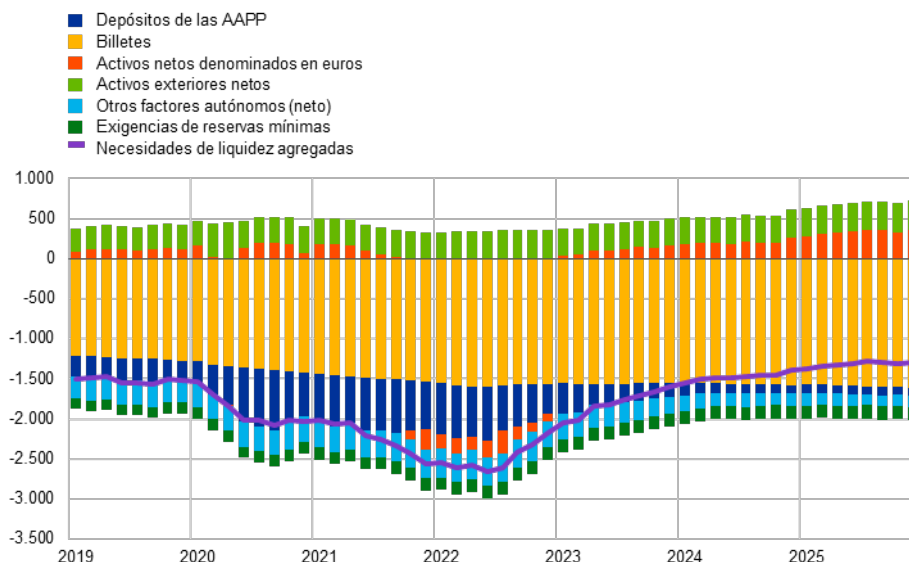
### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario de la zona del euro, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, aumentaron 18 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.306 mm de euros (cuadro A).** Este incremento obedeció a la disminución de los factores autónomos de inyección de liquidez y al avance de los factores autónomos de absorción de liquidez (gráfico A). Las exigencias de reservas mínimas se incrementaron 1 mm de euros, hasta un importe de 169 mm de euros, lo que también contribuyó de forma marginal al aumento de las necesidades de liquidez.

## Gráfico A

### Necesidades de liquidez agregadas, por períodos de mantenimiento de reservas

(mm de euros)



Fuente: BCE.

Notas: Cada barra representa las medias correspondientes a cada período de mantenimiento. Existen ocho períodos de mantenimiento al año, y el octavo abarca parte del siguiente año natural. Las últimas observaciones corresponden al octavo período de mantenimiento de 2025.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez descendieron 8 mm de euros en el período de referencia, debido principalmente a que los activos netos denominados en euros disminuyeron 16 mm de euros.** Esta disminución obedeció a que el incremento de los depósitos no relacionados con la política monetaria denominados en euros —que son factores de absorción de liquidez— se vio compensado solo en parte por el aumento de las inversiones no relacionadas con dicha política denominadas en euros —que inyectan liquidez—. Entretanto, las tenencias de activos exteriores aumentaron 8 mm de euros.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez se incrementaron 9 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del aumento de los billetes en circulación.** La demanda de billetes suele crecer en períodos de vacaciones y se ve impulsada por el mayor gasto de los hogares. El importe medio de los billetes en circulación aumentó 15 mm de euros, hasta alcanzar un total de 1.607 mm de euros durante el período de referencia. Los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema registraron una disminución de 9 mm de euros, hasta los 102 mm de euros, ya que las emisiones de este sector tienden a descender hacia el final del año, lo que se tradujo en una reducción de los colchones de liquidez que mantienen los Tesoros nacionales.

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

**El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 125 mm de euros, hasta un importe de 3.776 mm**

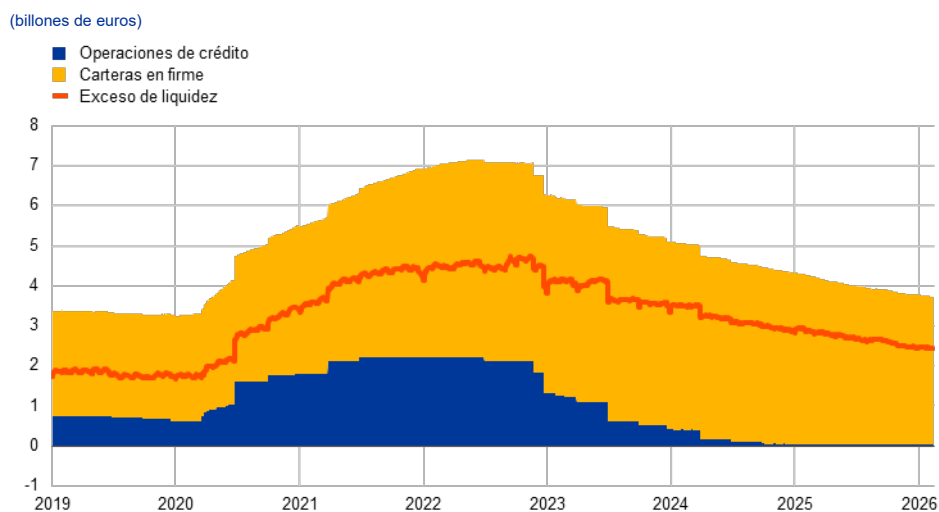
BCE – Boletín Económico, Número 2/2026 – Recuadros

Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 5 de noviembre de 2025 y el 10 de febrero de 2026

de euros, durante el período de referencia (gráfico B). Esta reducción de la liquidez inyectada obedeció en gran medida a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema.

### Gráfico B

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al octavo 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 128 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 3.752 mm de euros.** Esta disminución se debió a que siguieron venciendo los valores de las carteras del APP y del PEPP, sin que se realizaran reinversiones.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito aumentó 3 mm de euros, hasta los 24 mm de euros, en el período de referencia.** El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) experimentó un incremento de unos 4 mm de euros y se situó en 13 mm de euros, impulsado por una mayor participación en torno al final del año (25 mm de euros). El saldo vivo medio de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses descendió 1 mm de euros, hasta los 11 mm de euros. La participación en estas operaciones regulares sigue siendo limitada, lo que refleja la holgada posición de liquidez de las entidades de crédito y la disponibilidad de fuentes de financiación de mercado alternativas. Sin embargo, el número creciente de entidades que están sometiendo a pruebas operativas la viabilidad de su participación indica que están avanzando en su preparación operativa para acceder a estas operaciones a medida que el balance del Eurosistema sigue reduciéndose.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez se redujo 143 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.470 mm de euros (gráfico B).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas que las entidades de crédito mantienen en sus cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario a través de instrumentos de política monetaria y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir sus reservas mínimas. Tras alcanzar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha disminuido de forma sostenida 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 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 7,5 puntos básicos registrados durante el quinto y el sexto 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 quinto y el sexto período de mantenimiento de 2025.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 5 de noviembre de 2025 a 10 de febrero de 2026						Período de referencia anterior: 30 de julio a 4 de noviembre de 2025	
	Séptimo y octavo período de mantenimiento		Séptimo período de mantenimiento: 5 de noviembre a 22 de diciembre de 2025		Octavo período de mantenimiento: 23 de diciembre de 2025 a 10 de febrero de 2026		Quinto y sexto período de mantenimiento	
<b>Factores de inyección de liquidez</b>								
Factores autónomos	705	(-8)	687	(-28)	723	(+36)	713	(+28)
- Activos exteriores netos	364	(+8)	362	(+4)	365	(+3)	356	(+3)
- Activos netos denominados en euros	341	(-16)	324	(-33)	358	(+33)	357	(+25)
Operaciones de política monetaria	3.776	(-125)	3.796	(-76)	3.758	(-38)	3.901	(-127)
- OPF	13	(+4)	11	(+1)	15	(+4)	9	(-1)
- OFPML	11	(-1)	11	(-1)	12	(+1)	12	(-2)
- Carteras en firme	3.752	(-128)	3.774	(-76)	3.731	(-43)	3.881	(-125)
- Otra provisión de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	0
<b>Factores de absorción de liquidez</b>								
Factores autónomos	1.842	(+9)	1.831	(-8)	1.853	(+21)	1.833	(-3)
- Billetes en circulación	1.607	(+15)	1.598	(+8)	1.615	(+18)	1.591	(+8)
- Depósitos de las AAPP	102	(-9)	101	(-15)	102	(+1)	110	(+6)
- Otros factores autónomos (neto)	134	(+2)	132	(-1)	135	(+3)	132	(-18)
Operaciones de política monetaria								
- Otra absorción de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
<b>Liquidez y facilidades permanentes</b>								
- Cuentas corrientes de las entidades de crédito	174	(+0)	173	(-1)	175	(+2)	174	(+1)
- Exigencias de reservas mínimas <sup>1)</sup>	169	(+1)	168	(+1)	170	(+1)	168	(+1)
- Facilidad marginal de crédito	0	(+0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)
- Facilidad de depósito	2.465	(-143)	2.478	(-95)	2.453	(-26)	2.608	(-98)
- Exceso de liquidez <sup>2)</sup>	2.470	(-143)	2.483	(-97)	2.458	(-24)	2.614	(-97)
<b>Otra información relativa a la liquidez</b>								
- Necesidades de liquidez agregadas <sup>3)</sup>	1.306	(+18)	1.313	(+21)	1.299	(-14)	1.288	(-30)
- Factores autónomos netos <sup>4)</sup>	1.137	(+17)	1.144	(+21)	1.130	(-15)	1.120	(-31)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1.000 millones de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» se refiere a las operaciones principales de financiación y «OFPML» a las operaciones de financiación a plazo más largo. La serie temporal histórica de la situación de liquidez del Eurosistema puede consultarse en la pestaña «Table» del informe de liquidez del ECB Data Portal.

1) Partida pro memoria que no figura en el balance del Eurosistema y que, por tanto, no debe incluirse en el cálculo de los pasivos totales.

2) Se calcula como la suma de los saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas y el recurso a la facilidad de depósito menos el recurso a la facilidad marginal de crédito.

3) Se calculan como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas mínimas.

4) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo.

## Cuadro B

### Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 5 de noviembre de 2025 a 10 de febrero de 2026				Período de referencia anterior: 30 de julio a 4 de noviembre de 2025			
	Séptimo período de mantenimiento: 5 de noviembre a 22 de diciembre de 2025		Octavo período de mantenimiento: 23 de diciembre de 2025 a 10 de febrero de 2026		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	
<b>OPF</b>	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
<b>Facilidad marginal de crédito</b>	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
<b>Facilidad de depósito</b>	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
<b>€STR</b>	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)	1,92	(+0,00)	1,93	(+0,00)
<b>Índice RepoFunds Rate Euro</b>	2,00	(+0,01)	2,00	(+0,00)	1,99	(-0,01)	2,00	(+0,00)

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.

# Artículo

## 1 Impulsar la eficiencia de la inversión pública en un contexto de restricciones fiscales

Stephan Haroutunian, Carolin Nerlich, Marta Rodríguez-Vives y Caspar Schauhoff

### Introducción

**La Unión Europea (UE) se enfrenta a enormes necesidades de inversión pública estratégica en un entorno de espacio fiscal limitado.** Europa tendrá que intensificar sus inversiones estratégicas, en particular en los ámbitos de la digitalización, las infraestructuras, el cambio climático y la defensa. Aunque se espera que el sector privado desempeñe un papel fundamental en la financiación de esas necesidades, el sector público también tendrá que incrementar sus inversiones, especialmente dado su liderazgo en determinadas áreas, como las de infraestructuras y defensa. Estas necesidades de inversión estratégica coinciden en el tiempo con un espacio fiscal limitado, ya que la deuda y los déficits públicos se sitúan en niveles elevados en muchos países de la UE, sobre todo en algunas economías de gran tamaño de la zona del euro, y que el gasto público asociado al envejecimiento de la población está creciendo. Los Gobiernos han tenido que intervenir para estabilizar la economía tras perturbaciones recurrentes, pero algunos no han aprovechado los períodos de bonanza económica para constituir colchones fiscales y, en consecuencia, ahora se enfrentan a importantes exigencias de ajuste fiscal.

**Aumentar la eficiencia del gasto público, también en el ámbito de la inversión pública, puede contribuir de forma decisiva a reducir las presiones sobre las finanzas públicas asociadas a las necesidades crecientes de inversión estratégica.** Al hacer un mejor uso de los recursos disponibles, la mayor eficiencia del gasto puede servir para liberar espacio fiscal que se destine a inversión pública que impulse el crecimiento y para constituir colchones que permitan salvaguardar la sostenibilidad fiscal. En este contexto son clave dos dimensiones complementarias de la eficiencia: la eficiencia técnica, que se centra en maximizar la producción a partir de un conjunto dado de recursos o en minimizar los insumos para conseguir una producción determinada, y la eficiencia en la asignación de recursos, que garantiza que el gasto público priorice las partidas que impulsan el crecimiento económico<sup>1</sup>. La mayoría de los estudios empíricos que miden la eficiencia del gasto público ponen el foco en la eficiencia técnica<sup>2</sup>. Habida cuenta del aumento sustancial de las necesidades de inversión estratégica, se espera que la eficiencia

<sup>1</sup> Véase, por ejemplo, FMI (2025).

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Kapsoli *et al.* (2023), Afonso *et al.* (2024), Herrera *et al.* (2025) y Canzonieri y Giamboni (2024). En un trabajo reciente de Barnes *et al.* (2025) se pone el foco, en particular, en la eficiencia en la asignación de recursos para identificar ahorros potenciales.

en la asignación de recursos adquiera mayor relevancia. La reorientación de los recursos públicos desde el gasto corriente hacia la inversión estratégica —como la I+D en el sector de la defensa y la modernización de las infraestructuras públicas—, desplazaría la composición del gasto público hacia un gasto más productivo, lo que respaldaría el crecimiento potencial. Sin embargo, con frecuencia, el margen para incrementar la eficiencia en la asignación de recursos es limitado a corto plazo, debido a la rigidez presupuestaria derivada de obligaciones legales como el pago de las pensiones públicas o de los salarios del sector público<sup>3</sup>.

**Tomando como ejemplo la inversión pública en infraestructuras de transporte, los resultados empíricos apuntan a un margen considerable de mejora de la eficiencia.** Dado que las infraestructuras de transporte son el componente más importante de la inversión pública en la UE, en este artículo se analiza la eficiencia técnica del gasto en esta categoría específica. Se toma como ejemplo para ilustrar el posible margen de mejora de la eficiencia, aunque los resultados pueden no ser necesariamente representativos del conjunto de la economía. El énfasis en las infraestructuras de transporte también obedece al hecho de que una [encuesta reciente del Eurobarómetro](#) indica que alrededor de la mitad de los ciudadanos de la UE ven margen para una inversión pública de más calidad en este ámbito.

**El artículo se estructura como sigue:** en la sección 2 se examina la inversión pública en la UE comparándola con la de otras economías avanzadas y analizando los efectos macroeconómicos de la inversión productiva (recuadro 1). En la sección 3 se consideran las necesidades de inversión estratégica en la UE y se exploran las razones por las que muchos países se están enfrentando a restricciones de espacio fiscal. En la sección 4 se presenta un análisis empírico del margen para incrementar la eficiencia del gasto en inversión pública, con el foco puesto en la inversión en infraestructuras como ejemplo. Por último, en la sección 5 se recogen las conclusiones.

## Conclusiones

**El análisis muestra que existe una brecha de eficiencia técnica significativa en la inversión pública en infraestructuras de transporte en la UE.** Poniendo el foco en las infraestructuras de transporte, que son el componente más importante de la inversión pública en la UE, el análisis empírico sugiere un potencial de ahorro sustancial asociado a una mayor eficiencia que oscilaría entre 46 mm de euros y 50 mm de euros, aunque estas cifras están sujetas a una elevada incertidumbre. Las puntuaciones de eficiencia de la inversión en infraestructuras de transporte parecen ser considerablemente inferiores si se comparan con los resultados obtenidos en la literatura relativa al gasto en sanidad y educación en la UE. De hecho, los proyectos de infraestructuras tienden a ser más grandes y complejos, lo que los hace más proclives a ineficiencias. Un aumento de la eficiencia —sumado a

---

<sup>3</sup> En promedio, cerca del 50 % del gasto público en la UE está vinculado a pagos en concepto de pensiones, de salarios del sector público y de intereses, que son muy difíciles de ajustar a corto plazo. Aunque se trata de una aproximación (*proxy*) muy burda de la rigidez del gasto público, pueden encontrarse estimaciones más exhaustivas en FMI (2025).

una mayor priorización del gasto público hacia inversiones más productivas que se espera que promuevan el crecimiento— contribuiría a liberar espacio fiscal para inversiones estratégicas y a contener los riesgos para la sostenibilidad fiscal.

**La mejora de las prácticas de gestión de proyectos y de gobernanza puede incrementar la eficiencia de la inversión pública**<sup>4</sup>. La adopción de un marco de gestión de la inversión pública puede ayudar a identificar ámbitos en los que es preciso introducir mejoras. Estos marcos también facilitan las comparaciones entre países y el análisis comparativo de las mejores prácticas. Diversas instituciones, como el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea, el Banco Mundial y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, han desarrollado marcos de estas características que pueden usarse para analizar las prácticas de gobernanza nacionales de los organismos responsables de gestionar la inversión pública<sup>5</sup>. En particular, evalúan el diseño institucional —como la fortaleza de las instituciones y las reglas fiscales— y la eficiencia real, medida por el grado en que se alcanza el objetivo previsto. En el caso de los países de la UE, las evaluaciones recientes señalan que existe margen de mejora; ello incluye garantizar que el control de calidad se lleve a cabo en la fase preparatoria de los proyectos de inversión, integrar los ciclos de planificación y presupuestación, y asegurar que la planificación de la inversión incorpore en mayor medida consideraciones de sostenibilidad fiscal<sup>6</sup>.

**Cerrar la brecha de eficiencia requiere un conjunto específico de medidas para facilitar la inversión pública.** Estas medidas, que probablemente difieran entre países, van desde la reducción de la burocracia hasta la racionalización de las obligaciones de información regulatoria. Los países también parecen tener margen para mejorar su capacidad administrativa, racionalizar las estructuras de gobernanza para gestionar proyectos de inversión complejos —como los de infraestructuras de transporte— y eliminar la corrupción. Las revisiones del gasto pueden ayudar a priorizar el gasto público e identificar áreas con potencial de ahorro adicional. Varios países de la UE, como Dinamarca, España y Países Bajos, efectúan regularmente estas revisiones<sup>7</sup>. Aunque una evaluación pormenorizada de las medidas nacionales necesarias excede del ámbito de este artículo, abordar las ineficiencias requiere un análisis en profundidad de los factores subyacentes. Como estos factores varían considerablemente de un país a otro, algunas de las medidas de respuesta adecuadas tendrán que ser específicas para cada país. Por lo tanto, es importante que los ajustes necesarios queden adecuadamente reflejados en las orientaciones y el seguimiento de las políticas en el marco del Semestre Europeo, que coordina las políticas económicas en la UE<sup>8</sup>.

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

---

<sup>4</sup> Véase también FMI (2025).

<sup>5</sup> El marco de [Evaluación de la Gestión de la Inversión Pública](#) (PIMA, por sus siglas en inglés) del FMI fue el primero de estas características. La Comisión Europea lo amplió a cinco etapas clave (planificación, evaluación y selección, presupuestación, ejecución y revisiones *ex post*), y realiza encuestas periódicas.

<sup>6</sup> Véase Manescu (2026). Se ha constatado que solo un número reducido de países de la UE aplican buenas prácticas en la planificación de la inversión para grandes proyectos de infraestructuras.

<sup>7</sup> Para más información, véase Hoogeland *et al.* (2024).

<sup>8</sup> Véase Comisión Europea (2025b).

# 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
- .
- ...
- (p) Cifra provisional
- (d.) Desestacionalizado
- (s.d.) Sin desestacionalizar

## Composición de los datos de la zona del euro

Salvo indicación en contrario, todas las series de datos con observaciones para 2026 se refieren al grupo de 21 países miembros de la zona del euro.

# 1 Entorno exterior

## 1.1 Principales socios comerciales, PIB e IPC

	PIB <sup>1)</sup> (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 <sup>2)</sup> (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,5	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
2025	3,4	2,3	1,3	1,2	5,0	1,4	.	3,4	3,3	0,1	2,1
2025 I TR	0,8	-0,2	0,7	0,3	1,2	0,6	2,7	2,8	3,8	-0,1	2,3
II TR	0,9	0,9	0,2	0,6	1,0	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
III TR	0,9	1,1	0,1	-0,7	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
IV TR	0,7	0,4	0,1	0,3	1,2	0,2	.	3,4	3,0	0,6	2,1
2025 Sep	-	-	-	-	-	-	3,0	3,8	2,9	-0,3	2,2
Oct	-	-	-	-	-	-	-	3,6	3,0	0,2	2,1
Nov	-	-	-	-	-	-	2,7	3,2	2,9	0,7	2,1
Dic	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	.	0,8	2,0
2026 Ene	-	-	-	-	-	-	.	.	1,5	.	1,7
Feb	-	-	-	-	-	-	2,4	.	.	.	1,9

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 <sup>1)</sup>		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias <sup>2)</sup>	Total	Exportaciones <sup>1)</sup>	Importaciones <sup>1)</sup>
					Total	Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2023	14.664,0	14.138,0	7.750,1	3.097,9	3.215,1	1.642,0	929,1	637,6	75,0	-525,9	7.378,5	6.852,5
2024	15.234,5	14.568,9	8.040,1	3.260,4	3.196,6	1.631,3	925,9	633,1	71,8	-665,5	7.486,6	6.821,1
2025	15.820,6	15.202,3	8.321,8	3.411,1	3.352,0	1.692,1	950,7	702,4	117,3	-618,3	7.680,9	7.062,6
2025 I TR	3.910,0	3.750,9	2.058,3	836,3	834,5	417,4	233,4	182,0	21,9	-159,0	1.931,9	1.772,9
II TR	3.938,9	3.777,7	2.071,5	846,9	828,3	420,3	236,5	169,8	30,9	-161,2	1.911,0	1.749,8
III TR	3.970,4	3.822,1	2.087,3	857,1	842,0	424,9	240,3	175,0	35,7	-148,4	1.923,4	1.775,0
IV TR	4.014,0	3.862,2	2.109,5	871,3	853,8	433,8	242,4	175,9	27,6	-151,8	1.925,0	1.773,2
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,6	21,2	10,7	6,0	4,4	0,7	-3,9	-	-
<i>Volúmenes encadenados (precios del año anterior)</i>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2025 I TR	0,6	0,5	0,3	-0,2	2,7	0,8	0,0	11,3	-	-	2,4	2,3
II TR	0,1	0,4	0,3	0,4	-1,5	0,2	1,0	-8,4	-	-	-0,5	0,0
III TR	0,3	0,7	0,2	0,7	1,3	0,4	1,4	3,1	-	-	0,8	1,8
IV TR	0,2	0,3	0,4	0,5	0,6	1,4	0,3	-0,7	-	-	-0,4	-0,2
<i>tasas de variación interanual</i>												
2023	0,4	0,1	0,5	1,5	2,4	1,1	2,3	6,4	-	-	-1,2	-2,0
2024	0,9	0,6	1,4	2,3	-2,5	-2,6	-1,9	-3,2	-	-	0,5	-0,1
2025	1,4	2,1	1,5	1,5	2,9	1,4	1,5	8,9	-	-	2,0	3,6
2025 I TR	1,6	2,2	1,6	1,9	2,4	0,2	0,1	11,4	-	-	2,7	4,0
II TR	1,6	2,6	1,7	1,4	3,6	1,3	0,1	15,7	-	-	0,7	2,8
III TR	1,4	2,0	1,4	1,5	3,3	2,2	3,6	5,3	-	-	2,9	4,2
IV TR	1,2	1,9	1,3	1,4	3,1	2,9	2,6	4,2	-	-	2,4	3,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2025 I TR	0,6	0,4	0,2	0,0	0,6	0,1	0,0	0,5	-0,2	0,2	-	-
II TR	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,4	-0,2	-	-
III TR	0,3	0,7	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,4	-	-
IV TR	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2023	0,4	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,1	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	0,9	0,6	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	-	-
2025	1,4	2,0	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,3	-0,6	-	-
2025 I TR	1,6	2,1	0,8	0,4	0,5	0,0	0,0	0,5	0,3	-0,5	-	-
II TR	1,6	2,5	0,9	0,3	0,7	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,9	-	-
III TR	1,4	1,9	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,5	-	-
IV TR	1,2	1,8	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,6	-	-

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
<b>Precios corrientes (mm de euros)</b>												
2023	13.266,2	224,3	2.616,0	710,8	2.462,9	697,4	600,2	1.472,4	1.614,6	2.455,9	411,6	1.397,8
2024	13.718,6	233,8	2.594,3	725,6	2.547,8	734,5	635,5	1.528,3	1.687,4	2.598,6	432,8	1.515,8
2025	14.220,2	243,8	2.685,2	754,4	2.623,4	768,6	658,2	1.558,3	1.751,0	2.727,1	450,0	1.600,4
2025 I TR	3.512,4	60,1	669,5	185,7	649,8	188,8	162,1	385,6	430,4	669,6	110,7	397,6
II TR	3.542,5	61,4	671,1	188,5	654,9	190,5	162,2	388,1	435,0	678,3	112,4	396,4
III TR	3.565,5	61,8	668,9	189,5	657,9	193,2	165,9	390,3	440,8	684,0	113,2	404,9
IV TR	3.611,6	60,4	681,9	192,4	663,0	196,3	168,3	394,2	445,7	695,6	113,7	402,4
<i>en porcentaje del valor añadido</i>												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,4	5,4	4,6	11,0	12,3	19,2	3,2	-
<b>Volumenes encadenados (precios del año anterior)</b>												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2025 I TR	0,7	1,4	1,8	0,9	0,6	0,8	0,6	0,2	0,3	0,1	0,2	-0,3
II TR	0,1	-0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	-0,9	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2
III TR	0,3	0,7	0,0	0,2	0,4	1,2	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,0
IV TR	0,2	0,3	-0,2	0,7	0,0	0,9	0,7	0,4	0,2	0,2	0,0	0,3
<i>tasas de variación interanual</i>												
2023	0,7	-2,7	-1,7	1,7	-0,2	6,8	-2,9	2,1	2,2	1,0	3,5	-1,8
2024	0,9	-0,4	-0,5	-1,5	1,0	3,0	1,5	1,2	1,4	1,8	1,9	0,8
2025	1,3	1,5	2,2	0,5	1,3	3,3	0,2	0,9	1,0	1,1	0,6	1,8
2025 I TR	1,5	1,0	2,9	-0,5	1,2	3,3	0,3	0,8	1,0	1,6	1,2	2,7
II TR	1,4	1,5	2,8	0,4	1,3	3,5	-0,4	1,0	0,7	1,1	1,1	2,9
III TR	1,4	2,1	2,2	1,2	1,5	3,3	0,3	0,9	1,0	1,1	-0,3	1,4
IV TR	1,3	1,8	1,6	1,9	1,4	3,3	0,8	0,9	1,4	0,8	0,7	0,3
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2025 I TR	0,7	0,0	0,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
II TR	0,1	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	-
IV TR	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales</i>												
2023	0,7	0,0	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,1	-
2024	0,9	0,0	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,3	0,0	0,4	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 I TR	1,5	0,0	0,6	0,0	0,2	0,2	0,0	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	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
IV TR	1,3	0,0	0,3	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## 2 Actividad económica

### 2.3 Empleo<sup>1)</sup>

(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
<b>Personas ocupadas</b>													
<i>en porcentaje del total de personas ocupadas</i>													
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	24,3	3,4	2,3	1,0	14,2	24,9	6,6
2025	100,0	86,1	13,9	2,7	13,8	6,4	24,4	3,4	2,3	1,1	14,2	25,1	6,6
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	1,0	1,0	0,6	-1,0	0,3	0,9	1,0	2,0	1,5	-0,6	0,7	1,5	1,1
2025	0,7	0,7	0,9	-1,7	-0,4	1,2	0,7	-0,1	1,3	2,2	0,9	1,2	1,1
2025 I TR	0,8	0,8	0,4	-1,7	-0,3	0,9	0,7	0,8	1,4	2,8	0,7	1,5	1,4
II TR	0,7	0,6	1,1	-2,1	-0,5	1,0	1,0	0,2	1,2	2,9	0,8	1,2	0,8
III TR	0,6	0,6	1,0	-1,9	-0,4	1,3	0,6	-0,5	1,3	2,4	0,7	1,1	1,0
IV TR	0,7	0,6	1,2	-1,1	-0,5	1,5	0,6	-1,0	1,2	0,7	1,3	1,1	1,1
<b>Horas trabajadas</b>													
<i>en porcentaje del total de horas trabajadas</i>													
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
2025	100,0	82,1	17,9	3,5	14,3	7,4	25,0	3,6	2,4	1,1	14,3	22,4	6,0
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	1,4	-0,1	1,2	1,7	1,5
2025	0,4	0,5	-0,2	-2,3	-0,8	0,9	0,1	-0,4	0,9	1,8	0,7	1,1	1,6
2025 I TR	0,5	0,7	-0,7	-2,5	-0,8	0,7	0,2	0,8	1,0	2,5	0,4	1,5	2,0
II TR	0,3	0,4	-0,2	-2,3	-1,1	1,2	0,2	-0,2	0,8	2,5	0,5	0,9	1,6
III TR	0,7	0,7	0,6	-2,3	-0,2	1,3	0,5	-0,7	1,1	3,8	1,1	1,3	1,8
IV TR	0,8	0,9	0,2	-1,6	-0,1	1,4	0,3	-0,4	1,7	-0,8	1,4	1,5	1,8
<b>Horas trabajadas por persona ocupada</b>													
<i>tasas de variación interanual</i>													
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	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,5	0,5	0,3	0,4
2025	-0,3	-0,2	-1,1	-0,6	-0,4	-0,3	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,1	0,6
2025 I TR	-0,3	-0,1	-1,0	-0,7	-0,5	-0,2	-0,5	0,0	-0,4	-0,3	-0,3	0,0	0,6
II TR	-0,4	-0,2	-1,3	-0,3	-0,6	0,1	-0,8	-0,4	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	0,8
III TR	0,1	0,2	-0,4	-0,3	0,2	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	1,4	0,3	0,2	0,8
IV TR	0,1	0,3	-1,0	-0,5	0,4	-0,1	-0,3	0,6	0,4	-1,5	0,1	0,4	0,7

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 <sup>1)</sup>										Tasa de vacantes <sup>3)</sup>	
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa <sup>2)</sup>	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de la población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones	% de la población activa	Millones		% de la población activa
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
% del total en 2024			100,0			78,8		21,2		51,3		48,7		
2023	172,765	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,711	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,354	2,8	11,053	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,665	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,999	2,8	11,133	6,4	2,0	8,758	5,5	2,375	14,9	5,738	6,2	5,394	6,5	2,2
2025 I TR	175,637	2,7	11,072	6,3	2,1	8,702	5,5	2,371	14,8	5,651	6,1	5,421	6,6	2,4
II TR	176,037	2,8	11,199	6,4	2,1	8,854	5,5	2,345	14,6	5,814	6,2	5,385	6,5	2,2
III TR	176,048	2,8	11,234	6,4	2,0	8,855	5,5	2,380	14,9	5,790	6,2	5,444	6,6	2,1
IV TR	176,276	2,8	11,026	6,3	2,0	8,621	5,4	2,405	15,1	5,699	6,1	5,327	6,4	2,2
2025 Ago	-	-	11,107	6,3	-	8,756	5,5	2,351	14,8	5,718	6,1	5,389	6,5	-
Sep	-	-	11,144	6,3	-	8,747	5,5	2,397	15,0	5,743	6,1	5,401	6,5	-
Oct	-	-	11,140	6,3	-	8,700	5,4	2,440	15,3	5,772	6,2	5,369	6,5	-
Nov	-	-	11,026	6,3	-	8,635	5,4	2,392	15,0	5,744	6,1	5,282	6,4	-
Dic	-	-	10,954	6,2	-	8,575	5,3	2,380	15,0	5,695	6,1	5,260	6,4	-
2026 Ene	-	-	10,770	6,1	-	8,418	5,2	2,352	14,8	5,596	6,0	5,174	6,3	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) En caso de que todavía no se hayan publicado los datos anuales y trimestrales de la encuesta de población activa, dichos datos se calculan como medias simples de los datos mensuales. En febrero de 2022 se publicaron por primera vez series temporales sin rupturas relativas a la zona del euro y la UE, tras la implementación del Reglamento por el que se establece un marco integrado para las estadísticas sociales europeas en 2021. Para más detalles sobre la corrección de rupturas, véase Eurostat (2024), «EU labour force survey – correction for breaks in time series», Statistics Explained, actualizado el 13 de septiembre de 2024.

2) Sin desestacionalizar.

3) La tasa de vacantes es igual al número de vacantes dividido por la suma de puestos de trabajo ocupados y el número de vacantes, expresado en porcentaje. Los datos no están desestacionalizados y abarcan la industria, la construcción y los servicios (excluidos los hogares como empleadores y las organizaciones y organismos extraterritoriales).

Nota: Los datos de la zona del euro incluyen a Bulgaria.

### 2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

	Producción Industrial						Producción de la construcción	Ventas del comercio al por menor			Producción de servicios <sup>1)</sup>	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							
% del total en 2021	100,0	88,7	32,4	33,2	22,5	11,9	100,0	100,0	38,1	54,4	7,5	100,0	100,0
tasas de variación interanual													
2023	-1,7	-1,3	-6,1	3,1	-1,0	-5,4	2,0	-1,8	-2,5	-1,0	-1,6	2,3	14,6
2024	-3,0	-3,2	-4,0	-4,9	-0,1	-0,1	-1,0	1,4	0,9	1,8	0,7	1,6	-8,5
2025	1,5	1,6	-0,6	0,8	5,5	0,9	0,1	2,4	1,4	3,1	2,2	2,1	10,4
2025 I TR	1,3	1,3	-1,2	-1,6	8,9	0,4	-0,3	2,3	1,5	3,1	1,7	2,8	-2,4
II TR	1,2	1,2	-1,4	0,5	5,7	1,4	0,5	3,0	2,1	3,6	4,0	2,3	-1,6
III TR	1,6	1,7	-0,5	1,2	5,1	0,5	0,3	2,0	0,9	2,8	1,5	2,6	6,4
IV TR	2,1	2,1	0,7	3,1	2,6	1,4	-0,1	2,2	1,2	3,0	1,7	1,0	4,1
2025 Ago	1,3	1,6	-1,5	-0,1	7,7	-0,8	0,7	1,8	0,9	2,6	0,9	2,2	8,1
Sep	1,3	1,3	0,5	1,3	1,9	1,8	-0,3	1,4	0,7	1,6	1,4	2,7	4,9
Oct	1,9	1,6	0,5	0,5	4,4	5,0	1,8	2,1	1,3	3,1	2,1	2,1	4,9
Nov	2,2	2,2	0,2	3,5	3,1	0,5	-1,3	2,6	1,0	3,9	1,0	0,3	5,4
Dic	2,2	2,6	1,5	5,6	-0,1	-1,0	-0,9	1,8	1,3	2,3	2,0	0,7	2,0
2026 Ene	-1,2	-2,2	-2,1	1,1	-6,2	5,8	.	2,0	1,4	2,4	0,7	.	1,1
tasas de variación intermensual (d.)													
2025 Ago	-0,8	-0,7	-0,2	-1,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	0,4	-0,5	-0,3	-0,2	0,8
Sep	0,0	-0,4	0,2	-0,1	-2,5	1,1	-0,8	0,3	-0,2	0,3	0,1	0,1	-0,2
Oct	0,7	0,5	0,3	0,4	1,4	1,7	1,7	0,4	0,5	0,4	0,5	0,3	1,4
Nov	0,2	0,6	0,0	2,4	-1,5	-2,6	-1,5	0,0	-0,4	0,6	-0,2	-0,7	3,2
Dic	-0,6	-0,6	-0,2	-0,7	0,5	-0,3	0,8	0,2	0,4	-0,4	0,6	0,2	-4,8
2026 Ene	-1,5	-2,3	-1,9	-2,3	-5,6	4,7	.	-0,1	0,3	-0,2	-1,1	.	-1,0

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

Nota: Los datos de la zona del euro incluyen a Bulgaria.

## 2 Actividad económica

### 2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios	
		Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-2021	.	.	.	.	.	.	.	.
2023	96,3	-6,1	80,6	-16,1	-1,1	-4,1	6,7	90,4
2024	95,9	-10,8	78,4	-12,6	-4,2	-6,8	6,3	90,1
2025	95,9	-10,1	77,6	-13,4	-2,6	-6,6	4,1	90,0
2025 II TR	94,7	-10,7	77,5	-14,3	-3,0	-7,7	2,8	89,8
III TR	95,9	-10,0	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9	89,9
IV TR	97,2	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,3	5,1	89,9
2026 I TR	.	.	77,8	.	.	.	.	89,7
2025 Sep	96,1	-9,9	.	-13,4	-3,0	-7,5	4,1	.
Oct	97,3	-8,0	77,9	-12,6	-2,2	-6,7	4,2	89,9
Nov	97,4	-8,9	.	-12,8	-1,2	-5,5	5,6	.
Dic	97,0	-8,6	.	-13,2	-1,1	-6,6	5,4	.
2026 Ene	99,3	-6,8	77,8	-12,4	-1,3	-5,7	6,8	89,7
Feb	98,3	-7,1	.	-12,2	-2,1	-4,5	5,0	.

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

Nota: Los datos de la zona del euro incluyen a Bulgaria.

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto <sup>2)</sup>	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios <sup>3)</sup>	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento <sup>4)</sup>	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) <sup>1)</sup>		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	12,6	2,4	8,0	37,9	5,2	72,6	5,0	9,7	3,4
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,2	1,9	37,1	5,9	68,5	1,6	3,6	0,7
2024	15,2	81,7	2,4	2,2	-2,7	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	-2,4	0,8
2024 IV TR	15,2	81,7	2,2	2,2	-1,4	6,0	5,5	35,6	4,3	67,0	1,8	2,2	0,8
2025 I TR	15,2	81,3	1,1	2,4	0,1	5,4	6,0	35,5	4,0	67,0	2,8	8,1	1,8
II TR	15,2	81,5	1,4	2,6	2,9	5,5	5,4	35,4	3,6	66,2	2,5	12,3	1,6
III TR	15,2	81,4	0,8	2,6	2,9	4,8	4,9	35,2	3,5	65,9	2,2	7,2	1,5

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 <sup>1)</sup>	
	Total			Bienes		Servicios		Renta primaria		Renta secundaria		Ingresos	Pagos
	Ingresos	Pagos	Neto	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos	Ingresos	Pagos		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2025 I TR	1.551,1	1.475,8	75,3	753,5	642,8	391,6	361,1	357,8	381,5	48,3	90,3	32,0	26,6
II TR	1.503,5	1.419,8	83,7	716,9	630,0	387,5	349,0	349,8	344,7	49,1	96,1	18,6	17,3
III TR	1.467,6	1.421,8	45,8	721,4	626,5	382,1	355,9	316,9	342,5	47,2	96,9	23,5	20,5
IV TR	1.476,1	1.425,6	50,5	707,0	630,6	383,9	344,5	336,7	355,0	48,5	95,5	35,2	17,9
2025 Jul	489,2	471,9	17,3	239,6	209,8	126,6	118,5	107,6	111,4	15,4	32,2	8,8	5,4
Ago	486,6	474,1	12,5	238,6	207,7	128,0	119,0	104,5	115,2	15,6	32,2	5,5	6,3
Sep	491,8	475,7	16,1	243,2	209,1	127,6	118,3	104,8	115,8	16,3	32,5	9,2	8,8
Oct	495,1	468,1	27,0	235,4	202,7	127,9	114,6	116,1	119,0	15,6	31,8	7,6	4,7
Nov	493,2	484,3	8,9	234,3	210,6	128,6	116,7	113,0	124,5	17,3	32,5	9,2	4,3
Dic	487,9	473,3	14,6	237,3	217,3	127,4	113,3	107,6	111,5	15,6	31,3	18,4	8,9
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2025 Dic	5.998,3	5.743,0	255,3	2.898,8	2.529,8	1.545,1	1.410,6	1.361,2	1.423,7	193,2	378,9	109,2	82,3
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2025 Dic	37,9	36,3	1,6	18,3	16,0	9,8	8,9	8,6	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 euro<sup>1)</sup>, en términos nominales y reales por grupos de productos<sup>2)</sup>

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Total (s.d.)		Exportaciones (FOB)					Importaciones (CIF)					
	Exportaciones	Importaciones	Total				Pro memoria: Manu- facturas	Total				Pro memoria:	
			Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo		Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo	Manu- facturas	Petró- leo
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2025 I TR	8,0	7,7	768,2	378,0	145,6	230,9	640,1	708,3	400,1	115,1	178,0	508,0	67,7
II TR	0,0	1,7	725,3	337,9	139,3	229,7	604,4	692,2	382,6	117,8	176,7	506,1	59,4
III TR	1,4	1,9	724,4	338,9	146,0	223,6	601,6	690,7	377,5	119,6	176,4	509,6	63,1
IV TR	0,3	-0,3	719,4	.	.	.	591,8	683,5	.	.	.	506,7	.
2025 Jul	0,6	2,7	239,1	109,6	49,6	75,3	198,0	232,2	127,5	39,9	59,5	170,7	21,7
Ago	-4,6	-3,6	236,8	108,9	47,9	74,2	195,8	227,4	124,1	39,4	57,9	167,8	20,4
Sep	7,8	6,1	248,5	120,4	48,5	74,2	207,7	231,1	125,9	40,3	59,0	171,1	20,9
Oct	1,2	-3,3	237,6	109,2	48,3	74,3	196,2	223,5	121,0	39,9	55,4	167,1	18,5
Nov	-3,4	-1,1	239,5	110,5	46,8	75,4	197,6	229,3	125,4	39,9	58,1	169,8	19,1
Dic	3,4	4,2	242,3	.	.	.	198,0	230,7	.	.	.	169,7	.
En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)													
2024 IV TR	-2,1	1,9	94,3	87,9	90,8	108,2	94,3	100,4	95,6	98,4	110,1	100,6	135,0
2025 I TR	0,6	1,9	98,2	93,6	94,3	108,2	98,7	100,6	96,1	98,1	110,7	100,9	129,0
II TR	-2,8	1,0	94,2	87,3	90,5	109,0	94,2	100,9	95,5	101,7	111,3	101,5	134,9
III TR	0,2	3,0	95,2	88,6	94,9	106,7	95,2	102,0	96,4	104,0	111,4	103,1	137,8
2025 Jun	-1,3	6,2	93,4	85,1	90,8	109,9	93,1	103,2	96,8	105,2	115,2	104,2	134,3
Jul	-0,1	3,6	94,9	86,4	96,6	108,0	94,9	102,1	96,7	103,8	111,4	103,1	136,5
Ago	-5,8	-1,5	93,8	86,1	94,7	106,3	93,4	101,5	96,0	104,0	110,3	102,8	136,8
Sep	6,1	6,5	96,8	93,4	93,6	105,9	97,3	102,4	96,4	104,4	112,5	103,5	140,3
Oct	-0,1	-2,6	93,1	84,9	93,0	106,3	92,8	99,0	92,8	104,2	105,6	100,6	131,6
Nov	-5,0	1,3	93,0	85,3	90,1	106,5	92,7	103,1	96,8	105,6	110,9	103,8	141,3

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 Consumo<sup>1)</sup>

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) <sup>2)</sup>						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	Alimen- tos no elabo- rados	Bienes industriales no ener- géticos	Energía (s.d.)	Servicios	Total IAPC, excluidos precios administrados	Precios adminis- trados
		Total	Total, excluidos energía y alimentos										
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2024	100,0	100,0	70,6	54,9	45,1	100,0	14,2	5,3	25,5	9,9	45,1	88,5	11,5
2023	95,7	5,4	4,9	5,7	4,9	-	-	-	-	-	-	5,5	4,9
2024	97,9	2,4	2,8	1,1	4,0	-	-	-	-	-	-	2,3	3,3
2025	100,0	2,1	2,4	1,0	3,4	-	-	-	-	-	-	2,0	2,9
2025 I TR	98,9	2,3	2,6	1,2	3,7	0,8	0,5	0,6	0,2	2,9	0,9	2,2	3,6
II TR	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,1	0,0	-4,1	0,9	1,9	2,9
III TR	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	0,9	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
IV TR	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,5	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,8	2,0	2,3
2025 Sep	100,5	2,2	2,4	1,4	3,2	0,2	0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,3	2,2	2,6
Oct	100,7	2,1	2,4	1,0	3,4	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2	0,3	2,1	2,3
Nov	100,5	2,1	2,4	1,0	3,5	0,2	0,1	0,0	0,0	1,0	0,2	2,1	2,3
Dic	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,7	-0,1	-0,9	0,3	1,9	2,2
2026 Ene	100,1	1,7	2,2	0,4	3,2	0,2	0,1	0,7	0,1	0,8	0,2	1,6	1,8
Feb	100,7	1,9	2,4	0,7	3,4	0,3	-0,1	1,0	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4

	Bienes						Servicios					
	Alimentos (incluidas bebidas alcohólicas y tabaco)			Bienes industriales			Vivienda		Transporte	Comuni- caciones	Recreativos y perso- nales	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	14,2	5,3	35,5	25,5	9,9	9,6	5,6	7,5	2,4	16,3	9,4
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9
2025 I TR	2,6	2,7	2,5	0,5	0,6	0,4	3,3	2,9	3,9	-1,7	4,2	4,1
II TR	3,1	2,8	3,8	-0,5	0,5	-3,2	3,3	3,0	4,4	-1,8	3,8	3,9
III TR	3,1	2,8	4,2	0,1	0,7	-1,6	3,2	2,9	3,7	-0,9	3,2	3,8
IV TR	2,5	2,3	3,0	0,1	0,5	-1,1	3,2	3,0	3,7	0,6	3,7	3,7
2025 Sep	3,0	2,7	3,9	0,5	0,7	-0,4	3,2	2,9	3,3	0,3	3,4	3,7
Oct	2,5	2,4	2,7	0,2	0,6	-0,9	3,2	2,9	3,9	1,0	3,4	3,7
Nov	2,4	2,3	2,7	0,2	0,5	-0,5	3,2	3,0	3,3	0,4	3,9	3,7
Dic	2,5	2,1	3,5	-0,3	0,3	-1,9	3,2	3,0	3,8	0,5	3,6	3,6
2026 Ene	2,6	2,0	4,2	-0,8	0,4	-4,0	3,2	3,0	2,7	0,0	3,7	3,3
Feb	2,5	1,8	4,6	-0,4	0,7	-3,1	3,1	2,8	3,4	0,1	4,0	3,2

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) En mayo de 2016, el BCE empezó a publicar nuevas series desestacionalizadas del IAPC de la zona del euro, tras una revisión del método de desestacionalización descrita en el recuadro 1 del Boletín Económico 3/2016 del BCE (<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinEconomicoBCE/2016/Fich/bebce1603.pdf#page=20>).

## 3 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 <sup>1)</sup>										Construcción <sup>2)</sup>	Precios de los inmuebles residenciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales <sup>3)</sup>
	Total (índice: 2021 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufacturera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimentación, bebidas y tabaco	No alimentación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% del total en 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,1	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,0	-4,5
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	.	.
2025 I TR	127,8	2,4	0,7	1,3	0,9	1,7	2,1	1,6	1,6	5,4	0,7	5,3	1,1
II TR	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,3	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,1	2,1
III TR	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,1	.
IV TR	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,7	.	.
2025 Ago	124,1	-0,6	0,3	0,9	-0,2	1,7	2,4	2,1	1,6	-3,8	-	-	-
Sep	124,0	-0,1	0,9	0,9	-0,1	1,8	2,3	1,9	1,5	-2,1	-	-	-
Oct	124,1	-0,4	0,5	0,9	0,3	1,7	2,1	1,3	1,6	-3,4	-	-	-
Nov	125,1	-1,3	0,8	1,0	0,5	1,8	2,0	0,9	1,9	-6,0	-	-	-
Dic	124,7	-2,0	0,3	1,0	0,8	1,7	1,9	0,6	1,8	-8,4	-	-	-
2026 Ene	125,6	-2,1	0,2	1,2	1,5	1,6	1,4	0,1	1,6	-8,9	-	-	-

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](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html) para más información).

Nota: Los datos de la zona del euro que se presentan en las columnas 1 a 11 incluyen a Bulgaria.

### 3.3 Precios de las materias primas y deflatores del PIB

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Deflatores del PIB							Precios del petróleo (Brent - contado, dólares USA)	Precios de las materias primas no energéticas (EUR)						
	Total (d.; índice: 2020 = 100)	Total	Demanda interna				Exportaciones <sup>1)</sup>		Importaciones <sup>1)</sup>	Ponderados por las importaciones <sup>2)</sup>			Ponderados por el destino <sup>2)</sup>		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Alimentación	No alimentación	Total	Alimentación	No alimentación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% del total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2023	114,0	6,1	4,8	6,3	3,7	4,1	0,7	-2,2	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,3	3,0	2,4	2,4	2,9	2,0	0,9	-0,3	82,0	2,9	2,8	3,0	3,9	4,3	3,5
2025	120,2	2,4	2,2	2,0	3,0	1,9	0,5	-0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 I TR	119,1	2,3	2,3	1,9	2,9	1,8	2,1	1,9	76,7	11,1	15,8	7,1	12,3	16,3	8,2
II TR	119,8	2,5	2,1	1,9	3,0	2,0	0,4	-0,4	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
III TR	120,4	2,4	2,2	2,0	2,8	1,7	0,0	-0,7	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
IV TR	121,5	2,5	2,2	2,3	3,4	2,0	-0,3	-1,1	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2025 Sep	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-0,5	-0,5	-0,5	-2,5	-3,3	-1,7
Oct	-	-	-	-	-	-	-	-	65,2	-3,3	-5,0	-1,9	-5,4	-7,5	-3,3
Nov	-	-	-	-	-	-	-	-	64,1	-4,5	-8,2	-1,5	-7,1	-10,9	-3,2
Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,2	-16,1	-1,9
2026 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,3	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,4	-4,1	-13,3	-18,3	-7,9

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y LSEG (London Stock Exchange Group) (col. 9).

1) Los deflatores 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.

Nota: Los datos de la zona del euro que se presentan en las columnas 10 a 15 incluyen a Bulgaria.

## 3 Precios y costes

### 3.4 Encuestas de opinión relacionadas con precios

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos)				
	Expectativas de precios de venta (para los tres próximos meses)				Tendencias de los precios e consumo en los 12 meses anteriores
	Manufacturas	Comercio al por menor	Servicios	Construcción	
	1	2	3	4	5
1999-21	35,9	27,7	12,6	23,8	36,3
2023	9,0	28,8	19,6	15,0	75,6
2024	6,1	14,6	15,1	4,7	55,9
2025	9,0	16,9	13,9	4,7	48,9
2025 I TR	10,4	17,0	15,4	4,8	50,0
II TR	8,2	16,3	13,6	3,4	49,2
III TR	7,8	16,8	13,3	3,0	48,0
IV TR	9,6	17,4	13,5	7,8	48,4
2025 Sep	7,4	16,9	12,2	4,5	47,6
Oct	7,8	16,1	12,3	6,7	48,0
Nov	10,0	18,3	13,7	7,9	48,0
Dic	10,9	17,8	14,5	8,7	49,1
2026 Ene	10,3	16,4	14,1	8,6	46,9
Feb	11,5	17,1	13,9	6,5	45,8

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

Nota: Los datos de la zona del euro incluyen a Bulgaria..

### 3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados <sup>1)</sup>
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% del total en 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,5	4,7	4,5	5,2	5,0	4,0	4,5
2024	115,7	4,7	4,7	4,5	4,7	4,5	4,5
2025	119,8	3,6	3,4	4,0	3,8	3,1	2,8
2025 I TR	112,3	3,5	3,6	3,5	4,0	2,5	2,5
II TR	124,3	3,9	3,9	4,0	4,3	3,1	4,0
III TR	115,8	3,4	3,3	4,0	3,5	3,4	1,9
IV TR	126,7	3,3	2,9	4,5	3,3	3,4	3,0

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](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- turer a y su- ministro de energía eléctrica, gas y agua	Cons- trucción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comuni- caciones	Activi- dades financie- ras y de seguros	Activi- dades inmo- biliarias	Actividades profesionales, administrati- vas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entre- tenimiento y otros servicios
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Costes laborales unitarios</b>												
2023	109,4	6,4	6,3	8,4	4,6	7,7	2,2	9,9	3,3	5,6	5,1	3,5
2024	114,3	4,5	3,8	5,1	7,0	4,5	3,0	3,8	1,4	3,9	4,4	3,7
2025	118,0	3,2	0,4	0,9	4,7	3,1	0,5	4,9	4,6	3,7	4,5	4,6
2025 I TR	116,2	3,1	1,3	0,1	5,5	3,6	1,5	4,4	3,9	3,9	4,2	3,6
II TR	117,3	3,1	0,4	0,4	5,7	3,1	0,5	6,0	4,9	4,6	4,3	4,5
III TR	118,2	3,2	-0,3	1,3	4,1	2,7	0,7	4,8	5,5	3,6	4,2	6,2
IV TR	119,1	3,1	-0,2	1,2	3,0	2,6	-0,6	4,2	4,1	2,8	5,1	4,1
<b>Remuneración por asalariado</b>												
2023	114,8	5,3	4,6	5,6	4,8	5,4	4,9	6,0	3,3	5,9	4,8	5,3
2024	119,9	4,5	4,4	4,3	4,3	4,4	4,0	3,8	3,3	4,7	4,7	4,5
2025	124,6	3,9	3,7	3,6	4,1	3,6	4,0	3,8	3,2	3,8	4,4	4,2
2025 I TR	122,8	3,9	4,1	3,3	4,1	4,2	4,1	3,1	1,8	4,3	4,3	3,5
II TR	124,1	4,0	4,0	3,7	4,9	3,4	3,8	4,4	2,9	4,4	4,3	4,8
III TR	125,2	4,0	3,9	3,9	4,0	3,6	4,5	3,8	4,0	3,9	4,2	4,8
IV TR	126,2	3,7	2,7	3,4	3,5	3,3	3,7	3,7	4,2	2,8	4,7	3,6
<b>Productividad del trabajo por persona ocupada</b>												
2023	104,9	-1,1	-1,6	-2,5	0,1	-2,1	2,6	-3,6	0,1	0,3	-0,3	1,7
2024	104,9	-0,1	0,6	-0,8	-2,5	-0,1	1,0	0,0	1,8	0,7	0,3	0,8
2025	105,6	0,7	3,3	2,6	-0,6	0,5	3,5	-1,1	-1,3	0,1	-0,1	-0,4
2025 I TR	105,7	0,8	2,8	3,2	-1,4	0,5	2,5	-1,2	-1,9	0,3	0,1	-0,2
II TR	105,7	0,9	3,6	3,3	-0,7	0,3	3,3	-1,5	-1,9	-0,1	-0,1	0,3
III TR	105,8	0,8	4,1	2,6	-0,1	0,9	3,8	-1,0	-1,4	0,3	0,0	-1,3
IV TR	105,9	0,6	2,9	2,1	0,5	0,8	4,4	-0,4	0,1	0,0	-0,3	-0,4
<b>Remuneración por hora trabajada</b>												
2023	108,4	4,9	4,0	5,4	4,7	5,1	5,1	5,7	3,6	5,4	4,2	4,5
2024	113,0	4,2	4,5	4,4	4,3	4,3	3,7	3,8	2,9	3,9	4,4	4,2
2025	117,6	4,1	3,7	3,9	4,2	3,9	4,2	4,1	4,2	4,1	4,4	3,5
2025 I TR	115,7	4,1	4,3	3,8	4,2	4,3	3,9	3,6	2,3	4,5	4,2	2,7
II TR	116,9	4,2	3,6	4,2	4,4	3,7	4,0	4,8	3,9	4,8	4,5	4,0
III TR	117,8	3,8	4,5	3,6	3,9	3,4	5,0	4,2	4,2	3,7	3,9	4,3
IV TR	118,1	3,4	2,4	2,8	3,5	3,5	3,1	3,2	6,0	2,5	4,2	2,4
<b>Productividad del trabajo por hora</b>												
2023	98,9	-1,3	-1,3	-2,7	0,4	-2,1	2,7	-3,6	0,4	0,0	-0,8	1,1
2024	98,7	-0,2	0,2	-0,7	-2,6	-0,1	0,8	0,1	1,3	0,2	0,0	0,4
2025	99,7	1,0	3,9	3,0	-0,3	1,2	3,7	-0,8	-0,9	0,3	0,0	-1,0
2025 I TR	99,4	1,2	3,6	3,8	-1,2	1,0	2,5	-0,7	-1,6	0,7	0,1	-0,8
II TR	99,6	1,3	3,9	3,9	-0,8	1,1	3,7	-1,2	-1,5	0,2	0,2	-0,5
III TR	99,6	0,7	4,5	2,4	-0,1	1,0	4,0	-0,8	-2,8	0,0	-0,2	-2,0
IV TR	99,2	0,5	3,4	1,7	0,5	1,1	3,8	-0,9	1,7	0,0	-0,8	-1,1

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 <sup>1)</sup>					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,00	-0,04
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,25	0,47
2025 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
Dic	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,54
2026 Ene	1,93	1,96	2,03	2,14	2,25	3,66	0,73
Feb	1,93	1,95	2,01	2,14	2,22	3,67	0,73

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 <sup>1), 2)</sup>					Zona del euro <sup>1), 2)</sup>	Estados Unidos	Diferenciales Japón	Zona del euro <sup>1), 2)</sup>			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 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
Dic	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2026 Ene	1,97	1,98	2,05	2,38	2,90	0,92	0,82	1,21	2,03	2,22	2,97	3,77
Feb	1,96	1,95	1,98	2,23	2,73	0,78	0,52	1,09	1,96	2,08	2,74	3,59

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									Standard & Poor's 500	Nikkei 225	
	Índice amplio	50	Materiales básicos	Servicios de consumo	Bienes de consumo	Petróleo y gas	Servicios financieros	Industria	Tecnología	Energéticas	Telecomunicaciones	Sanidad	Standard & Poor's 500	Nikkei 225
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2023	452,0	4.272,0	968,5	292,7	169,2	119,2	186,7	809,8	861,5	367,8	283,1	803,6	4.285,6	30.716,6
2024	502,8	4.870,4	992,6	299,1	161,1	123,9	231,6	951,6	1.069,3	378,7	301,6	792,1	5.430,7	38.395,3
2025	565,6	5.396,9	961,3	270,5	155,2	135,2	321,9	1.153,7	1.104,9	444,9	356,1	855,9	6.216,9	41.794,2
2025 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
Dic	604,4	5.730,9	921,2	274,9	150,2	153,8	372,7	1.214,5	1.167,1	498,3	337,6	902,9	6.853,0	50.162,4
2026 Ene	628,1	5.951,6	940,4	271,3	150,5	162,5	385,3	1.281,0	1.284,1	526,6	343,5	908,5	6.929,1	53.077,3
Feb	640,9	6.051,7	1.028,4	262,6	162,5	184,9	388,5	1.294,1	1.265,9	559,5	390,5	903,5	6.893,8	56.480,9

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)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos				Créditos renovables y descuertos	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				Indicador sintético del coste de financiación	
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE <sup>3)</sup>		Por período inicial de fijación del tipo de interés			TAE <sup>3)</sup>		
			Hasta 2 años	Más de 2 años			Tipo flexible y hasta 1 año	Más de 1 año			Tipo flexible y hasta 1 año	De 1 a 5 años	De 5 a 10 años			Más de 10 años
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2025 Feb	0,32	1,55	2,20	2,35	7,74	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	7,40	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
Ene	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sep	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,73	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Oct	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,18	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dic	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Ene	0,25	1,22	1,79	2,30	7,31	16,47	6,66	7,62	8,29	4,12	3,51	3,37	3,51	3,23	3,64	3,35

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)<sup>1), 2)</sup>

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

	Depósitos			Créditos renovables y descuertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de financiación
	A la vista	A plazo:			Hasta 250.000 euros			Más de 250.000 euros y hasta 1 millón de euros			Más de 1 millón de euros			
		Hasta 2 años	Más de 2 años		Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	Tipo flexible y hasta 3 meses	De 3 meses a 1 año	Más de 1 año	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2025 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
Ene	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sep	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,13	3,39	3,61	3,50
Oct	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,34	3,55	3,50
Dic	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,30	3,54	3,60	3,57
2026 Ene	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,53	3,40	3,70	3,29	3,45	3,57	3,57

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<sup>1)</sup>

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

	Saldos vivos							Emisiones brutas <sup>2)</sup>						
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Sociedades no financieras	Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Sociedades no financieras	Administraciones Públicas	
			Instituciones financieras distintas de IFM			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	12	13	14	
<b>Corto plazo</b>														
2023	1.573,3	622,5	163,8	104,3	85,2	701,8	659,1	537,2	242,1	117,9	91,3	48,7	128,5	104,6
2024	1.600,2	582,1	205,9	121,2	70,4	741,8	674,7	522,8	207,9	138,0	107,7	39,6	137,3	110,2
2025	1.613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	557,6	228,8	152,8	123,9	41,3	134,7	107,8
2025 Sep	1.637,1	606,0	222,6	131,6	92,7	715,9	635,0	584,5	235,1	154,1	123,6	46,2	149,0	111,6
Oct	1.657,3	603,5	217,3	123,0	96,1	740,5	662,5	600,4	227,2	162,0	127,8	44,8	166,3	136,5
Nov	1.683,2	615,7	214,5	123,6	95,2	757,9	670,3	550,9	220,6	149,3	124,1	40,4	140,7	114,3
Dic	1.613,6	574,4	216,3	134,4	76,9	746,0	662,7	481,7	172,7	157,8	137,9	28,6	122,5	93,3
2026 Ene	1.664,5	601,7	200,0	112,5	88,0	774,8	672,7	615,7	248,3	153,3	120,5	46,4	167,7	138,8
Feb	1.653,5	620,8	197,5	107,1	88,1	747,2	659,2	538,4	229,7	141,6	114,1	40,4	126,7	100,0
<b>Largo plazo</b>														
2023	19.426,7	4.447,6	3.244,6	1.433,6	1.545,2	10.189,3	9.450,2	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,3	130,8
2024	20.540,3	4.776,1	3.512,5	1.527,9	1.644,2	10.607,5	9.835,6	351,3	89,5	86,0	35,1	27,0	148,8	138,1
2025	21.411,0	4.895,0	3.759,3	1.688,1	1.743,7	11.013,0	10.220,6	385,5	93,7	103,1	44,3	30,9	157,8	146,8
2025 Sep	21.307,6	4.875,5	3.655,3	1.628,7	1.724,4	11.052,3	10.263,6	419,3	93,9	113,0	44,7	42,8	169,6	161,2
Oct	21.468,4	4.914,4	3.708,6	1.650,5	1.733,0	11.112,5	10.312,5	389,3	83,2	117,5	45,5	35,5	153,2	142,4
Nov	21.580,1	4.927,0	3.772,3	1.685,8	1.753,3	11.127,5	10.325,5	383,9	83,6	130,9	56,3	43,6	125,7	116,5
Dic	21.411,0	4.895,0	3.759,3	1.688,1	1.743,7	11.013,0	10.220,6	274,9	82,3	115,1	54,7	16,3	61,2	54,8
2026 Ene	21.717,8	4.942,7	3.765,5	1.678,9	1.767,1	11.242,6	10.429,1	540,8	143,3	97,5	28,4	37,1	262,9	235,8
Feb	21.986,3	4.990,5	3.805,5	1.683,0	1.780,1	11.410,3	10.584,0	381,6	89,9	84,8	28,4	23,8	163,1	169,2

Fuente: BCE.

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

2) 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<sup>1)</sup>

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

	Valores representativos de deuda							Acciones cotizadas			
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Sociedades no financieras	Administraciones Públicas		Total	IFM	Instituciones financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras
			Instituciones financieras distintas de IFM			Total	de las cuales, Administración Central				
			Total	FVC							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Saldo vivo</b>											
2023	21.000,0	5.070,1	3.408,5	1.537,9	1.630,4	10.891,0	10.109,3	9.671,8	625,3	1.420,8	7.625,2
2024	22.140,4	5.358,2	3.718,4	1.649,1	1.714,6	11.349,3	10.510,3	10.150,1	755,1	1.588,2	7.806,4
2025	23.024,6	5.469,4	3.975,7	1.822,4	1.820,6	11.758,9	10.883,3	11.689,1	1.315,7	1.840,7	8.532,3
2025 Sep	22.944,6	5.481,5	3.877,8	1.760,4	1.817,1	11.768,2	10.898,6	11.298,2	1.165,1	1.860,7	8.271,9
Oct	23.125,7	5.517,8	3.925,9	1.773,4	1.829,0	11.852,9	10.975,0	11.514,3	1.164,3	1.846,4	8.503,2
Nov	23.263,3	5.542,6	3.986,7	1.809,4	1.848,4	11.885,4	10.995,8	11.482,4	1.204,0	1.846,6	8.431,4
Dic	23.024,6	5.469,4	3.975,7	1.822,4	1.820,6	11.758,9	10.883,3	11.689,1	1.315,7	1.840,7	8.532,3
2026 Ene	23.382,3	5.544,4	3.965,5	1.791,4	1.855,1	12.017,4	11.101,9	11.938,8	1.364,6	1.819,5	8.754,3
Feb	23.639,9	5.611,3	4.003,0	1.790,1	1.868,1	12.157,4	11.243,2	12.294,1	1.320,4	1.869,3	9.104,0
<b>Tasa de crecimiento<sup>2)</sup></b>											
2025 Jul	5,5	4,9	9,3	10,9	3,9	4,8	4,8	-0,1	-0,7	-0,5	0,0
Ago	5,5	5,4	9,5	11,5	3,4	4,5	4,5	-0,1	-0,5	-0,6	0,0
Sep	5,1	3,8	9,4	11,5	3,3	4,7	4,6	0,0	0,7	-0,7	0,0
Oct	5,1	3,9	9,5	10,1	3,1	4,6	4,6	-0,1	0,6	-0,8	0,0
Nov	5,6	4,8	9,6	9,9	3,9	5,0	4,8	-0,1	0,4	-0,8	-0,1
Dic	5,7	4,4	10,7	10,5	3,8	5,1	5,0	0,0	2,9	-1,9	-0,1
2026 Ene	5,7	3,8	10,0	10,0	4,7	5,3	5,0	-0,1	2,6	-2,0	0,0
Feb	5,6	4,4	9,7	8,9	4,8	4,9	4,7	0,0	2,3	-2,0	0,1

Fuente: BCE.

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

2) Para información más detallada sobre el cálculo de las tasas de crecimiento, véanse las notas técnicas.

## 4 Evolución de los mercados financieros

### 4.8 Tipos de cambio efectivos<sup>1)</sup>

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

	TCE-17						TCE-40	
	Nominal	IPC real	IPRI real	Defactor del PIB real	CLUM reales	CLUT reales	Nominal	IPC real
	1	2	3	4	5	6	7	8
2023	97,9	93,9	97,8	88,9	67,1	86,3	122,1	94,4
2024	98,2	94,2	97,9	89,5	67,3	87,3	124,4	94,6
2025	100,4	96,3	101,6	.	.	.	128,3	96,5
2025 I TR	96,8	93,1	96,5	88,4	63,7	85,9	123,2	93,2
II TR	100,4	96,4	101,4	92,0	65,4	89,4	128,4	96,6
III TR	102,1	98,0	103,8	93,6	66,6	91,1	130,8	98,3
IV TR	101,9	97,8	104,7	.	.	.	130,7	98,0
2025 Sep	102,2	98,1	104,2	-	-	-	131,1	98,5
Oct	101,9	97,7	104,3	-	-	-	130,6	97,9
Nov	101,8	97,7	104,3	-	-	-	130,4	97,8
Dic	102,2	98,0	105,4	-	-	-	131,1	98,2
2026 Ene	101,8	97,7	105,2	-	-	-	130,7	97,8
Feb	101,8	97,6	105,2	-	-	-	130,7	97,7
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2026 Feb	-0,1	-0,1	0,1	-	-	-	0,0	-0,2
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2026 Feb	5,9	5,7	10,1	-	-	-	7,0	5,7

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	Eslovi polaco	Libra esterlina	Leu rumano	Corona sueca	Franco suizo	Dólar estadounidense
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	7,660	24,004	7,451	381,853	151,990	4,542	0,870	4,9467	11,479	0,972	1,081
2024	7,787	25,120	7,459	395,304	163,852	4,306	0,847	4,9746	11,433	0,953	1,082
2025	8,119	24,688	7,463	397,767	169,043	4,240	0,857	5,0424	11,066	0,937	1,130
2025 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
IV TR	8,250	24,272	7,469	386,506	179,223	4,237	0,875	5,0884	10,952	0,930	1,163
2025 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
Dic	8,249	24,259	7,470	384,970	182,497	4,224	0,875	5,0913	10,896	0,933	1,171
2026 Ene	8,181	24,278	7,470	384,178	183,939	4,213	0,868	5,0919	10,681	0,927	1,174
Feb	8,168	24,260	7,470	378,607	183,452	4,218	0,870	5,0945	10,635	0,914	1,182
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2026 Feb	-0,2	-0,1	0,0	-1,5	-0,3	0,1	0,2	0,1	-0,4	-1,4	0,7
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2026 Feb	7,8	-3,3	0,1	-6,1	16,0	1,1	4,8	2,4	-5,4	-2,9	13,6

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 <sup>1)</sup>			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Saldos vivos (posición de inversión internacional)</b>												
2024 IV TR	36.029,9	34.162,5	1.867,4	12.737,4	9.943,6	14.741,9	16.499,5	-2,1	7.157,8	7.719,5	1.394,8	16.706,8
2025 I TR	36.224,7	34.529,9	1.694,8	12.663,7	9.910,1	14.440,5	16.517,1	39,6	7.569,8	8.102,7	1.511,0	17.000,4
II TR	35.908,8	34.401,6	1.507,2	12.440,6	9.686,8	14.516,8	16.696,3	14,3	7.475,0	8.018,6	1.462,1	16.874,6
III TR	36.829,6	35.113,8	1.715,8	12.481,0	9.762,2	15.230,7	17.306,6	-0,5	7.496,2	8.045,0	1.622,2	16.957,3
<b>Saldos vivos en porcentaje del PIB</b>												
2025 III TR	235,1	224,1	11,0	79,7	62,3	97,2	110,5	0,0	47,9	51,4	10,4	108,2
<b>Transacciones</b>												
2025 I TR	829,5	731,2	98,3	138,1	51,1	220,4	210,1	-8,8	480,6	470,0	-0,8	-
II TR	314,2	231,7	82,6	-45,6	-46,6	203,5	186,7	0,5	147,0	91,6	8,8	-
III TR	294,6	259,8	34,8	25,1	30,1	268,4	195,5	-4,2	-0,5	34,2	5,8	-
IV TR	201,4	182,3	19,1	60,1	-39,5	74,3	245,4	13,6	43,7	-23,5	9,8	-
2025 July	38,2	32,6	5,5	22,8	9,9	56,3	35,9	0,4	-41,5	-13,2	0,1	-
Ago	140,0	161,6	-21,6	-5,3	19,2	86,4	65,5	-0,4	58,1	76,9	1,2	-
Sep	116,5	65,6	50,9	7,6	1,0	125,7	94,1	-4,2	-17,1	-29,5	4,6	-
Oct	206,0	208,1	-2,1	17,0	-5,8	31,6	83,5	8,7	147,9	130,4	0,8	-
Nov	134,0	125,7	8,3	13,4	9,0	22,8	80,5	7,5	87,7	36,3	2,7	-
Dic	-138,5	-151,5	12,9	29,8	-42,7	19,8	81,4	-2,6	-191,9	-190,1	6,3	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses</b>												
2025 Dic	1.639,8	1.405,1	234,8	177,7	-4,9	766,6	837,6	1,1	670,9	572,4	23,5	-
<b>Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</b>												
2025 Dic	10,4	8,9	1,5	1,1	0,0	4,8	5,3	0,0	4,2	3,6	0,1	-

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.1 Agregados monetarios<sup>1)</sup>

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

	M3											
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	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	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2023	1.534,0	8.820,5	10.354,5	2.306,0	2.451,9	4.757,9	15.112,4	183,5	740,3	72,8	996,6	16.109,0
2024	1.554,5	9.048,7	10.603,2	2.545,4	2.455,2	5.000,6	15.603,8	253,8	880,6	38,3	1.172,7	16.776,5
2025	1.587,5	9.504,8	11.092,3	2.421,2	2.563,5	4.984,7	16.077,0	259,4	851,1	19,2	1.129,7	17.206,7
2025 I TR	1.558,2	9.124,4	10.682,6	2.488,7	2.487,0	4.975,7	15.658,3	241,9	894,8	43,6	1.180,3	16.838,6
II TR	1.563,9	9.242,9	10.806,8	2.402,9	2.513,4	4.916,3	15.723,1	257,5	920,1	26,6	1.204,2	16.927,3
III TR	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.350,2	2.542,5	4.892,7	15.788,8	258,6	927,6	7,4	1.193,5	16.982,4
IV TR <sup>*)</sup>	1.587,5	9.504,8	11.092,3	2.421,2	2.563,5	4.984,7	16.077,0	259,4	851,1	19,2	1.129,7	17.206,7
2025 Ago	1.570,5	9.270,1	10.840,6	2.384,6	2.529,9	4.914,4	15.755,0	240,6	914,8	16,1	1.171,5	16.926,5
Sep	1.574,9	9.321,2	10.896,1	2.350,2	2.542,5	4.892,7	15.788,8	258,6	927,6	7,4	1.193,5	16.982,4
Oct	1.579,2	9.415,3	10.994,4	2.355,4	2.551,0	4.906,4	15.900,9	237,1	912,5	23,4	1.173,0	17.073,9
Nov	1.585,5	9.473,6	11.059,0	2.407,4	2.558,2	4.965,6	16.024,7	251,7	902,0	22,2	1.175,9	17.200,6
Dic	1.587,5	9.504,8	11.092,3	2.421,2	2.563,5	4.984,7	16.077,0	259,4	851,1	19,2	1.129,7	17.206,7
2026 Ene <sup>*)</sup>	1.597,0	9.628,4	11.225,4	2.410,9	2.568,3	4.979,3	16.204,7	237,3	862,0	40,7	1.140,0	17.344,7
Operaciones												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,4	-104,2	823,2	-149,2	39,8	93,6	23,3	156,7	7,6
2024	21,2	181,6	202,8	206,0	5,9	211,9	414,7	75,6	129,8	-34,8	170,7	585,3
2025	33,0	465,2	498,2	-123,0	101,0	-22,0	476,2	10,2	-5,3	-11,6	-6,7	469,5
2025 I TR	3,7	94,5	98,2	-51,4	24,8	-26,6	71,6	-10,5	11,0	8,2	8,8	80,3
II TR	5,7	141,3	147,0	-75,5	26,0	-49,6	97,4	18,3	23,0	-16,9	24,5	121,9
III TR	11,0	80,4	91,4	-52,5	29,2	-23,3	68,1	1,4	4,8	-16,7	-10,5	57,5
IV TR <sup>*)</sup>	12,6	149,1	161,7	56,5	21,0	77,5	239,2	0,9	-44,3	13,9	-29,5	209,7
2025 Ago	3,6	29,6	33,1	-14,7	7,5	-7,2	25,9	-1,4	-4,1	-7,8	-13,3	12,6
Sep	4,4	53,3	57,6	-33,9	12,8	-21,2	36,5	18,3	11,9	-8,1	22,1	58,6
Oct	4,3	56,0	60,3	-14,8	8,4	-6,3	53,9	-22,1	-16,0	15,5	-22,6	31,3
Nov	6,3	58,2	64,5	52,0	7,2	59,3	123,7	14,6	-11,3	0,4	3,7	127,4
Dic	2,1	34,9	36,9	19,2	5,4	24,6	61,5	8,4	-17,0	-2,0	-10,5	51,0
2026 Ene <sup>*)</sup>	2,0	49,8	51,8	-25,8	3,2	-22,7	29,1	5,1	10,3	21,8	37,3	66,4
Tasas de crecimiento												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,5	42,7	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,2	4,4	2,7	41,6	17,5	-50,0	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2025 I TR	1,7	4,4	4,0	0,7	2,3	1,5	3,2	25,7	11,7	-41,1	10,7	3,7
II TR	1,9	5,3	4,8	-5,3	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-54,7	11,0	3,4
III TR	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-82,2	4,3	2,8
IV TR <sup>*)</sup>	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2025 Ago	2,0	5,6	5,0	-6,3	3,9	-1,3	2,9	-0,1	7,7	-65,5	2,6	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	2,1	5,7	5,1	-8,0	4,6	-1,8	2,9	-1,4	5,6	-51,3	1,3	2,8
Nov	2,3	5,5	5,0	-6,0	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,2	2,1	3,0
Dic	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	4,1	-0,6	-34,7	-0,6	2,8
2026 Ene <sup>*)</sup>	2,2	5,8	5,3	-5,1	3,9	-0,6	3,4	2,9	1,6	3,9	1,6	3,3

Fuente: BCE.

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.2 Depósitos en M3<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>2)</sup>	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas <sup>4)</sup>
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Saldos vivos</b>													
2023	3.317,0	2.403,6	770,8	131,0	11,6	8.406,6	5.105,6	1.014,6	2.285,1	1,3	1.269,0	227,0	542,4
2024	3.415,8	2.479,2	792,3	133,3	11,1	8.733,8	5.188,4	1.255,9	2.288,2	1,3	1.373,2	231,9	548,3
2025	3.504,8	2.575,3	772,6	150,3	6,6	8.990,0	5.472,2	1.137,5	2.379,0	1,3	1.476,5	224,6	553,0
2025 I TR	3.415,8	2.479,9	786,3	139,0	10,6	8.795,9	5.256,9	1.225,1	2.312,9	1,1	1.362,1	228,7	539,4
II TR	3.439,3	2.506,4	779,8	143,8	9,3	8.844,8	5.334,0	1.175,6	2.334,1	1,1	1.354,9	233,3	544,3
III TR	3.469,1	2.538,4	779,0	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.139,5	2.361,9	1,1	1.333,8	229,2	537,3
IV TR <sup>(a)</sup>	3.504,8	2.575,3	772,6	150,3	6,6	8.990,0	5.472,2	1.137,5	2.379,0	1,3	1.476,5	224,6	553,0
2025 Ago	3.464,4	2.525,2	784,9	145,0	9,3	8.884,1	5.372,3	1.160,9	2.349,9	1,1	1.305,4	226,5	544,8
Sep	3.469,1	2.538,4	779,0	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.139,5	2.361,9	1,1	1.333,8	229,2	537,3
Oct	3.473,5	2.556,2	763,3	147,8	6,1	8.932,6	5.422,9	1.139,8	2.368,9	1,0	1.383,1	223,7	546,0
Nov	3.492,5	2.565,0	773,1	148,7	5,7	8.963,9	5.452,1	1.137,1	2.373,9	0,9	1.442,9	221,6	570,1
Dic	3.504,8	2.575,3	772,6	150,3	6,6	8.990,0	5.472,2	1.137,5	2.379,0	1,3	1.476,5	224,6	553,0
2026 Ene <sup>(a)</sup>	3.533,6	2.600,7	775,7	152,7	4,5	9.079,5	5.553,0	1.144,8	2.380,7	1,0	1.411,2	240,1	580,5
<b>Operaciones</b>													
2023	-38,9	-313,8	270,9	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,9	-99,2	0,5	-47,3	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,6	2,9	0,2	289,8	48,7	236,4	4,7	0,1	82,8	3,9	3,2
2025	116,2	111,9	-12,7	16,9	0,0	262,4	294,9	-116,1	83,6	-0,1	76,4	-4,8	3,3
2025 I TR	7,7	6,2	-3,9	5,5	-0,2	63,5	75,9	-30,2	18,0	-0,3	-2,2	-2,3	-9,2
II TR	36,0	34,4	-2,4	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,5	20,7	0,0	9,8	5,9	4,9
III TR	34,4	32,6	-0,5	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,8	27,8	0,0	-23,8	-4,0	-7,2
IV TR <sup>(a)</sup>	38,0	38,7	-5,9	4,6	0,6	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	92,6	-4,4	14,9
2025 Ago	11,3	10,3	0,9	0,5	-0,4	11,7	17,3	-12,5	6,8	0,1	-2,4	3,2	-3,0
Sep	9,9	14,0	-5,4	0,8	0,5	19,5	28,7	-21,2	12,0	0,0	25,9	2,8	-7,7
Oct	3,5	17,6	-16,2	2,1	0,0	28,7	21,8	0,0	7,0	-0,1	-7,2	-5,6	8,1
Nov	19,1	8,9	9,8	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	59,6	-2,1	24,1
Dic	15,4	12,2	0,6	1,6	0,9	26,3	20,6	0,1	5,2	0,4	40,2	3,3	-17,3
2026 Ene <sup>(a)</sup>	3,1	2,5	0,3	2,3	-2,1	35,8	40,5	-4,6	0,1	-0,3	-41,0	8,9	25,4
<b>Tasas de crecimiento</b>													
2023	-1,2	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,2	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,2	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	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	9,8	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	7,6	7,2	2,1
III TR	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
IV TR <sup>(a)</sup>	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2025 Ago	2,8	5,2	-5,8	14,5	-2,3	3,4	5,6	-5,6	3,3	5,7	1,6	4,1	0,3
Sep	3,1	5,5	-5,5	15,3	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
Oct	3,4	5,7	-5,2	15,5	-19,9	3,1	5,9	-9,8	4,0	3,0	2,4	0,8	-1,0
Nov	3,5	5,4	-3,6	14,3	-26,7	3,1	5,8	-9,6	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dic	3,4	4,5	-1,6	12,7	3,4	3,0	5,7	-9,3	3,6	-4,3	5,4	-2,1	0,6
2026 Ene <sup>(a)</sup>	3,4	5,1	-2,9	12,8	-38,4	3,2	6,1	-9,1	3,4	-15,6	4,8	3,2	5,2

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 euro<sup>1)</sup>

(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								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total		A sociedades no financieras <sup>3)</sup>	A hogares <sup>4)</sup>	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones <sup>3)</sup>			A empresas de seguros y fondos de pensiones
					Total	Préstamos ajustados <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5
2024	6.251,0	986,9	5.238,3	15.788,1	13.258,1	13.502,0	5.189,1	6.678,6	1.251,3	139,1	1.578,8	951,2
2025	6.295,1	1.020,3	5.248,6	16.248,4	13.630,8	13.904,3	5.294,3	6.853,2	1.336,3	147,1	1.571,9	1.045,6
2025 I TR	6.267,5	996,6	5.245,0	15.868,4	13.333,9	13.589,1	5.203,4	6.722,3	1.271,1	137,2	1.562,0	972,4
II TR	6.274,4	1.007,8	5.240,6	15.955,8	13.410,2	13.679,7	5.214,0	6.767,1	1.284,5	144,6	1.571,0	974,6
III TR	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,4	13.447,9	13.720,7	5.243,8	6.808,9	1.259,1	136,1	1.566,9	1.006,6
IV TR	6.295,1	1.020,3	5.248,6	16.248,4	13.630,8	13.904,3	5.294,3	6.853,2	1.336,3	147,1	1.571,9	1.045,6
2025 Ago	6.264,1	1.013,8	5.224,2	15.997,1	13.422,4	13.698,3	5.237,5	6.794,2	1.253,8	136,9	1.575,0	999,7
Sep	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.021,4	13.447,9	13.720,7	5.243,8	6.808,9	1.259,1	136,1	1.566,9	1.006,6
Oct	6.309,3	1.025,3	5.257,9	16.115,6	13.520,8	13.791,8	5.257,2	6.817,9	1.311,1	134,6	1.572,6	1.022,2
Nov	6.310,4	1.026,4	5.258,0	16.209,1	13.578,5	13.847,0	5.266,9	6.836,2	1.338,0	137,4	1.589,9	1.040,7
Dic	6.295,1	1.020,3	5.248,6	16.248,4	13.630,8	13.904,3	5.294,3	6.853,2	1.336,3	147,1	1.571,9	1.045,6
2026 Ene	6.373,4	1.039,7	5.307,5	16.360,7	13.711,2	13.983,4	5.309,9	6.898,5	1.351,6	151,2	1.589,9	1.059,5
Operaciones												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	273,7	76,2	45,2	106,5	1,0	10,9	47,1
2025	49,7	33,3	16,2	456,0	406,1	440,3	144,3	187,4	66,1	8,3	-4,4	54,3
2025 I TR	37,6	9,3	28,2	103,0	98,2	109,2	27,6	48,5	24,2	-2,0	-13,7	18,4
II TR	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,8	26,6	45,8	15,3	7,8	9,9	-0,4
III TR	19,1	8,3	10,7	66,2	45,9	48,2	33,3	44,7	-23,7	-8,4	-6,7	26,9
IV TR	10,0	4,5	5,4	181,8	166,4	176,1	56,7	48,4	50,3	10,9	6,0	9,4
2025 Ago	-15,7	1,3	-17,0	20,9	7,6	15,3	15,9	15,3	-22,9	-0,7	3,1	10,1
Sep	18,7	2,4	16,3	26,6	31,2	27,9	11,4	16,1	4,5	-0,7	-8,3	3,7
Oct	8,3	8,1	0,2	67,3	51,1	55,8	13,1	10,0	29,6	-1,6	3,8	12,4
Nov	5,4	1,3	4,2	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
Dic	-3,7	-4,8	1,0	41,6	55,4	62,4	31,7	19,3	-5,3	9,7	-15,9	2,1
2026 Ene	51,6	17,6	33,9	69,0	42,2	40,4	-3,2	18,0	27,6	-0,2	16,6	10,2
Tasas de crecimiento												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
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	2,4	2,1	7,6	11,0	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	7,3
IV TR	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2025 Ago	0,1	3,4	-0,5	2,7	2,5	2,8	2,7	2,3	3,2	1,9	1,0	7,2
Sep	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,5	3,8	2,0	0,1	7,3
Oct	0,6	3,9	0,0	2,9	2,9	3,0	2,9	2,6	5,0	-1,1	-0,3	8,0
Nov	0,8	3,6	0,3	3,2	3,3	3,4	3,0	2,7	7,4	1,7	0,9	6,7
Dic	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,3	6,0	-0,3	5,7
2026 Ene	0,9	4,3	0,3	3,0	3,1	3,3	2,6	2,8	6,6	7,0	0,9	5,4

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 nacional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

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

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

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.4 Préstamos de IFM a sociedades no financieras y hogares de la zona del euro<sup>1)</sup>

(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 <sup>2)</sup>					Hogares <sup>3)</sup>				
	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 <sup>4)</sup>				Total	Préstamos ajustados <sup>4)</sup>			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,1	5.199,9	930,7	1.097,7	3.160,7	6.678,6	6.929,5	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,3	5.323,7	949,8	1.121,3	3.223,2	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2025 I TR	5.203,4	5.224,1	926,5	1.112,4	3.164,5	6.722,3	6.971,8	750,4	5.294,0	677,9
II TR	5.214,0	5.250,1	929,7	1.114,7	3.169,6	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
III TR	5.243,8	5.282,0	926,6	1.126,7	3.190,5	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
IV TR	5.294,3	5.323,7	949,8	1.121,3	3.223,2	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2025 Ago	5.237,5	5.274,6	929,5	1.123,2	3.184,8	6.794,2	7.045,4	764,1	5.357,1	673,0
Sep	5.243,8	5.282,0	926,6	1.126,7	3.190,5	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
Oct	5.257,2	5.290,7	935,3	1.126,0	3.195,9	6.817,9	7.074,0	771,1	5.373,9	673,0
Nov	5.266,9	5.300,8	938,5	1.123,4	3.204,9	6.836,2	7.093,3	775,3	5.386,8	674,1
Dic	5.294,3	5.323,7	949,8	1.121,3	3.223,2	6.853,2	7.111,6	777,1	5.403,5	672,6
2026 Ene	5.309,9	5.340,4	953,6	1.122,7	3.233,6	6.898,5	7.156,3	789,7	5.436,1	672,8
Operaciones										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,2	87,5	21,8	14,6	39,8	45,2	77,1	26,6	28,3	-9,7
2025	144,3	156,5	31,4	34,8	78,0	187,4	204,9	38,7	148,4	0,3
2025 I TR	27,6	35,7	-2,4	19,6	10,4	48,5	48,9	8,7	39,8	0,0
II TR	26,6	37,6	9,2	8,2	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,2
III TR	33,3	34,7	-1,4	12,0	22,7	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
IV TR	56,7	48,6	26,0	-5,0	35,7	48,4	61,7	11,9	34,6	1,9
2025 Ago	15,9	17,8	2,7	4,1	9,1	15,3	15,8	4,2	11,5	-0,4
Sep	11,4	12,1	0,6	4,0	6,8	16,1	17,0	3,8	12,3	-0,1
Oct	13,1	8,4	8,3	-2,1	6,9	10,0	20,0	4,3	4,7	1,0
Nov	11,9	12,4	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dic	31,7	27,8	13,1	-0,9	19,4	19,3	20,8	2,6	16,8	-0,2
2026 Ene	-3,2	-3,0	-5,6	0,5	1,9	18,0	17,1	1,9	16,0	0,1
Tasas de crecimiento										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,3	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
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	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
III TR	2,8	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
IV TR	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 Ago	2,7	3,0	3,6	4,7	1,7	2,3	2,5	4,8	2,3	-0,1
Sep	2,8	2,9	2,9	4,5	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
Nov	3,0	3,1	4,0	4,2	2,3	2,7	2,9	5,6	2,7	0,0
Dic	2,8	3,0	3,4	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Ene	2,6	2,8	3,1	2,8	2,4	2,8	3,0	5,1	2,8	0,0

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 nacional de tesorería (*notional cash pooling*) prestados por las IFM.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

### 5.5 Contrapartidas de M3 distintas del crédito a residentes en la zona del euro<sup>1)</sup>

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Tenencias de la Administración Central <sup>2)</sup>	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					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	Capital y reservas		Total	Cesiones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central <sup>3)</sup>
Saldos vivos										
2023	476,9	7.337,9	1.826,7	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7.856,0	1.842,3	117,2	2.595,7	3.300,8	2.664,2	325,1	140,4	136,0
2025	398,5	8.368,7	1.872,6	131,7	2.623,2	3.741,2	3.242,2	188,1	326,5	238,4
2025 I TR	388,3	7.934,8	1.834,8	121,7	2.576,4	3.401,9	2.795,3	230,5	182,9	161,3
II TR	410,9	7.908,1	1.833,7	129,6	2.562,0	3.382,8	2.829,8	186,2	177,9	165,9
III TR	430,1	8.092,7	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,8	143,3	168,3	168,6
IV TR <sup>3)</sup>	398,5	8.368,7	1.872,6	131,7	2.623,2	3.741,2	3.242,2	188,1	326,5	238,4
2025 Ago	412,7	7.967,6	1.839,6	132,9	2.575,7	3.419,5	2.885,2	160,4	206,3	179,4
Sep	430,1	8.092,7	1.842,7	132,5	2.589,9	3.527,6	3.052,8	143,3	168,3	168,6
Oct	441,4	8.220,4	1.852,9	132,4	2.618,3	3.616,8	3.185,9	124,9	366,3	251,8
Nov	423,0	8.325,1	1.874,9	131,8	2.617,1	3.701,3	3.257,1	172,1	405,3	266,9
Dic	398,5	8.368,7	1.872,6	131,7	2.623,2	3.741,2	3.242,2	188,1	326,5	238,4
2026 Ene <sup>3)</sup>	481,6	8.602,0	1.884,7	132,3	2.615,3	3.969,8	3.536,2	158,1	398,7	250,3
Operaciones										
2023	-199,0	325,1	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	284,7	15,6	26,7	169,7	72,8	530,5	35,7	-11,7	-16,7
2025	2,2	191,2	33,2	16,3	101,5	40,1	300,1	-142,9	21,0	32,5
2025 I TR	-7,2	1,7	-4,3	5,6	4,3	-3,9	23,3	-89,2	42,4	25,3
II TR	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,5	-5,0	4,7
III TR	19,2	38,0	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-34,2	-9,6	2,7
IV TR <sup>3)</sup>	-32,5	111,7	24,1	-0,8	34,5	54,0	86,1	10,9	-6,9	-0,2
2025 Ago	15,7	8,7	4,4	0,3	0,2	3,8	14,2	17,6	32,8	12,4
Sep	17,4	17,8	3,4	0,3	18,9	-4,9	53,6	-5,2	-38,0	-10,7
Oct	10,4	20,6	6,1	-0,2	20,6	-5,9	31,3	-44,6	63,1	20,9
Nov	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	35,9	42,0	8,8	7,5
Dic	-24,5	43,9	-4,0	0,0	13,9	34,1	19,0	13,6	-78,8	-28,6
2026 Ene <sup>3)</sup>	73,5	5,8	10,5	0,5	2,9	-8,1	66,0	-41,0	71,0	10,3
Tasas de crecimiento										
2023	-29,6	4,7	1,4	80,3	10,7	1,1	-	-	12,4	6,0
2024	-16,9	3,8	0,9	29,5	7,1	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 I TR	-6,6	2,5	0,3	17,9	3,4	2,6	-	-	2,7	-7,4
II TR	-0,5	2,4	0,6	19,4	3,6	1,9	-	-	-2,6	-6,0
III TR	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
IV TR <sup>3)</sup>	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2025 Ago	-3,1	2,3	1,1	19,6	2,9	1,8	-	-	6,8	5,1
Sep	6,1	2,1	0,8	17,9	3,3	1,5	-	-	-9,0	-10,5
Oct	2,1	2,1	1,2	16,4	3,7	1,1	-	-	36,4	10,1
Nov	0,1	2,6	2,1	15,2	3,6	1,8	-	-	34,0	19,0
Dic	0,6	2,4	1,8	14,0	4,0	1,1	-	-	35,9	28,2
2026 Ene <sup>3)</sup>	15,2	2,5	2,5	12,6	4,1	0,8	-	-	42,3	24,1

Fuente: BCE.

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

2) Comprende los depósitos en el sector de IFM y los valores emitidos por este sector en poder de la Administración Central.

3) Sin desestacionalizar.

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.1 Déficit/superávit

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

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

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

### 6.2 Recursos y empleos

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

	Recursos						Empleos						
	Total	Recursos corrientes				Recursos de capital	Total	Empleos corrientes					Empleos de capital
		Total	Impuestos directos	Impuestos indirectos	Cotizaciones sociales netas			Total	Remuneración de asalariados	Consumo intermedio	Intereses	Prestaciones sociales	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
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 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	49,6	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	49,6	44,6	10,0	6,0	1,9	22,9	5,0
III TR	46,7	45,9	13,3	12,4	15,0	0,7	49,7	44,7	10,0	6,0	1,9	23,0	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
	1	2	3	Total	IFM	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 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	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
III TR	88,5	2,3	11,8	74,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

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

## 6 Evolución de las finanzas públicas

### 6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes<sup>1)</sup>

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

	Variación de la ratio de deuda pública en relación con el PIB <sup>2)</sup>	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 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	1,1	0,5	0,3	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0	-1,3	3,3
II TR	0,5	1,0	0,8	0,7	0,4	0,0	0,1	0,1	0,2	-0,1	-1,3	3,5
III TR	0,8	1,1	1,0	0,7	0,4	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	-1,3	3,9

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

1) Los préstamos intergubernamentales en el contexto de la crisis financiera se han consolidado, excepto en los datos trimestrales sobre el ajuste entre déficit y deuda.

2) Calculada como la diferencia entre las ratios de deuda pública en relación con el PIB al final del período de referencia y un año antes.

### 6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP<sup>1)</sup>

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año <sup>2)</sup>					Vida residual media en años <sup>3)</sup>	Rendimiento nominal medio <sup>4)</sup>							
	Total	Principal		Intereses			Saldos vivos					Operaciones		
		Total	Hasta 3 meses	Total	Hasta 3 meses		Total	Tipo de interés variable	Cupón cero	Tipo de interés fijo		Emisión	Amortización	
					Total					Hasta 1 año				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2023	12,7	11,4	4,1	1,3	0,3	8,1	2,0	1,2	1,9	2,0	1,6	3,6	2,0	
2024	12,3	10,9	4,0	1,4	0,4	8,2	2,1	1,3	1,9	2,2	1,9	3,5	2,9	
2025	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5	
2025 I TR	12,3	10,8	3,7	1,4	0,4	8,3	2,2	1,3	2,0	2,2	1,9	3,4	2,9	
II TR	12,8	11,3	3,2	1,5	0,4	8,3	2,2	1,3	1,6	2,2	2,1	3,1	2,8	
III TR	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6	
IV TR	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5	
2025 Ago	13,0	11,5	3,7	1,5	0,4	8,2	2,1	1,3	1,4	2,2	2,0	2,9	2,7	
Sep	13,2	11,7	3,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,6	2,2	2,0	2,9	2,6	
Oct	13,2	11,7	3,4	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,5	2,3	1,9	2,8	2,6	
Nov	13,2	11,7	3,8	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,6	2,3	1,9	2,8	2,5	
Dic	13,0	11,5	4,1	1,5	0,4	8,2	2,1	1,1	1,4	2,3	1,7	2,8	2,5	
2026 Ene	13,1	11,6	4,6	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,7	2,8	2,5	

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 IV TR	-4,4	-2,7	-1,7	4,1	1,2	-3,2	-5,8	-1,9	-3,4	4,1
2025 I TR	-4,6	-2,4	-1,2	4,1	2,5	-3,2	-5,8	-2,6	-3,4	4,2
II TR	-4,7	-2,2	-1,1	3,8	2,2	-3,2	-5,7	-3,0	-3,0	4,1
III TR	-5,1	-2,3	-1,1	1,4	2,6	-2,9	-5,6	-3,1	-3,2	3,5
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 IV TR	103,9	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	113,2	57,4	134,9	62,8
2025 I TR	106,0	62,0	23,9	34,5	152,9	103,4	114,2	58,3	137,4	62,1
II TR	106,2	62,3	23,2	33,4	151,9	103,5	115,9	57,5	138,3	61,4
III TR	107,1	63,0	22,9	32,8	149,7	103,2	117,7	57,2	137,8	60,6
	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 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	-4,1
II TR	-1,7	-1,8	-0,4	-4,3	-1,5	-4,9	0,6	-1,8	-4,8	-3,8
III TR	-2,2	-1,7	-0,9	-3,9	-1,6	-4,6	0,4	-1,7	-4,6	-3,4
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 IV TR	46,6	38,0	26,3	46,0	43,7	79,9	93,6	66,6	59,7	82,5
2025 I TR	45,4	40,4	26,2	46,6	43,2	83,0	95,0	69,5	63,2	84,2
II TR	48,0	39,1	25,2	46,8	42,7	82,2	96,7	69,3	62,9	88,5
III TR	45,2	40,7	27,9	46,5	42,4	83,7	97,6	67,6	62,3	86,8

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](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 18 de marzo de 2026.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-26-053-ES-N (edición electrónica).