



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 4/2026



Índice

Evolución económica, financiera y monetaria	2
Resumen	2
1 Entorno exterior	8
2 Actividad económica	15
3 Precios y costes	24
4 Evolución de los mercados financieros	32
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	37
6 Evolución de las finanzas públicas	43
Recuadros	47
1 La IA y el mercado de trabajo de Estados Unidos: efectos sobre el crecimiento del empleo	47
2 ¿Cómo reaccionan los mercados financieros estadounidenses a las perturbaciones geopolíticas que afectan al suministro de petróleo?	53
3 Ayudas estatales en la UE: un panorama en evolución	60
4 La subida de los precios del petróleo como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo: evaluación de los factores adversos para el crecimiento de la zona del euro	66
5 Seguimiento de la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro mediante los anuncios de reestructuraciones	73
6 ¿Qué ha mantenido la inflación de los bienes en niveles bajos? El papel de la exposición a las importaciones de China	79
7 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 11 de febrero y el 5 de mayo de 2026	86
8 La reducción de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en 2025	92
Artículo	99
1 La encuesta del BCE a analistas de política monetaria cumple cinco años: evolución y observaciones principales	99
Estadísticas	S1

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

El Consejo de Gobierno se ha comprometido a fijar su política monetaria de manera que asegure que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. En línea con este compromiso, en su reunión del 11 de junio de 2026, el Consejo de Gobierno decidió subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. La guerra en Oriente Próximo está generando presiones inflacionistas, y la decisión de aumentar los tipos de interés es adecuada en los diferentes escenarios que analizan la posible evolución de la perturbación y su impacto en las perspectivas a medio plazo para la zona del euro.

El escenario de referencia de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026 prevé que la inflación general se sitúe, en promedio, en el 3,0 % en 2026, el 2,3 % en 2027 y el 2,0 % en 2028. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, se situaría en un promedio del 2,5 % en 2026 y 2027, y del 2,2 % en 2028, en ese escenario. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de marzo de 2026, los expertos han revisado al alza las proyecciones de referencia para la inflación en 2026 y 2027 debido a una senda más elevada de los precios de la energía, que se espera que se transmita en cierta medida a la inflación de los alimentos, los bienes y los servicios. El escenario de referencia prevé que el crecimiento económico se sitúe, en promedio, en el 0,8 % en 2026, el 1,2 % en 2027 y el 1,5 % en 2028, lo que implica una revisión a la baja para 2026 y 2027, debido a un impacto más pronunciado de la guerra en los mercados de materias primas, en las rentas reales y en la confianza.

Las perspectivas siguen siendo inciertas, con riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento económico. Las plenas implicaciones de la guerra para la inflación y el crecimiento a medio plazo dependerán de la intensidad y la duración de la perturbación de los precios energéticos, así como de la magnitud de sus efectos indirectos y de segunda vuelta. Esta incertidumbre se refleja también en el amplio abanico de resultados para la inflación y el crecimiento en los escenarios ilustrativos actualizados elaborados por los expertos del Eurosistema, publicados como parte de las [proyecciones de junio de 2026](#) en el sitio web del BCE.

Con la decisión del 11 de junio, el Consejo de Gobierno continúa estando en una buena posición para navegar la incertidumbre causada por la guerra. El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la situación y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas,

teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

Actividad económica

Tras un ajuste para tener en cuenta un factor temporal en Irlanda, la economía de la zona del euro creció en el primer trimestre de 2026, respaldada por la demanda interna y las exportaciones. Sin embargo, la guerra en Oriente Próximo está afectando a la actividad y los resultados de las encuestas apuntan a una desaceleración, especialmente en los servicios. Las manufacturas han resistido hasta ahora, debido en parte a que las empresas han acumulado inventarios para afrontar las presiones en la cadena de suministro, y también al aumento del gasto en defensa.

El mercado de trabajo mantiene su vigor. El desempleo se situó en el 6,3 % en abril de 2026, manteniéndose próximo a sus mínimos históricos. En el primer trimestre se crearon nuevos puestos de trabajo, aunque a un ritmo más lento que en el último trimestre de 2025. La demanda de mano de obra se ha enfriado en mayor medida, y las empresas y los hogares prevén que el mercado de trabajo se debilite.

De cara al futuro, los expertos prevén que la demanda interna sea más débil de lo proyectado en marzo de 2026, ya que la guerra afecta a la confianza y la subida de los costes energéticos erosiona las rentas reales. Al mismo tiempo, los balances de los hogares son sólidos en general, y el consumo debería continuar siendo el principal motor del crecimiento. Aunque el aumento de los costes de la energía y el deterioro de la confianza frenarán la inversión privada a corto plazo, esta debería verse respaldada por la inversión de las empresas en nuevas tecnologías digitales. El aumento del gasto público en defensa e infraestructuras debería seguir apoyando la inversión pública. Se espera que estos factores proporcionen un cierto efecto mitigador frente a las repercusiones de la guerra.

El Consejo de Gobierno destacó la necesidad urgente de reforzar la economía de la zona del euro y mantener al mismo tiempo unas finanzas públicas saneadas. La sostenibilidad fiscal es un ancla fundamental para la estabilidad económica más general. Las respuestas fiscales a la perturbación de los precios de la energía deberían ser temporales, específicas y adaptadas, como se subraya en el paquete del Semestre Europeo de primavera de 2026 de la Comisión Europea. Las reformas dirigidas a mejorar el potencial de crecimiento de la zona del euro y acelerar la transición energética para reducir su dependencia de los combustibles fósiles son ahora más esenciales que nunca. Completar la unión de ahorros e inversiones es fundamental para financiar la innovación, apoyar las transiciones verde y digital y aumentar la productividad. 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 aumentó hasta el 3,2 % en mayo de 2026, desde el 3,0 % registrado en abril. La tasa de variación de los precios de la energía repuntó hasta el 10,9 %, tras el 10,8 % observado en abril, mientras que la inflación de los alimentos bajó hasta el 2,0 % desde el 2,4 %. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, ascendió hasta situarse en el 2,5 %, desde el 2,2 % registrado en abril, dado que la inflación de los bienes repuntó hasta el 0,9 % y la de los servicios hasta el 3,5 %, desde el 3,0%.

Las presiones de costes de origen interno se relajaron en el primer trimestre de 2026, respaldadas por la ralentización del crecimiento de los salarios y de los beneficios. El indicador del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales siguen apuntando a una moderación del crecimiento de los salarios a lo largo del año. No obstante, los costes de otros insumos están aumentado para las empresas, que, en consecuencia, prevén incrementar sus precios de venta. Además, algunos indicadores de la inflación subyacente ya se han visto impulsados al alza por la perturbación energética. Las expectativas de inflación a más corto plazo se mantienen muy por encima de los niveles registrados antes del inicio de la guerra en Oriente Próximo. Al mismo tiempo, la mayoría de las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo a medio plazo.

El aumento de los precios de la energía hará que la inflación siga aumentando durante el verano y la mantendrá claramente por encima del objetivo hasta el primer semestre de 2027. Este incremento tendrá también un impacto sobre la inflación de los alimentos, los bienes y los servicios. Se espera que la inflación retorne al objetivo en el segundo semestre de 2027, respaldada por la bajada de los precios de la energía y subidas más lentas de otros precios. Con todo, la guerra en Oriente Próximo sigue siendo una fuente importante de incertidumbre. Cuanto más tiempo se mantengan los precios de la energía en niveles elevados, mayor será la probabilidad de que impulsen al alza la inflación general a través de efectos indirectos y de segunda vuelta. Por tanto, el Consejo de Gobierno vigilará de cerca la magnitud y la persistencia de esa subida de los precios de la energía y su impacto en la formación de precios y salarios, en las expectativas de inflación y en la dinámica económica general.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento apuntan a la baja, debido principalmente a la guerra en Oriente Próximo, que se suma a la volatilidad en el entorno de políticas a escala global. Una alteración prolongada del suministro de

energía podría hacer que los precios energéticos suban en mayor medida y durante más tiempo de lo previsto actualmente. Estos factores erosionarían las rentas reales todavía más y harían que las empresas y los hogares sean más reacios a invertir y gastar. El freno para el crecimiento se intensificaría si el cierre de las principales rutas marítimas causara una escasez aguda de insumos clave que obligara a las empresas de la zona del euro a reducir su producción. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales o una oferta de crédito más restrictiva podrían lastrar la demanda. Nuevas fricciones en el comercio internacional también podrían alterar aún más 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. En cambio, el crecimiento podría ser mayor si la economía y los mercados energéticos se adaptaran con mayor rapidez de lo esperado a la disrupción causada por la guerra en Oriente Próximo, o si el conflicto se resolviera de manera rápida y duradera. 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 aumentar el crecimiento más de lo esperado. Una integración más profunda del mercado único también podría impulsar el crecimiento por encima de las expectativas actuales.

Los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza. Si los precios de la energía subieran más, y durante más tiempo, de lo previsto actualmente, la inflación de la zona del euro aumentaría adicionalmente. Este efecto podría ser más intenso y persistente si el incremento de los precios de la energía se propagara a otros precios y a los salarios en mayor medida de lo previsto, si las expectativas de inflación a más largo plazo aumentaran debido a ello, o si las cadenas globales de suministro se vieran alteradas de manera más generalizada. Las tensiones comerciales actuales también podrían dar lugar a una mayor fragmentación de las cadenas globales de suministro, restringir el abastecimiento de materias primas críticas y agudizar las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Fenómenos meteorológicos extremos y, más en general, la propagación de las crisis climática y de la naturaleza podrían hacer que los precios de los alimentos suban más de lo esperado. Por el contrario, la inflación podría ser ligeramente más baja si los efectos económicos de la guerra en Oriente Próximo tuvieran una duración menor de lo previsto actualmente, o si los efectos indirectos y de segunda vuelta fueran menos pronunciados de lo esperado. 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

Las condiciones financieras se han mantenido prácticamente sin cambios desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 30 de abril de 2026, aunque continúan siendo más restrictivas que antes del inicio de la guerra. El coste de la emisión de valores de renta fija aumentó hasta el 4,0 % en abril, desde el 3,9 % en

marzo. Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas se mantuvieron en el 3,6 % en abril y los de las hipotecas, en el 3,4 %.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se elevó hasta el 3,4 % en abril, desde el 3,2 % de marzo, mientras que la de las emisiones de bonos corporativos ascendió hasta el 4,6 %. Los préstamos hipotecarios aumentaron de nuevo en abril un 3,0 %.

En línea con su estrategia de política monetaria, el Consejo de Gobierno examinó detenidamente los vínculos entre la política monetaria y la estabilidad financiera. Las entidades de crédito de la zona del euro son resilientes, respaldadas por ratios de capital y de liquidez elevadas, una calidad de los activos adecuada y una rentabilidad sólida. Sin embargo, una caída repentina y pronunciada de los precios de los activos, potencialmente amplificada por el sector financiero no bancario y un deterioro en la calidad de los activos, particularmente en los sectores sensibles a la energía y al comercio, podría plantear riesgos para la estabilidad financiera. Estos riesgos se incrementan cuanto más duren los conflictos geopolíticos actuales. La política macroprudencial sigue siendo la primera línea de defensa frente a la acumulación de vulnerabilidades financieras, al mejorar la capacidad de resistencia y preservar el espacio macroprudencial.

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 11 de junio de 2026, el Consejo de Gobierno ha decidido subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos. En consecuencia, los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito aumentaron hasta el 2,25 %, el 2,40 % y el 2,65 %, respectivamente, con efectos a partir del 17 de junio de 2026.

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

Conclusión

El Consejo de Gobierno está comprometido a fijar la política monetaria de manera que asegure la estabilización de la inflación en su objetivo del 2 % a medio plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. 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, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

1 Entorno exterior

La actividad económica mundial mantuvo su capacidad de resistencia a principios de 2026, pero la prolongación de la guerra en Oriente Próximo está frenando las perspectivas, debido a las subidas de los precios de la energía, el endurecimiento de las condiciones financieras y el aumento de la incertidumbre. A comienzos del año, la actividad económica y el comercio globales se vieron respaldados por la fortaleza de la producción manufacturera y la inversión relacionada con la IA. Además, esta actividad se vio sustentada por la acumulación de bienes sensibles a la energía por motivos de precaución, que fue particularmente evidente en Estados Unidos, China y otras economías emergentes de Asia. El impacto directo de la guerra en Oriente Próximo en el comercio no energético y en el transporte marítimo ha sido limitado hasta la fecha, pero las presiones de oferta se han intensificado para el petróleo, los combustibles refinados y otros bienes sensibles a la energía. Al mismo tiempo, la inflación ha crecido a escala global, dado que los mayores costes energéticos han empezado a alimentar presiones inflacionistas más generalizadas. Por tanto, las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026 apuntan a un crecimiento mundial más débil en 2026 que las proyecciones anteriores, junto con un aumento de la inflación mundial tanto en 2026 como en 2027.

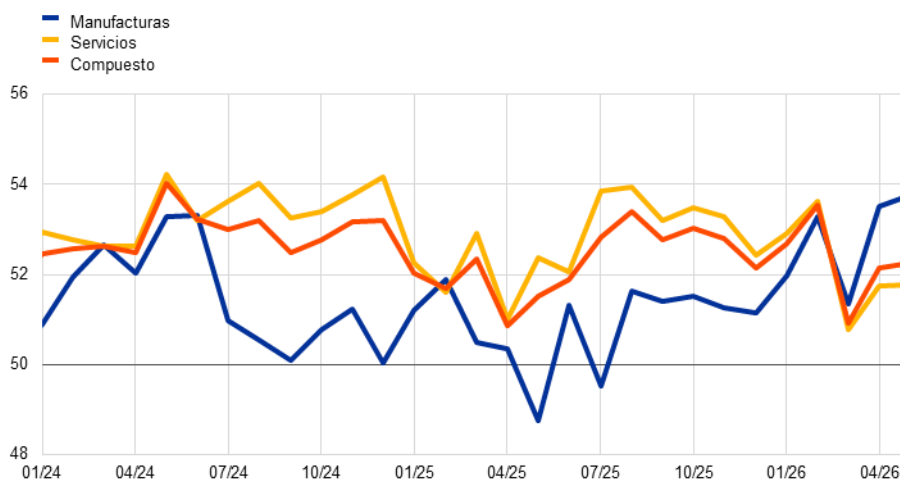
La actividad económica mundial mantuvo su capacidad de resistencia a principios de 2026, respaldada por la producción manufacturera y por la acumulación de bienes sensibles a la energía por motivos de precaución. Los últimos datos de las cuentas nacionales sugieren que la producción económica global creció un 0,7 %, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre de 2026, frente al 0,8 % registrado en el cuarto trimestre de 2025. Los indicadores de opinión apuntan a que se mantuvo la capacidad de resistencia al principio del segundo trimestre de 2026 y el índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad global repuntó en abril y en mayo de 2026 tras registrar un descenso acusado en marzo (panel a del gráfico 1). Este repunte estuvo impulsado principalmente por el sector manufacturero, mientras que la recuperación de los servicios fue más débil. Las referencias a «adelanto», a «existencias de seguridad» y a términos relacionados en las presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas de los sectores tanto energético como intensivos en energía aumentaron sustancialmente, lo que sugiere que las empresas han estado creando colchones en respuesta a la mayor incertidumbre asociada a la guerra en Oriente Próximo y a las posibles interrupciones en el suministro (panel b del gráfico 1). En las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, el fuerte crecimiento en el primer trimestre de 2026 y los factores transitorios que respaldan la actividad económica mundial mitigan en parte los efectos adversos de la guerra en Oriente Próximo a corto plazo, pero no se espera que impidan una desaceleración generalizada de la actividad en 2026.

Gráfico 1

PMI de actividad global (excluida la zona del euro) y referencias en las presentaciones de resultados de las empresas internacionales

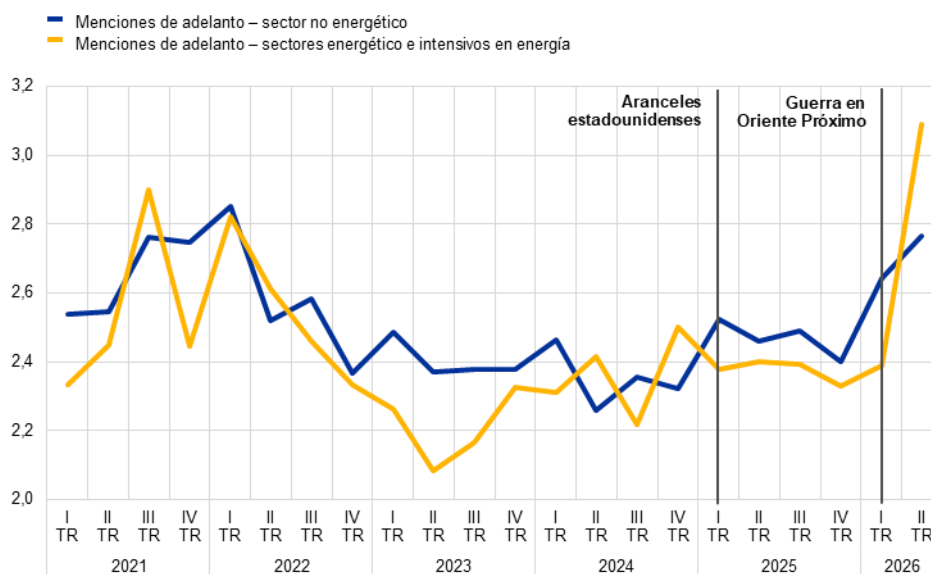
a) PMI

(índices de difusión)



b) Presentaciones de resultados (*earnings calls*) de las empresas

(número de frases por *earnings call*)



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

Notas: En el panel a, la línea horizontal con valor de 50 señala el valor de referencia neutral que separa la expansión de la contracción. En el panel b, los *earnings calls* se refieren al número medio de veces que empresas de todo el mundo mencionan «adelanto» y términos relacionados durante la presentación de sus resultados. Los sectores energético e intensivos en energía incluyen los combustibles fósiles, las energías renovables, el uranio, los productos químicos, el transporte, la distribución minorista de alimentos y de medicamentos, y los recursos aplicados. Los aranceles estadounidenses se refieren a la primera aplicación importante de medidas arancelarias introducidas durante el segundo mandato del presidente Trump. La guerra en Oriente Próximo hace referencia al inicio del conflicto. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2026 para el panel a y al 15 de mayo de 2026 para el panel b.

Las perspectivas de crecimiento económico mundial se han debilitado, ya que el conflicto en Oriente Próximo afecta a los precios de la energía y a las condiciones financieras, lo que intensifica la incertidumbre. Las disrupciones que afectan al estrecho de Ormuz y la ausencia de un acuerdo de paz definitivo han continuado ejerciendo presiones al alza sobre los precios energéticos, en particular

sobre los del petróleo. Aunque la solidez de la inversión relacionada con la IA, la resiliencia de los flujos comerciales y las medidas de apoyo están proporcionando cierto alivio, se espera que el aumento de los costes de la energía y el endurecimiento de las condiciones financieras afecten cada vez más a la demanda privada más adelante. El crecimiento del PIB real mundial, excluida la zona del euro, se ralentizaría hasta situarse en el 3 % en 2026, desde el 3,6 % en 2025, y después se recuperaría gradualmente hasta el 3,2 % en 2027 y el 3,3 % en 2028¹.

Los precios de las materias primas siguen siendo muy volátiles, dado que los mercados energéticos continúan condicionados por el bloqueo del estrecho de Ormuz y las expectativas relativas a un posible acuerdo de paz definitivo van cambiando. Los precios del petróleo descendieron un 15 % hasta situarse en 94 dólares estadounidenses por barril durante el período de referencia (del 19 de marzo al 10 de junio de 2026), aunque siguen siendo un 32 % más elevados que los niveles anteriores a la guerra. Este descenso inicial se produjo tras el anuncio de un alto el fuego entre Estados Unidos e Irán en abril, y el posterior debilitamiento de los precios del crudo reflejó las renovadas expectativas de que un alto el fuego prolongado podría allanar el camino para lograr un acuerdo de paz más amplio entre ambos países. No obstante, los precios del petróleo mantuvieron su elevada volatilidad durante todo el período analizado, ya que las exportaciones de bienes energéticos a través del estrecho de Ormuz continuaron experimentando graves disrupciones. La persistencia de las restricciones al tránsito por el estrecho de Ormuz endurece automáticamente las condiciones de suministro de la energía a escala mundial, lo que ejerce una presión alcista sostenida sobre los precios energéticos. Los precios europeos del gas también registraron una caída pronunciada, del 21 %. Al igual que en los mercados de petróleo, las expectativas de un alto el fuego prolongado fueron el principal determinante de la disminución de los precios del gas durante el período analizado. Además, la falta de dinamismo de las importaciones de gas natural licuado (GNL) a Asia ayudó a contener la presión al alza sobre los precios del gas en marzo y en abril de 2026, debido a unas condiciones meteorológicas más suaves y a la mayor sustitución del gas por carbón en China. Ahora bien, la situación sigue siendo muy volátil e incierta, ya que los flujos de GNL también continúan afectados por disrupciones². Los precios de los alimentos permanecieron prácticamente estables, en general, dado que el descenso de los precios del café —respaldado por la intensa producción en Brasil— se vio contrarrestado en gran medida por la subida de los precios del cacao, en un contexto de preocupación por un episodio de El Niño potencialmente intenso más avanzado el año. Los precios de los metales se incrementaron un 13 %, impulsados por las disrupciones en el suministro de aluminio en Oriente Próximo y las expectativas de una menor producción de cobre en Chile.

¹ Para más detalles, véase el recuadro 1 de las «[Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026](#)» publicadas en el sitio web del BCE el 11 de junio de 2026.

² Cabe señalar que en esta sección se analizan las variaciones de los precios al contado observadas entre marzo y junio de 2026. Estas pueden diferir de los cambios en los supuestos técnicos entre las proyecciones de marzo y las de junio de 2026, debido a las diferencias en las fechas de cierre de los mercados, así como al uso de precios al contado y de los futuros del petróleo promediados durante varios días hábiles durante el proceso de elaboración de las proyecciones.

Las presiones de oferta han crecido, pero la evidencia actual apunta a una escasez concentrada de insumos específicos más que a disrupciones generalizadas en las cadenas logísticas mundiales. El PMI de plazos de entrega de los proveedores aumentó en abril, especialmente en la zona del euro y en el Reino Unido, y las empresas indicaron que la escasez de petróleo, polímeros y productos químicos había empeorado. Aunque esta escasez continúa superando los niveles normales, la evidencia no señala aún una disrupción generalizada en las cadenas logísticas a escala mundial. El transporte de contenedores fuera del estrecho de Ormuz apenas se ha visto afectado. En este sentido, la situación actual se parece más a una perturbación aislada en el suministro de insumos que a las disrupciones más generalizadas en la logística global que se observaron en 2021 y 2022. No obstante, la escasez física podría intensificarse si persiste el cierre del estrecho de Ormuz, especialmente en el caso del petróleo, los combustibles refinados y otros insumos intensivos en energía. Esto sigue representando un importante riesgo a la baja para la actividad económica y un riesgo al alza para la inflación mundial.

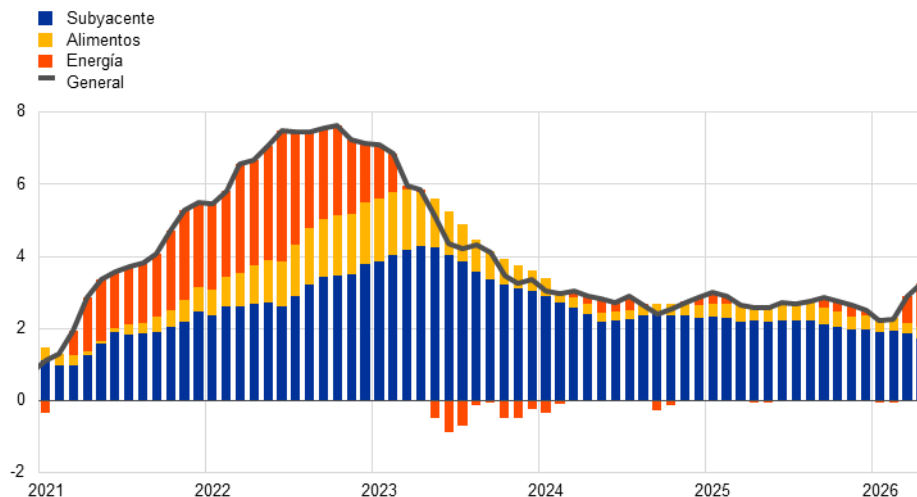
La inflación mundial aumentó en abril, y las presiones inflacionistas latentes se han intensificado desde entonces, dado que la perturbación energética ha empezado a propagarse. En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), excluida Turquía, la inflación general global se incrementó desde el 3,3 % en marzo de 2026 hasta el 3,5 % en abril, principalmente como consecuencia del aumento de la tasa de variación de los precios de la energía (gráfico 2)³. También se espera que la perturbación energética presione al alza la inflación subyacente a través de unos costes de producción más elevados. El PMI global de precios de insumos del sector manufacturero registró un incremento en abril, lo que sugiere que un porcentaje más elevado de empresas señalaron mayores costes de los insumos, mientras que los indicadores de precios de los insumos de los servicios experimentaron un ascenso más moderado. Dado que los PMI miden el porcentaje de encuestados que han indicado un aumento de los precios más que la magnitud de las variaciones de los precios, estos datos apuntan a presiones inflacionistas latentes más generalizadas. La inflación mundial, excluida la zona del euro, crecería hasta situarse en el 3,5 % en 2026, y después disminuiría hasta el 3 % en 2027 y el 2,5 % en 2028.

³ Las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la inflación general medida por el IPC abarcan un conjunto más amplio de países, incluidas grandes economías emergentes como China, India, Brasil y Rusia, que no se incluyen en la inflación medida por el IPC de la OCDE.

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

El crecimiento de las importaciones mundiales sorprendió al alza en el primer trimestre, pero se espera que el dinamismo se debilite a medida que desaparezcan los efectos de la acumulación de existencias.

Los datos de las cuentas nacionales apuntan a un sólido crecimiento en el primer trimestre de 2026, apoyado en el auge de las importaciones de Estados Unidos, China, Corea del Sur y otras economías avanzadas de Asia. Este fuerte avance de las importaciones se debió a la capacidad de resistencia de la actividad económica, a los intercambios comerciales relacionados con la IA y a la acumulación de bienes sensibles a la energía por motivos de precaución (que se espera que disminuya en los próximos trimestres). Ahora bien, se prevé que el dinamismo de las importaciones mundiales se debilite en el segundo trimestre, ya que la guerra en Oriente Próximo afecta a las economías intensivas en energía a través del aumento de los costes de la energía, los fletes y los seguros. El crecimiento de las importaciones globales, excluida la zona del euro, se ralentizaría hasta situarse en el 4,2 % en 2026 y seguiría desacelerándose en 2027 y 2028. Esto refleja nuevos datos más favorables y una dinámica del comercio subyacente con mayor capacidad de resistencia, sustentada por el aumento de los intercambios comerciales de insumos relacionados con la IA y la tecnología.

En Estados Unidos, el crecimiento del PIB real repuntó en el primer trimestre de 2026, pero el dinamismo subyacente de la demanda privada se debilitó.

El crecimiento del PIB se recuperó hasta situarse en el 0,4 %, en tasa intertrimestral, desde el 0,1 % del cuarto trimestre de 2025, debido al repunte de la actividad económica tras el cierre de la Administración federal. Esta recuperación se vio respaldada por el consumo público y la inversión, mientras que el consumo privado se ralentizó. La inversión privada en capital fijo mantuvo su fortaleza, impulsada por el gasto relacionado con la IA destinado a equipos informáticos y *software*, aunque

la contribución neta de la actividad asociada a la IA al crecimiento del PIB sigue siendo modesta, dado su elevado contenido importador. De cara al futuro, se espera que en Estados Unidos el crecimiento se mantenga, en general, en línea con su potencial. Es probable que la subida de los precios del petróleo y el endurecimiento de las condiciones financieras afecten al consumo privado, aunque se espera que esto se vea compensado por una fuerte inversión relacionada con la IA.

En Estados Unidos, la inflación se aceleró en abril con la generalización del impacto de la subida de los precios del petróleo, a pesar de la ralentización observada en la transmisión de los aranceles. La inflación medida por el índice de precios de consumo (IPC) aumentó desde el 3,3 % registrado en marzo de 2026 hasta el 3,8 % en abril, ya que la tasa de variación de los precios de la energía se incrementó de forma acusada hasta situarse en el 17,9 %, desde el 12,5 % de marzo. Los precios minoristas de la gasolina siguieron subiendo en mayo, hasta alcanzar niveles observados por última vez a mediados de 2022, lo que sugiere nuevas presiones al alza sobre la inflación de la energía a corto plazo. Las presiones sobre los precios también parecían estar generalizándose, impulsadas por el ascenso de los precios del transporte de mercancías y de los billetes de avión. El componente no energético del IPC y la inflación subyacente repuntaron asimismo, a pesar de la ralentización de la transmisión de los aranceles, y la inflación de los bienes de consumo, excluidos los alimentos, la energía, y los automóviles y camiones de segunda mano, parece haber alcanzado su máximo en marzo de 2026. El incremento de los precios del petróleo también ha elevado las expectativas de inflación de los consumidores. Las encuestas realizadas a los directores de compras (PMI) indican crecientes presiones sobre los precios, especialmente en las industrias manufactureras. Se prevé que la inflación del gasto en consumo personal siga aumentando hasta el primer trimestre de 2027 y que no retorne al objetivo de la Reserva Federal del 2 % hasta 2028.

En China, el dinamismo de la economía se debilitó al comienzo del segundo trimestre de 2026 tras la fortaleza observada en el primero. En el primer trimestre de 2026, el crecimiento del PIB real aumentó un 1,3 %, en tasa intertrimestral, respaldado por la capacidad de resistencia de las exportaciones y por medidas de política favorables. Sin embargo, los datos correspondientes a abril apuntaban a una desaceleración generalizada. Esta evolución refleja la mayor debilidad de las ventas minoristas y de la inversión, y la tasa de crecimiento interanual de la producción industrial disminuyó hasta el 4,1 % —el ritmo más lento desde mediados de 2023—, puesto que la subida de los precios del petróleo afectó a la actividad de los sectores intensivos en energía. El sector inmobiliario siguió siendo un lastre, al registrarse caídas persistentes de los precios de la vivienda y situarse los indicadores más amplios del sector inmobiliario en niveles reducidos. Las exportaciones siguieron sustentando la actividad económica, respaldadas por los intercambios comerciales relacionados con la IA, como los semiconductores, y la competitividad de los precios, mientras que la demanda interna siguió siendo débil. Hasta ahora, las presiones inflacionistas derivadas de la perturbación energética han sido más visibles en los precios de producción que en los precios de consumo. En abril, la inflación general medida por el IPC aumentó tímidamente y se situó en el 1,2 %, en tasa interanual, mientras que la inflación medida por los precios de

producción experimentó una acusada aceleración, hasta situarse en el 2,8 %. Esto sugiere que los mayores costes de la energía están afectando de forma más directa a la industria y a los sectores intensivos en energía que a los hogares. En general, se espera una ralentización gradual de la actividad económica, dado que la fortaleza de las exportaciones solo mitiga en parte la debilidad de la demanda interna y el ajuste en curso en el sector inmobiliario.

En el Reino Unido, la actividad económica registró un acusado repunte en el primer trimestre de 2026, pero se espera que este sea transitorio. El crecimiento del PIB se aceleró hasta situarse en el 0,6 %, en tasa intertrimestral, respaldado por el consumo tanto privado como público, mientras que la inversión se redujo y la demanda exterior neta frenó el crecimiento. Los indicadores coyunturales más recientes apuntan a un menor dinamismo al inicio del segundo trimestre, debido a que el encarecimiento de la energía y la incertidumbre lastraron la confianza. La inflación general descendió en abril, principalmente como consecuencia de la caída de la tasa de variación de los precios de los servicios, pero se espera que vuelva a aumentar a medida que la subida de los costes energéticos se traslade a las facturas de los hogares cuando se revise el tope a los precios de la energía. En general, se prevé una moderación del dinamismo del crecimiento tras el repunte observado en el primer trimestre y es probable que surjan nuevas presiones inflacionistas en los próximos meses.

2 Actividad económica

La economía de la zona del euro (excluidos los datos volátiles de Irlanda) creció de forma moderada en el primer trimestre de 2026, respaldada por la demanda interna y por las exportaciones. El mercado de trabajo mantiene su vigor y en el primer trimestre se crearon nuevos puestos de trabajo, aunque a un ritmo más lento que en el cuarto trimestre de 2025. Con el estallido de la guerra en Oriente Próximo, los indicadores coyunturales de actividad han disminuido desde marzo, lo que apunta a un debilitamiento del gasto de consumo, a un deterioro de la confianza y a un alargamiento de los plazos de entrega de los proveedores. En conjunto, esta evolución sugiere que la guerra en Oriente Próximo está afectando a la actividad actual y a la esperada. Gran parte del deterioro de la confianza general tiene su origen en los hogares y en el sector de servicios. A medio plazo, la demanda interna debería verse impulsada por una recuperación de la renta real, favorecida por el descenso de los precios de la energía, la resiliencia del mercado de trabajo y el aumento del gasto público en infraestructuras y defensa. Se espera que estos factores se complementen con un incremento de la inversión relacionada con la inteligencia artificial y la transición energética.

Estas perspectivas se reflejan, en términos generales, en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, que prevén que el crecimiento anual del PIB real se sitúe, en promedio, en el 0,8 % en 2026, el 1,2 % en 2027 y el 1,5 % en 2028. Ello implica una ligera revisión a la baja para 2026 y 2027, debido a un impacto de la guerra más pronunciado de lo anticipado en los mercados de materias primas, en las rentas reales y en la confianza. 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. Dados los altos niveles de incertidumbre acerca del impacto de la guerra que dependerá considerablemente de su duración e intensidad, el escenario de referencia se acompaña de escenarios alternativos ilustrativos actualizados que se han publicado con las proyecciones elaboradas por los expertos en el sitio web del BCE⁴.

La economía de la zona del euro (excluidos los datos volátiles de Irlanda) creció de forma moderada en el primer trimestre de 2026. Según la última estimación de Eurostat, el PIB real de la zona disminuyó un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre, después de registrar un avance del 0,2 % en el cuarto trimestre de 2025. No obstante, si se excluye Irlanda, el PIB real se incrementó un 0,3 %, ligeramente por debajo del 0,4 % del último trimestre de 2025. La dinámica de los componentes de la demanda interna se ralentizó durante el primer trimestre (gráfico 3). El crecimiento del consumo tanto privado como público se debilitó, y la inversión experimentó una contracción. Al mismo tiempo, la variación de existencias disminuyó levemente y su contribución a la expansión del PIB fue negativa. Aunque la demanda exterior neta fue negativa en las tasas generales, pasó a ser positiva tras excluir los volátiles flujos comerciales de Irlanda. En el primer trimestre, la producción estuvo impulsada principalmente por los servicios,

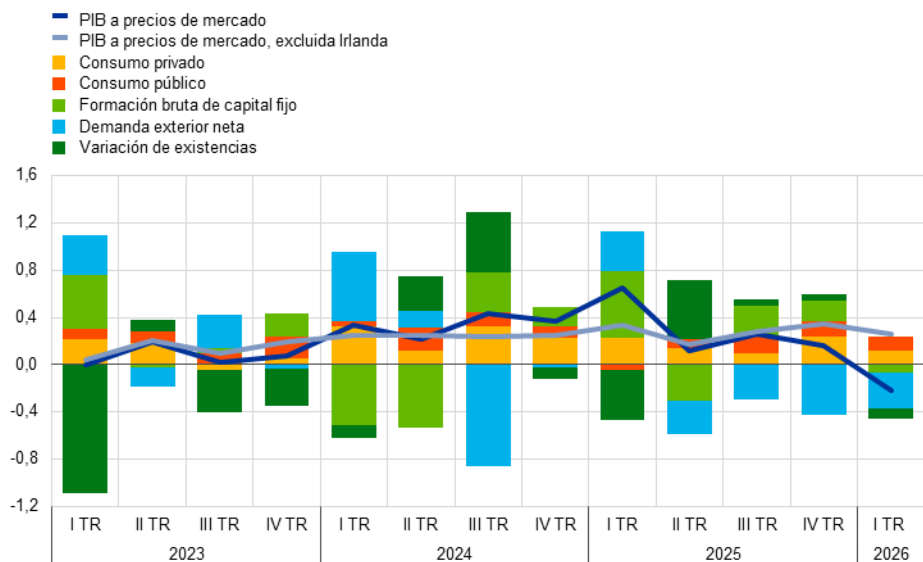
⁴ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 11 de junio de 2026.

respaldados una vez más por el sector de la información y las comunicaciones. La construcción perdió dinamismo como consecuencia de unas condiciones meteorológicas adversas en parte de Europa, lo que dio lugar a una desaceleración de la actividad de este sector tras cuatro trimestres de crecimiento. La evolución de las manufacturas varió de forma significativa en los distintos países de la zona del euro y se vio muy afectada por la volatilidad observada en algunos países, en particular por una caída del 35 % comunicada por Irlanda. Aunque este sector sigue afrontando factores adversos originados por las subidas arancelarias y la incertidumbre geopolítica, al mismo tiempo se está viendo sostenido por la producción relacionada con la industria de defensa. A pesar de las notables diferencias entre países, la mayoría de los Estados miembros registraron un crecimiento positivo del PIB en el primer trimestre de 2026.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

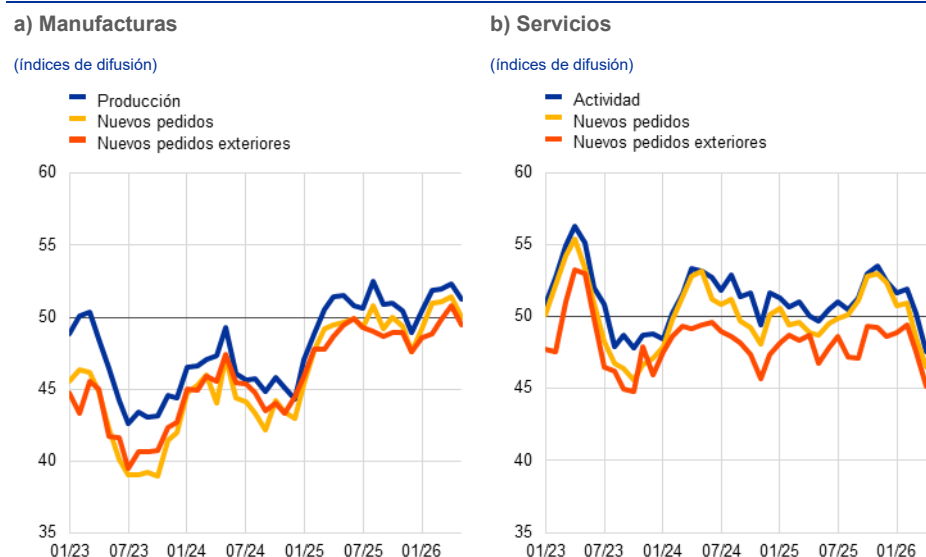
Notas: El gráfico muestra también el PIB, excluida Irlanda, ya que los datos de este país son especialmente volátiles. Sin embargo, los subcomponentes muestran la desagregación del PIB, incluida Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026.

Los indicadores coyunturales han descendido desde marzo, lo que apunta claramente al impacto adverso de la guerra en Oriente Próximo sobre la actividad económica. El índice de directores de compras (PMI) *flash* compuesto de actividad de la zona del euro siguió disminuyendo en mayo, manteniéndose así en terreno contractivo durante dos meses consecutivos. La caída acumulada de 51,9 a 48,6 registrada entre febrero y mayo de 2026 pone de manifiesto el efecto adverso de la guerra en Oriente Próximo en las percepciones sobre la producción. Aunque este descenso tuvo su origen tanto en las manufacturas como en los servicios, la reducción acumulada en este último sector fue sustancialmente más pronunciada, y su índice de actividad se situó en niveles que no se habían observado desde principios de 2021 (gráfico 4). Las encuestas de la Comisión Europea a empresas y consumidores arrojan un panorama similar, en el que la mayor parte del deterioro de la confianza general tiene su origen en los hogares y en los servicios. Los datos del

PMI también muestran que los resultados más a futuro de la encuesta sobre nuevos pedidos han empeorado en paralelo a la producción, mientras que los plazos de entrega de proveedores se han alargado aún más, con los peores retrasos registrados desde junio de 2022.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



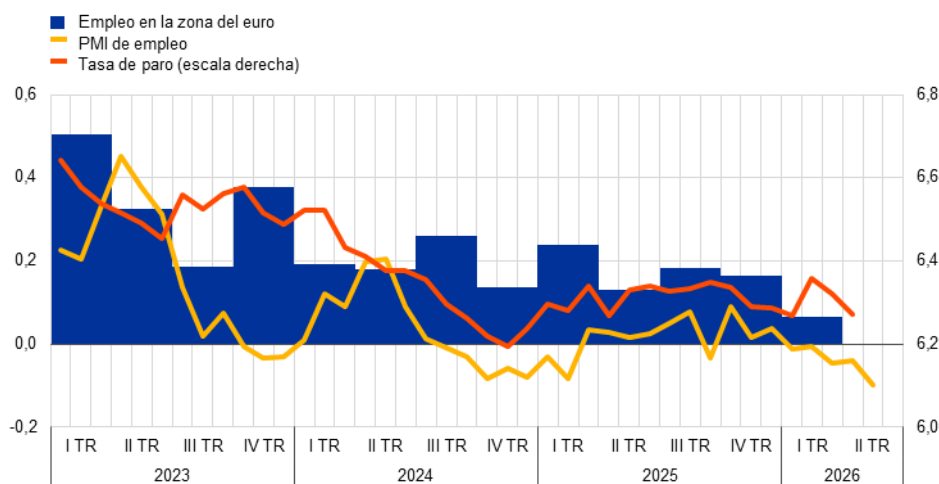
Fuente: S&P Global Market Intelligence.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2026.

La tasa de paro sigue siendo reducida, pero la creación de empleo se ha ralentizado y la demanda de mano de obra continúa descendiendo. La tasa de paro se situó en el 6,3 % en marzo y abril tras haberse mantenido prácticamente estable en ese nivel desde mediados de 2024 (gráfico 5). Si bien el total de horas trabajadas disminuyó un 0,2 % en tasa intertrimestral, el empleo continuó aumentando en el primer trimestre de 2026, respaldado por el crecimiento de la población activa. Por consiguiente, las horas medias trabajadas por empleado se redujeron. Aun así, el ritmo de creación de empleo volvió a moderarse y a principios de 2026 se situó en el 0,1 % en tasa intertrimestral y en el 0,5 % en tasa interanual, tras registrar incrementos del 0,7 % en 2025, el 0,8 % en 2024 y el 1,4 % en 2023. La desaceleración gradual del avance del empleo refleja, en parte, la disminución continuada de la demanda de mano de obra. La tasa de vacantes ha seguido una tendencia a la baja desde el segundo semestre de 2022. Tras repuntar ligeramente a finales de 2025, impulsada por la evolución de la construcción, esta tasa cayó de nuevo hasta situarse en el 2,2 % en el primer trimestre de 2026. Las tendencias por sectores mostraron trayectorias divergentes durante el año pasado, ya que las vacantes en la construcción aumentaron, mientras que en los servicios de mercado y la industria han continuado disminuyendo.

Gráfico 5

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

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



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

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

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un débil dinamismo del empleo en el segundo trimestre de 2026.

El PMI mensual compuesto de empleo cayó por debajo del valor neutral de 50 a principios de año. Posteriormente continuó descendiendo y se situó en 49 en mayo, desde un nivel de 49,6 en abril, lo que sugiere que el empleo se mantuvo prácticamente sin variación durante el segundo trimestre del año. Actualmente, el índice se sitúa en el nivel más bajo observado desde noviembre de 2020. El PMI de empleo del sector servicios se adentró en terreno contractivo en mayo de 2026 y registró un valor de 49,4, mientras que el PMI de las manufacturas siguió deteriorándose y se situó en 47,8. Asimismo, los anuncios de reestructuración de empresas publicados en medios de comunicación sugieren una débil dinámica del empleo en el segundo trimestre de 2026, especialmente en las manufacturas (véase [recuadro 5](#)).

El consumo privado se moderó en el primer trimestre de 2026, y es probable que esta dinámica siga debilitándose a corto plazo.

El consumo privado creció un 0,2 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre del año, tras registrar un avance más pronunciado del 0,4 % en el trimestre anterior (panel a del gráfico 6). El gasto interno estuvo impulsado principalmente por los servicios —que estuvieron respaldados por el turismo— aunque se vio contrarrestado en parte por la evolución de los bienes, que resultó lastrada por el gasto en bienes de consumo no duradero. Por lo que se refiere al segundo trimestre, los indicadores de alta frecuencia señalan una desaceleración acusada del dinamismo del consumo a medida que el impacto económico de la guerra en Oriente Próximo se va materializando (véase [recuadro 4](#)). En abril, las ventas al por menor disminuyeron un 0,4 % en términos intermensuales y se situaron ligeramente por debajo del nivel medio observado en el primer trimestre (panel b del gráfico 6). El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea registró una fuerte caída en abril y mayo, en

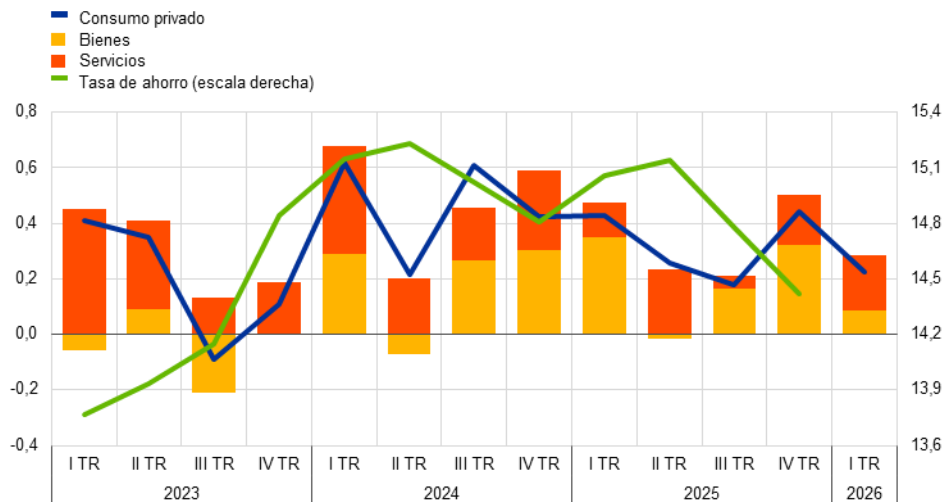
promedio, principalmente como consecuencia de las expectativas de los hogares sobre gasto en grandes compras y de las perspectivas económicas generales. Según las encuestas de opinión empresarial de la Comisión Europea a distintos sectores, la actividad esperada de los consumidores también disminuyó sensiblemente en abril y mayo, arrastrada por el comercio minorista y los servicios de alojamiento y restauración, así como los de turismo y viajes. Estas señales fueron confirmadas por los resultados de la encuesta sobre las expectativas de los consumidores, que indicaban que su confianza se había desplomado y que el gasto en vacaciones y en bienes de lujo había perdido dinamismo en abril, ya que los hogares con rentas más altas aplazaron el gasto discrecional. De cara al futuro, la escalada de los precios de la energía y la incertidumbre generada por la guerra en Oriente Próximo probablemente repercutirán negativamente en el consumo privado. Estos efectos negativos podrían verse moderados por la solidez de los balances, que en gran medida han recuperado las pérdidas de riqueza real neta registradas tras el acusado aumento de la inflación en 2022. No obstante, estas pérdidas aún son considerables para activos líquidos como los depósitos, así como para los hogares situados en la parte inferior de la distribución de la riqueza, que suelen tener una mayor propensión marginal al consumo. Por lo tanto, es posible que el efecto amortiguador de los balances en el consumo privado sea menor que el observado durante el episodio de 2022.

Gráfico 6

Consumo y ahorro de los hogares; confianza, actividad esperada e incertidumbre de los consumidores, y ventas al por menor

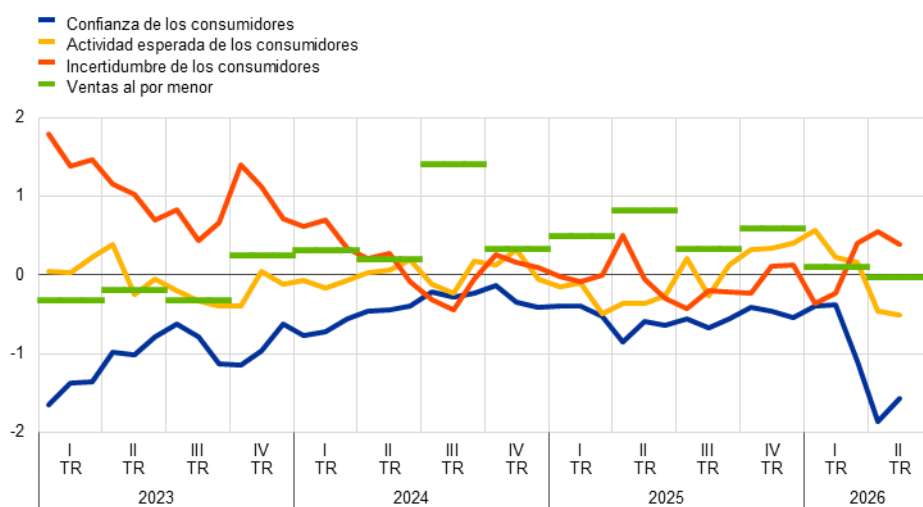
a) Consumo y ahorro de los hogares

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



B) Confianza, actividad esperada e incertidumbre de los consumidores, y ventas al por menor

(saldos netos normalizados; ventas al por menor: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

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

La inversión empresarial creció de forma moderada en el primer trimestre de 2026, pero se espera que en el segundo se vea afectada en mayor medida por la guerra en Oriente Próximo.

La inversión sin construcción (excluidos los productos volátiles de propiedad intelectual irlandeses) creció un 0,4 %, en términos intertrimestrales, durante el primer trimestre del año, con contribuciones positivas de la inversión en intangibles y en maquinaria y bienes de equipo (panel a del gráfico 7). Sin embargo, este resultado agregado oculta una heterogeneidad significativa de unos países a otros, incluso entre las economías de mayor tamaño (Alemania registró un descenso del 0,7 % en tasa intertrimestral, mientras que en Italia creció un 1,8 %). De cara al futuro, se espera que la inversión empresarial se debilite en el segundo trimestre a medida que el aumento de la incertidumbre relacionada con la guerra reduzca la confianza en el sector de bienes de equipo y lastre las expectativas de producción y actividad entre los proveedores de tangibles e intangibles. En consonancia con lo anterior, el PMI de nuevos pedidos se redujo en ambos segmentos y en mayo se situó por debajo del umbral de crecimiento. Mientras continúe la guerra, es probable que los riesgos a la baja para las perspectivas de inversión para el resto de 2026 se intensifiquen. La encuesta de inversión que lleva a cabo semestralmente la Comisión Europea (efectuada en marzo y abril) apunta a un crecimiento anual débil pero positivo en 2026. Cuando se realizó la encuesta, las empresas esperaban en gran medida que las perturbaciones provocadas por la guerra fuesen solo temporales y basaron sus planes de inversión para el año en los sólidos fundamentos previos al conflicto (como la mejora de los beneficios empresariales, la solidez de los balances y unas ratios bajas de deuda y de servicio de la deuda). Con todo, dado que la guerra continúa, los riesgos a la baja probablemente aumentarán en un contexto de incertidumbre elevada,

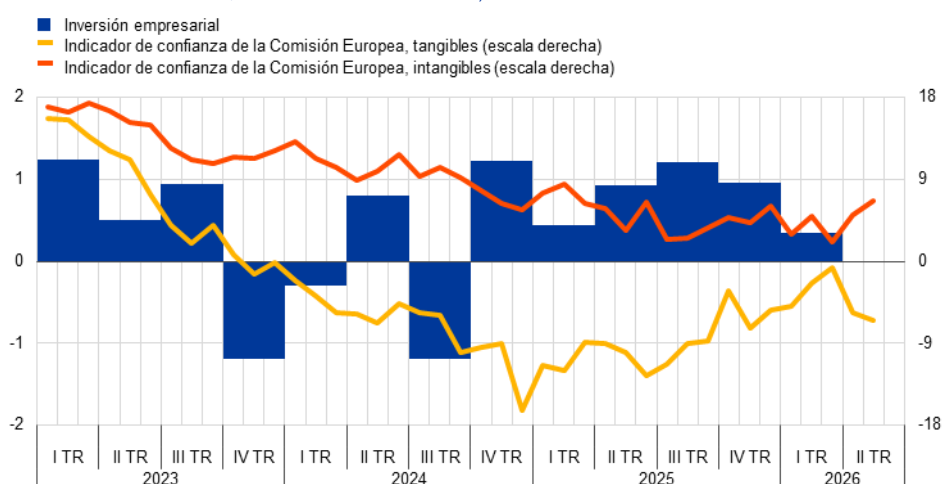
crecimiento más débil de la demanda, incremento de los costes y endurecimiento de las condiciones de financiación. No obstante, las condiciones subyacentes siguen siendo adecuadas para que la inversión empresarial se recupere cuando se resuelva el conflicto. Entre ellas se incluyen las actuales necesidades digitales y el incremento del gasto en defensa e infraestructuras, que siguen estando respaldados por los fondos del programa Next Generation EU (véase también la sección 6 de este Boletín Económico sobre la evolución de las finanzas públicas).

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

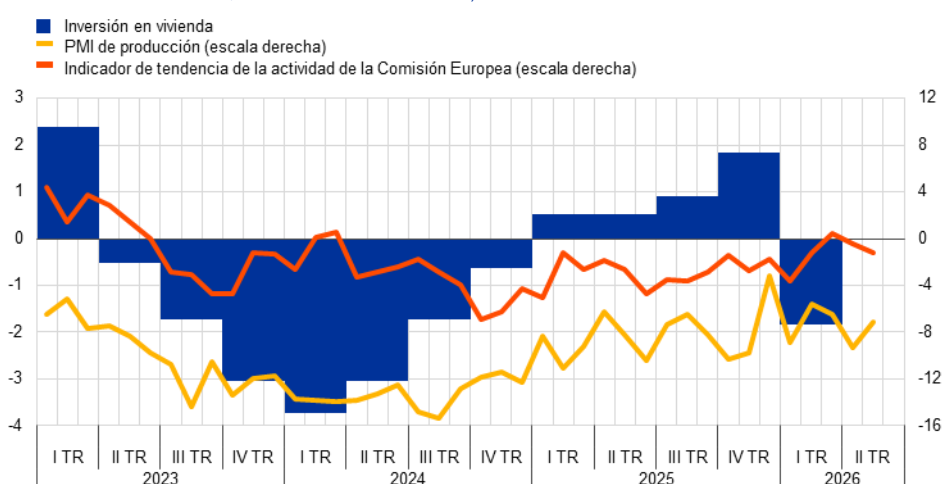
a) Inversión empresarial

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



b) Inversión en vivienda

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. En cuanto a los indicadores de confianza, «tangibles» se refiere al sector de bienes de equipo (fabricantes de maquinaria y bienes de equipo tangibles), e «intangibles» es una media ponderada de los subsectores proveedores de productos de propiedad intelectual vinculados a la inversión, es decir, actividades de edición (NACE J58), programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática (NACE J62) y servicios de información (NACE J63). En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de la tendencia de la actividad de los segmentos de construcción de edificios y actividades de construcción especializada en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 para la inversión, a mayo de 2026 para el PMI de producción y a mayo para los indicadores de la Comisión Europea.

La inversión en vivienda disminuyó de forma significativa en el primer trimestre de 2026, pero se espera que vuelva a registrar un crecimiento positivo a corto plazo.

La inversión residencial se redujo un 1,8 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre de 2026, tras haber aumentado durante los cuatro trimestres anteriores (panel b del gráfico 7). Este descenso se debió en parte a unas condiciones meteorológicas adversas, como también quedó reflejado en el hecho de que una proporción inusualmente elevada de directivos del sector de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada mencionaran limitaciones relacionadas con las condiciones meteorológicas en los dos primeros meses del año, según la encuesta de la Comisión Europea. Tras la normalización de dichas condiciones en relación con el primer trimestre, es probable que la inversión en vivienda repuntara durante el segundo trimestre. Esta valoración se ve respaldada por la tendencia sostenida al alza observada en los visados de obra nueva residencial, que en enero y febrero se situaron, de media, en torno a un 5 % por encima de su nivel medio del cuarto trimestre de 2025, lo cual apunta a un fortalecimiento de los proyectos de construcción de vivienda en cartera. Al mismo tiempo, parece que la guerra en Oriente Próximo está lastrando la recuperación de la inversión residencial al incrementar las presiones por el lado de la oferta y debilitar la demanda. Los indicadores de actividad basados en encuestas —como el indicador de la Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada, así como el PMI de producción de viviendas— registraron un descenso tras el estallido de la guerra. Asimismo, los datos procedentes de las encuestas PMI apuntan a una notable intensificación de las presiones sobre los costes de los insumos, mientras que la encuesta de la Comisión Europea señala un debilitamiento de la intención de los hogares de adquirir o construir una vivienda y de realizar reformas en los 12 meses siguientes. Es probable que esta evolución afecte al dinamismo de la inversión residencial a corto plazo. Con todo, los indicadores disponibles actualmente no apuntan a una nueva disminución de la inversión en vivienda.

Después de registrar resultados positivos en el primer trimestre de 2026, las perspectivas sobre las exportaciones de la zona del euro han empeorado, lastradas por el sector servicios y por el menor apoyo de la acumulación de existencias por motivos precautorios.

Las exportaciones totales de la zona del euro, excluida Irlanda, crecieron un 0,7 % en el primer trimestre de 2026. Este incremento estuvo impulsado por un descenso más moderado de las exportaciones de bienes, hasta el 0,1 %, y por el sólido avance de las exportaciones de servicios, el 2,7 % en términos intertrimestrales. Los indicadores de opinión sobre los pedidos exteriores del sector manufacturero apuntan a una expansión a principios del segundo trimestre, en parte debido a la acumulación de existencias por motivos precautorios que había respaldado las exportaciones de bienes en marzo. Al mismo tiempo, los pedidos exteriores de servicios de la zona del euro cayeron al ritmo más rápido registrado desde octubre de 2023, como consecuencia de una reducción particularmente acusada de los nuevos pedidos en los sectores de turismo y viajes y de transporte. El crecimiento de las importaciones de la zona del euro se estancó en el primer trimestre en un contexto de disminución de las importaciones procedentes de Estados Unidos, mientras que las importaciones de China continuaron aumentando aunque las procedentes de otras economías asiáticas disminuyeron. El

deterioro de la relación de intercambio siguió siendo moderado en el primer trimestre, pero se espera que se fortalezca a medida que suban los precios de importación de la energía y se reduzcan las presiones desinflacionistas de China, con una pérdida máxima prevista de aproximadamente el 0,4 % del PIB en 2026, frente a la del 1,7 % del PIB en 2022.

Las perspectivas económicas de la zona del euro siguen siendo muy inciertas, debido a los efectos adversos de la guerra en Oriente Próximo, el bloqueo del estrecho de Ormuz y la elevada volatilidad de los precios del petróleo. Algunos de los riesgos identificados en las proyecciones de marzo de 2026 se han materializado en parte, con subidas de los precios del petróleo, incipientes cuellos de botella en la oferta y expectativas de los mercados de que el impacto de la guerra sea más prolongado.

Las proyecciones del escenario de referencia apuntan a un crecimiento anual del PIB real del 0,8 % en 2026, el 1,2 % en 2027 y el 1,5 % en 2028. El avance del PIB se ha revisado ligeramente a la baja tanto para 2026 como para 2027, debido a que el impacto de la guerra en Oriente Próximo es mayor de lo esperado inicialmente, mientras que para 2028 se ha revisado levemente al alza a medida que este impacto va desapareciendo. Supuestos alternativos sobre la magnitud y la persistencia de la guerra en Oriente Próximo y la perturbación de los precios de la energía, sobre su impacto en el entorno internacional y en la incertidumbre, así como sobre su propagación a través de efectos inflacionistas indirectos y de segunda vuelta, darían lugar a resultados macroeconómicos muy diferentes. Para ilustrar esta incertidumbre, los expertos han elaborado tres escenarios alternativos: un escenario moderado, otro adverso y otro severo (véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026](#)»).

3 Precios y costes

La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se sitúa 1,2 puntos porcentuales por encima del objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Aumentó hasta el 3,2 % en mayo de 2026, desde el 3 % registrado en abril, impulsada por el avance de la tasa de variación de los precios de la energía y del IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), mientras que la inflación de los alimentos descendió⁵. La inflación medida por el IAPCX se incrementó hasta el 2,5 % en mayo, desde el 2,2 % observado en abril, debido al mayor ritmo de crecimiento de los precios de los bienes y de los servicios. Los indicadores de la inflación subyacente han registrado un ligero ascenso recientemente. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se redujo hasta el 3,5 % en el primer trimestre de 2026, desde el 3,7% del último trimestre de 2025.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, la inflación general se situará, en promedio, en el 3 % en 2026 y descenderá al 2,3 % en 2027 y el 2 % en 2028. En comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE para la zona del euro de marzo de 2026, la inflación general se ha revisado al alza para 2026 y 2027 debido a una senda de precios de la energía más elevados, que se espera que se traslade en cierta medida a la inflación de los alimentos, los bienes y los servicios. Los riesgos al alza para la inflación reflejan las consecuencias de la guerra en Oriente Próximo. Dado que las perspectivas de inflación dependen de la intensidad y la duración de la perturbación de los precios energéticos, así como de la magnitud de sus efectos indirectos y de segunda vuelta, el escenario de referencia se complementa con escenarios ilustrativos actualizados que se han publicado como parte de las proyecciones de junio de 2026 en el sitio web del BCE⁶.

La inflación medida por el IAPC de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3,2 % en mayo de 2026, desde el 3 % registrado en abril (gráfico 8). Este aumento estuvo impulsado por el repunte de la inflación de la energía y de la inflación medida por el IAPCX, mientras que el ritmo de avance de los precios de los alimentos disminuyó. La tasa de variación de los precios de la energía se elevó marginalmente en términos interanuales hasta situarse en el 10,9 % en mayo (desde el 10,8 % observado en abril), como consecuencia de un fuerte efecto de base al alza, mientras que se redujo un 1,1 % en términos intermensuales. La inflación de los alimentos cayó desde el 2,4 % en abril hasta el 2 % en mayo. Dentro del componente de alimentos, el ritmo de avance de los precios de los alimentos tanto elaborados como no elaborados descendió en el mismo período, desde el 4,6 % hasta el 4,2 % en caso de los primeros, y desde el 1,6 % hasta el 1,1 % en el de los segundos. La inflación medida por el IAPCX repuntó y se situó en el 2,5 % en mayo, frente al 2,2 % de abril, debido a los incrementos de las tasas de crecimiento de los precios de los bienes industriales no energéticos (BINE) y de los servicios. La

⁵ La fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 10 de junio de 2026. Según los datos completos del IAPC publicados por Eurostat el 17 de junio de 2026, la inflación interanual de la zona del euro se situó en el 3,2 % en mayo de 2026.

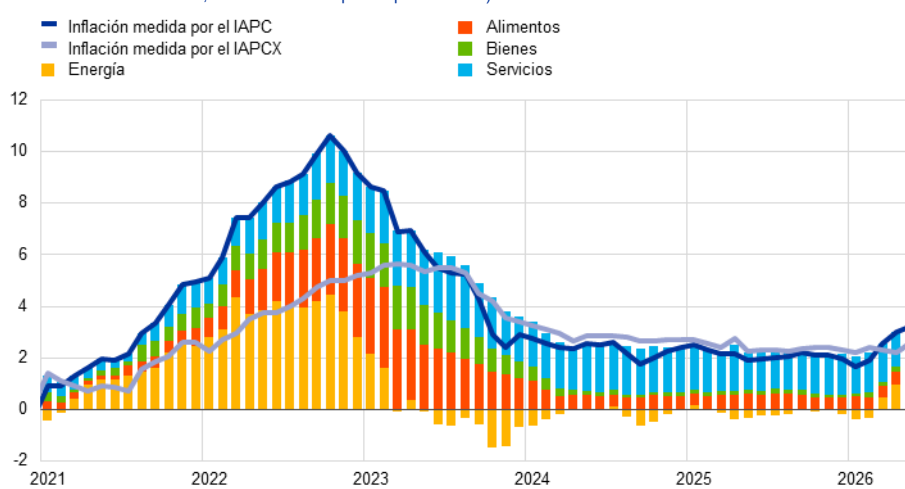
⁶ Véanse las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026», publicadas en el sitio web del BCE el 11 de junio de 2026.

inflación de los BINE registró un ligero aumento y pasó del 0,8 % en abril al 0,9 % en mayo, y la de los servicios se elevó del 3 % al 3,5 % en el mismo período. Aunque no se dispone todavía de un desglose detallado, la aceleración de la inflación de estos últimos refleja probablemente las mayores presiones sobre los precios de los servicios de transporte y relacionados con turismo y viajes, donde la traslación de los mayores costes de la energía tiende a ser más pronunciada.

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos e «IAPCX» al IAPC, excluidos la energía y los alimentos. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2026 (estimaciones de avance).

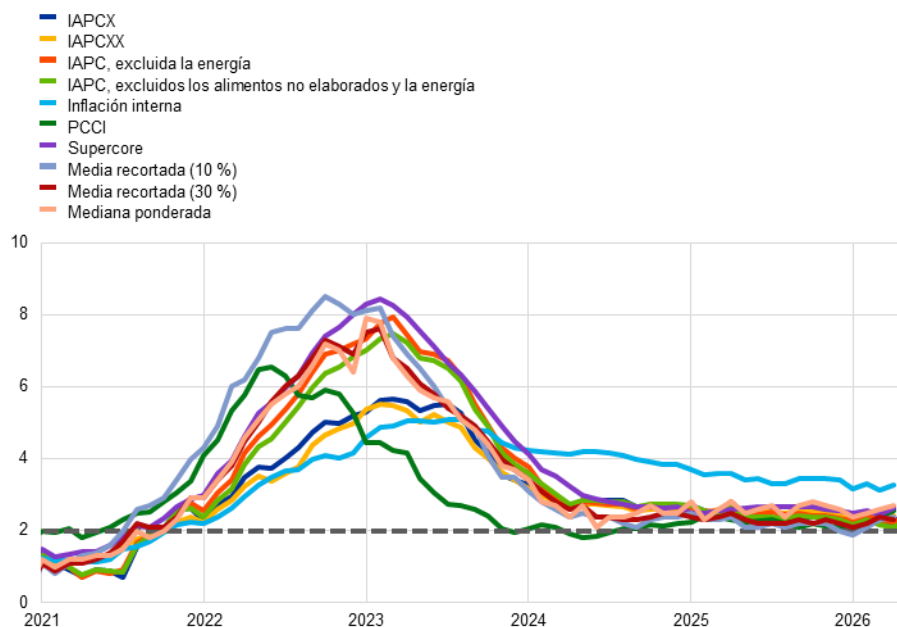
Los indicadores de la inflación subyacente han registrado un ligero ascenso recientemente (gráfico 9)⁷. Después de observarse señales dispares en abril de 2026, los indicadores disponibles basados en la exclusión de componentes aumentaron en mayo. En abril, los indicadores de la inflación subyacente oscilaron entre el 2,1 % y el 2,6 %, y todas las medidas de esta inflación basadas en modelos registraron alzas. El PCCI (componente persistente y común de la inflación) se incrementó hasta situarse en el 2,6 % en abril, desde el 2,4 % de marzo. Al mismo tiempo, el PCCI sin energía se elevó hasta el 2,3 % desde el 2,2 %. El indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, repuntó desde el 2,5 % hasta el 2,6 % en el mismo período.

⁷ 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 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

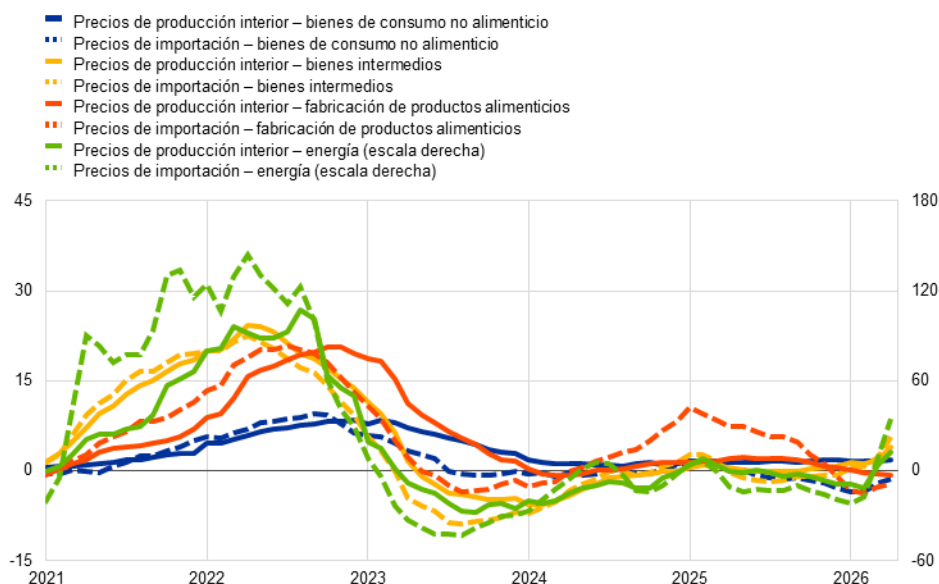
En abril, los indicadores de las presiones latentes sobre los precios de los bienes apuntaban a una intensificación de las presiones inflacionistas en la mayoría de las fases del proceso de formación de precios (gráfico 10).

En las fases iniciales de este proceso, la tasa de variación de los precios de producción de la energía aumentó con fuerza hasta situarse en el 12,3 % en abril de 2026, frente al 4 % observado en marzo, y los precios de importación de la energía se cuadruplicaron hasta alcanzar una tasa del 34,8 % en abril, frente al 8,7 % en marzo. Las presiones siguieron siendo elevadas para los bienes intermedios, debido a los considerables incrementos de los precios de producción interior y de los precios de importación, que repuntaron un 3,9 % y un 5,7 %, respectivamente. En general, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, los indicadores de presiones latentes sobre los bienes de consumo apuntaban a presiones inflacionistas más intensas, con alzas en las tasas de variación tanto de los precios de importación (-1,4 %) como de los precios de producción interior de los bienes de consumo no alimenticio (1,9 %). Al mismo tiempo, las presiones latentes sobre los precios de los alimentos continuaron siendo débiles. En el caso de los alimentos elaborados, la tasa de variación interanual de los precios de producción siguió descendiendo, hasta el -0,8 %, prolongando la tendencia gradual a la baja observada desde septiembre de 2025, mientras que la tasa correspondiente a los precios de importación fue creciendo desde marzo de 2026 y se situó en el -2,2 % en abril, frente al -3,6 % de febrero. Debido a la guerra en Oriente Próximo, la evolución de los precios de la energía y de los alimentos, así

como las presiones latentes más en general, están siendo objeto de un atento seguimiento.

Gráfico 10
Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026.

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, disminuyeron hasta situarse en el 2,3 % en el primer trimestre de 2026, frente al 2,6 % del trimestre anterior (gráfico 11).

Esta evolución refleja la menor contribución de los beneficios unitarios (del 0,5 % al -0,1 %), mientras que la aportación de los costes laborales unitarios aumentó y la de los impuestos unitarios netos permaneció sin cambios. El ascenso de la tasa de crecimiento interanual de los costes laborales unitarios (del 3,2 % al 3,7 %) estuvo impulsado por el descenso del avance de la productividad del trabajo (del 0,5 % al -0,2 %). Sin embargo, fue contrarrestado parcialmente por la reducción de la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado (del 3,7 % al 3,5 %). Esta reducción reflejó una ralentización de la tasa de avance de los salarios negociados, que se situó en el 2,5 % en el primer trimestre de 2026, frente al 2,9 % del cuarto trimestre de 2025, y se vio compensada parcialmente por la mayor contribución del componente de deriva salarial, que pasó a ser de 1,4 puntos porcentuales frente a 1,1 puntos porcentuales en el mismo período. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que se han actualizado con datos sobre convenios colectivos negociados hasta el final de mayo de 2026— indican que las presiones sobre los salarios negociados se moderarán en la primera mitad de 2026, antes de estabilizarse en niveles más bajos para terminar el año en torno al 2,6 %, frente al 3 % registrado en 2025⁸. Según las proyecciones

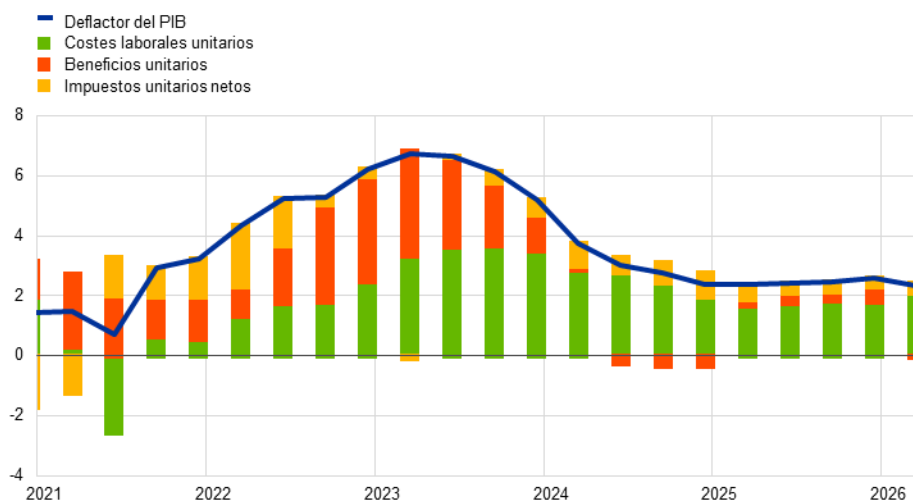
⁸ Para más información, véase «[Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios señalan una estabilización de las presiones de los salarios negociados en 2026](#)», *nota de prensa*, BCE, 17 de junio de 2026.

de junio de 2026, la tasa de crecimiento interanual de la remuneración por asalariado disminuirá desde el 3,9 % observado en 2025 hasta el 3,2 % en 2026, y posteriormente se mantendrá en torno a este nivel en 2027 y 2028, en línea con las señales de relajación de las presiones salariales reflejadas en los datos recientes y en los convenios suscritos.

Gráfico 11

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

Durante el período de referencia comprendido entre el 19 de marzo y el 10 de junio de 2026, los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo apenas variaron, en términos netos, pese a la notable volatilidad registrada durante el período a causa de las fluctuaciones de los precios del petróleo relacionadas con la guerra en Oriente Próximo, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo se mantuvieron firmemente ancladas en torno al 2 % (panel a del gráfico 12). Las perspectivas de inflación a corto plazo de los inversores variaron ampliamente durante el período analizado. Sin embargo, al final volvieron a situarse próximas a los niveles observados en torno a la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 19 de marzo de 2026, ya que los precios del petróleo se moderaron en mayo ante la esperanza de un acuerdo de paz que pondría fin a la guerra en Oriente Próximo. Al cierre del período de referencia, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año aumentó solo marginalmente y se situó en el 2,2 %. A medio y largo plazo, los indicadores de la compensación por inflación mantuvieron un patrón relativamente estable, y el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años permaneció básicamente sin cambios durante el período analizado, en alrededor del 2,2 %. Una vez ajustados por las primas de riesgo de inflación (es decir, la compensación que exigen los inversores por asumir el riesgo de que la inflación futura registrada sea diferente de la esperada), los indicadores de mercado de las expectativas de inflación a medio y largo plazo se situaban incluso más cerca del objetivo de inflación del 2 %. Tanto en la encuesta

del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2026 como en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de abril de 2026, la media y la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo permanecieron en el 2 %.

Gráfico 12

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

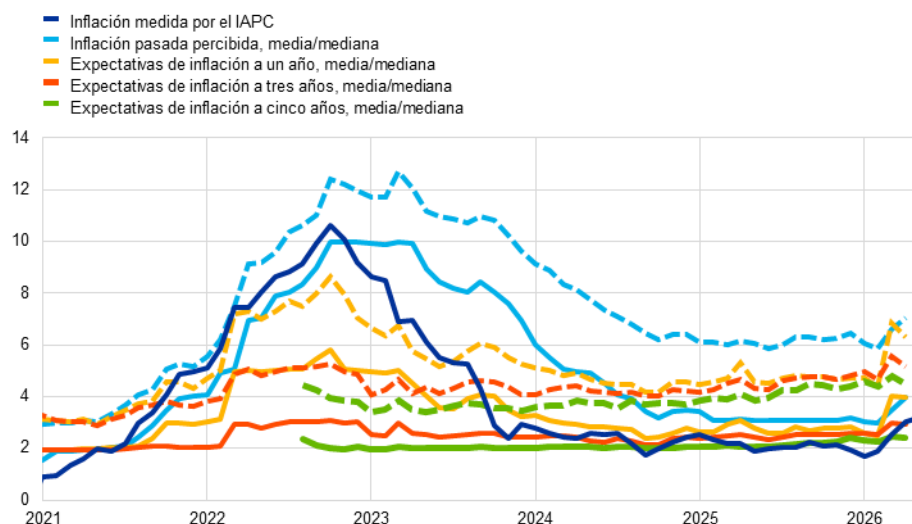
a) Indicadores de mercado de la compensación por inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



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

Notas: El panel a muestra los tipos *forward* de los ILS a dos horizontes diferentes para la zona del euro. La línea vertical gris indica el comienzo del período de referencia (19 de marzo de 2026). En el panel b, las líneas discontinuas muestran la tasa media y las líneas continuas la mediana. Las últimas observaciones corresponden al 10 de junio de 2026 para los paneles a y b, a mayo de 2026 (estimación de avance) para la inflación medida por el IAPC y a abril de 2026 para los demás indicadores.

Las expectativas de inflación a corto y a medio plazo de los consumidores apenas variaron en abril de 2026, mientras que la inflación pasada percibida

repuntó (panel b del gráfico 12). Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de abril de 2026, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se incrementó hasta el 4 %, desde el 3,5 % observado en marzo⁹. La tasa mediana de la inflación esperada para los doce meses siguientes se mantuvo sin variación en el 4 %, mientras que la correspondiente a tres años vista se redujo hasta el 2,9 %, desde el 3 % registrado en marzo, y la correspondiente a cinco años vista permaneció inalterada en el 2,4 %.

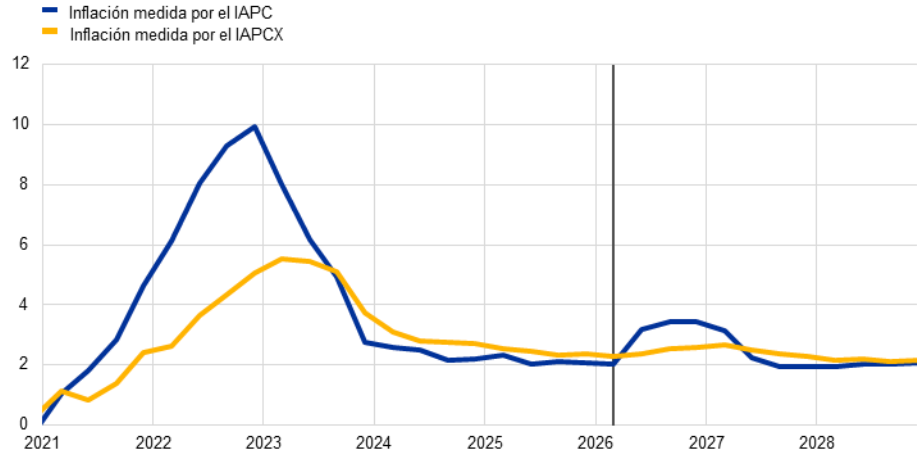
De acuerdo con las proyecciones de junio de 2026, la inflación general aumentará desde el 2,1 % en 2025 hasta el 3 % en 2026, antes de descender hasta el 2,3 % en 2027 y retornar después al 2 % en 2028 (gráfico 13). Se espera que la inflación general medida por el IAPC alcance un máximo del 3,4 % en el tercer y el cuarto trimestre de 2026 y que permanezca por encima del 3 % hasta principios de 2027, debido al repunte de la inflación de la energía como consecuencia del conflicto en Oriente Próximo. Según las proyecciones, en el segundo trimestre de 2027 el IAPC registrará una fuerte caída, hasta situarse en el 2,3 %, y se estabilizará en torno al 2 % a medio plazo. La disminución de los precios de las materias primas energéticas implícita en los precios de los futuros, así como los considerables efectos de base, suponen que la tasa de avance de los precios de la energía descendería, pasando a ser negativa en 2027, y después repuntaría en 2028, a causa de la introducción del nuevo régimen de comercio de derechos de emisión de la UE (RCDE 2). La inflación de los alimentos se incrementaría a corto plazo y posteriormente retrocedería en el horizonte de proyección hacia el 2 %. Del mismo modo, se espera que el IAPCX registre un máximo del 2,7 % a principios de 2027, impulsado principalmente por un ascenso pronunciado de la inflación de los BINE, y que después se modere a partir del segundo trimestre del año hasta situarse en el 2,2 % en 2028. En comparación con las proyecciones de marzo de 2026, la inflación general medida por el IAPC se ha revisado al alza en 0,4 puntos porcentuales para 2026 y 0,3 puntos porcentuales para 2027. Para 2028, se ha revisado a la baja en 0,1 puntos porcentuales. La inflación medida por el IAPCX se ha corregido al alza en 0,2, 0,3 y 0,1 puntos porcentuales para 2026, 2027 y 2028, respectivamente, debido a la mayor inflación de los servicios y de los BINE. Dada la incertidumbre acerca de la guerra en Oriente Próximo y su impacto en los precios de la energía y en la economía, las proyecciones se complementan con un conjunto de escenarios ilustrativos actualizados que difieren en tres aspectos principales: la dimensión de la perturbación energética, el grado de incertidumbre y la fuerza de la transmisión de dicha perturbación a los precios de los productos no energéticos.

⁹ El trabajo de campo de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de abril de 2026 finalizó el 4 de mayo de 2026.

Gráfico 13

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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026](#).

Notas: La línea vertical gris señala el último trimestre antes del comienzo del horizonte de proyección. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 (datos históricos) y al cuarto trimestre de 2028 (proyecciones). Las proyecciones de junio de 2026 se finalizaron el 27 de mayo de 2026 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 21 de mayo de 2026. Los datos históricos y los datos proyectados relativos a la inflación medida por el IAPC y por el IAPCX son trimestrales.

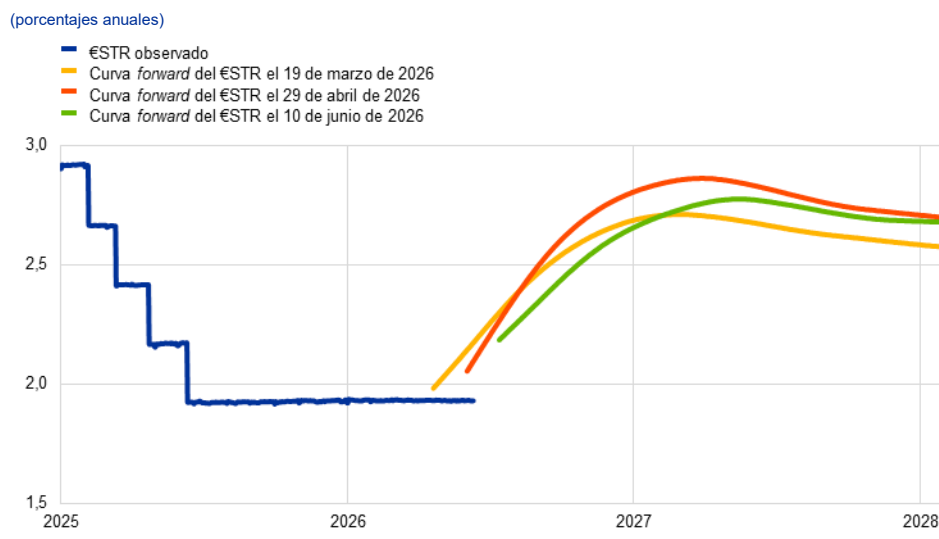
4 Evolución de los mercados financieros

En el período de referencia, comprendido entre el 19 de marzo y el 10 de junio de 2026, los mercados financieros de la zona del euro experimentaron una volatilidad elevada, ya que los agentes reevaluaron continuamente la evolución de la guerra en Oriente Próximo y sus repercusiones económicas. Los tipos de interés libres de riesgo y los rendimientos de la deuda soberana aumentaron durante la primera mitad de dicho período, pues el conflicto impulsó los precios del petróleo a los niveles más altos observados desde junio de 2022, pero posteriormente retrocedieron, en general, porque las incipientes esperanzas de un acuerdo de paz hicieron que los precios de la energía cayeran desde sus máximos. Al final del período analizado, la curva forward del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) descontaba subidas acumuladas de los tipos de interés oficiales de unos 70 puntos básicos para el final de 2026, apenas sin variación con respecto al 19 de marzo. Por otra parte, los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo se situaban en niveles más elevados al final del período considerado. En líneas generales, los mercados de deuda soberana de la zona del euro mostraron capacidad de resistencia, y los rendimientos se movieron mayormente a la par que los tipos libres de riesgo. Las acciones de la zona del euro registraron ganancias considerables como consecuencia de los sólidos beneficios empresariales, sobre todo en los sectores tecnológico y financiero. No obstante, su comportamiento fue peor que el de los valores equivalentes en Estados Unidos, que se beneficiaron de forma más significativa del repunte de las acciones relacionadas con la inteligencia artificial (IA). Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento. En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar estadounidense (+0,4 %) y en términos efectivos nominales (-0,1 %).

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro cerraron el período de referencia prácticamente sin cambios, en un contexto de volatilidad impulsada por la guerra en Oriente Próximo, mientras que los tipos libres de riesgo a más largo plazo aumentaron (gráfico 14). El tipo de interés de referencia €STR se situó en el 1,93 % al final del período analizado, tras las decisiones adoptadas por el Consejo de Gobierno en sus reuniones del 19 de marzo y del 30 de abril de 2026 de mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El exceso de liquidez se redujo en torno a 148 mm de euros y se situó en 2.216 mm de euros, principalmente como consecuencia de la disminución sostenida de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria. Los tipos *forward* a corto plazo se incrementaron en el período transcurrido entre las reuniones del Consejo de Gobierno de marzo y de abril, debido a la preocupación acerca de una posible escalada de la guerra en Oriente Próximo, y alcanzaron un máximo el 29 de abril. Posteriormente se revirtieron a medida que surgieron esperanzas de resolución de las tensiones en Oriente Próximo y los precios mundiales de la energía se moderaron. Al final de período de referencia, la curva *forward* del €STR implicaba subidas acumuladas de los tipos de interés de unos 70 puntos básicos para el final del año, un nivel similar al que se descontaba el 19 de marzo. En horizontes posteriores a 2026, al final del período de referencia, los tipos *forward* del €STR habían aumentado ligeramente con respecto a marzo. El tipo

OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años registró un alza de casi 15 puntos básicos durante el período analizado y se situó en el 2,9 %.

Gráfico 14
Tipos *forward* del €STR



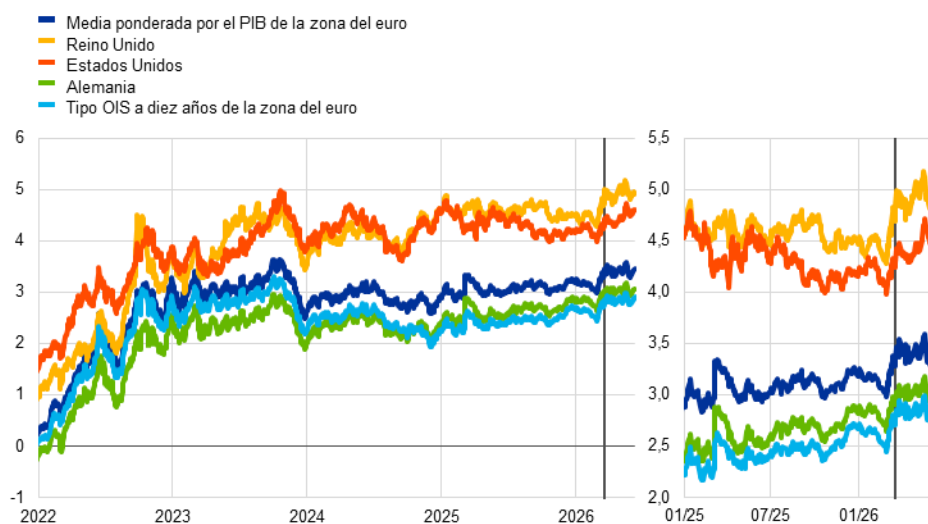
Fuentes: Bloomberg Finance L.P. y cálculos del BCE.
Nota: La curva *forward* se estima utilizando tipos *spot* del OIS (€STR).

En general, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron ligeramente durante el período de referencia, y los diferenciales con respecto a los tipos de interés libres de riesgo apenas variaron, mientras que los países más endeudados experimentaron cierta volatilidad (gráficos 15 y 16). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB registró un leve incremento, y al final del período se situaba en torno al 3,5 %. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de los países la zona del euro siguieron, en líneas generales, la evolución del tipo OIS libre de riesgo, y la dispersión entre países de los diferenciales soberanos con respecto a los tipos libres de riesgo se mantuvo en niveles históricamente reducidos. Los países que están particularmente expuestos a la perturbación energética de Oriente Próximo o que tienen niveles de deuda más elevados mostraron una volatilidad algo mayor durante el período. El rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos registró un alza de unos 30 puntos básicos y se situó en el 4,6 %. En el Reino Unido, el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo fluctuó de forma significativa alcanzando niveles superiores al 5 %. Al final del período analizado se había incrementado alrededor de 10 puntos básicos y se situó en el 4,9 %.

Gráfico 15

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

(porcentajes anuales)



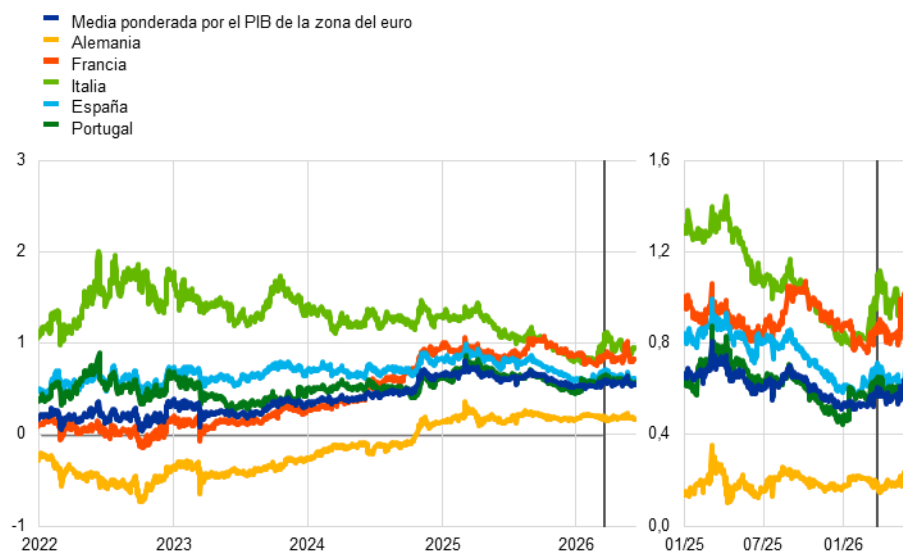
Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (19 de marzo de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 10 de junio de 2026.

Gráfico 16

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

(puntos porcentuales)



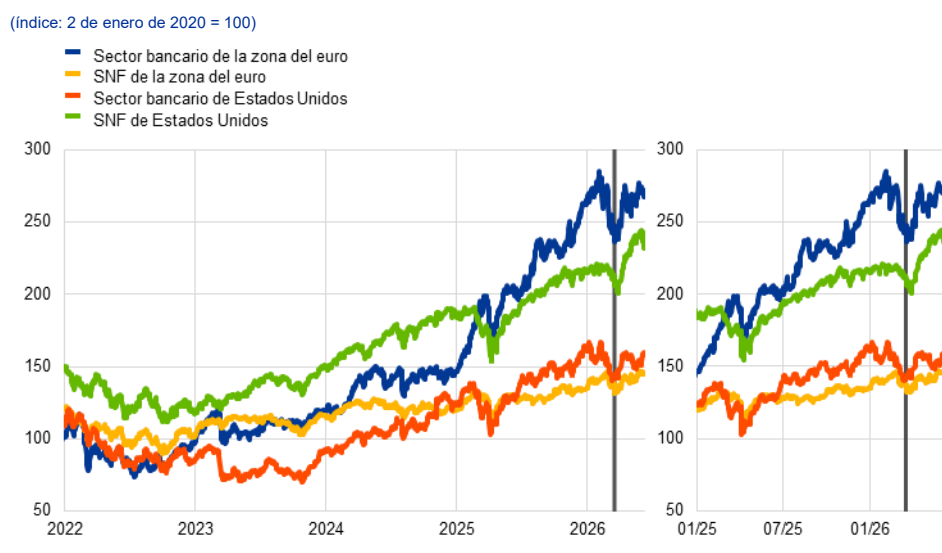
Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (19 de marzo de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 10 de junio de 2026.

Las acciones de la zona del euro repuntaron durante el período de referencia y compensaron las pérdidas registradas durante el primer mes de la guerra en Oriente Próximo, ya que los beneficios empresariales continuaron siendo sólidos y el apetito por el riesgo mejoró tras el anuncio del alto el fuego el 8 de

abril (gráfico 17). En conjunto, los mercados bursátiles de la zona del euro experimentaron una subida del 7,7 % durante el período analizado, con una revalorización del 7,5 % del subíndice de las sociedades no financieras (SNF) y del 11 % en el caso de las cotizaciones del sector bancario. En Estados Unidos, el índice bursátil amplio aumentó un 10 %, y las SNF y el sector bancario se anotaron ganancias del 10,4 % y el 11,5 %, respectivamente. A ambos lados del Atlántico, las empresas cotizadas comunicaron unos beneficios significativos, en particular en el sector tecnológico, lo que reforzó el optimismo sobre el desarrollo de infraestructuras de IA a escala global. Con todo, unas expectativas optimistas de crecimiento de los beneficios a largo plazo de empresas relacionadas con la IA en Estados Unidos respaldaron el mejor comportamiento de las acciones de este país con respecto a las equivalentes de la zona del euro.

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (19 de marzo de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 10 de junio de 2026.

En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos de la zona del euro con calificación de grado de inversión y de alto rendimiento se estrecharon durante el período analizado y retornaron a los niveles anteriores a la guerra. La reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona reflejó la mejora del apetito por el riesgo tras el deterioro inicial provocado por el estallido de la guerra. El descenso fue más pronunciado en el segmento de alto rendimiento, en el que los diferenciales se redujeron unos 40 puntos básicos. Los diferenciales del segmento de grado de inversión disminuyeron alrededor de 10 puntos básicos, tanto en el caso de las SNF como en el del sector financiero.

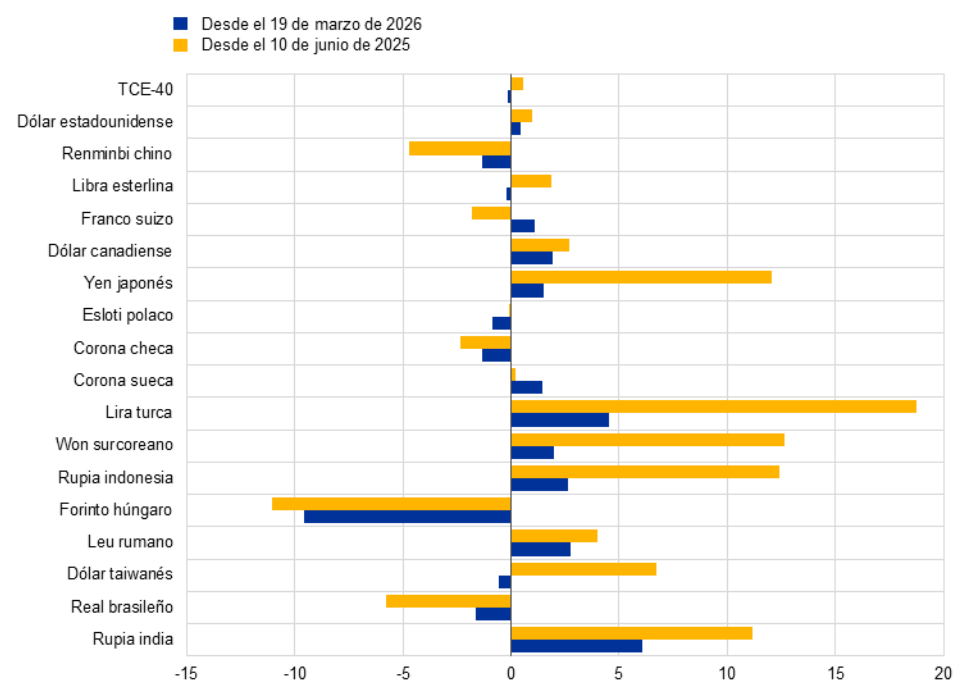
En los mercados de divisas, el euro se mantuvo prácticamente estable frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 18). El tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— permaneció básicamente estable durante el período analizado (-0,1 %). El euro apenas experimentó cambios

frente al dólar y se estabilizó en 1,15 dólares por euro (+0,4 %) al final del período. Tras haberse depreciado inicialmente frente a la moneda estadounidense a raíz del estallido de la guerra en Oriente Próximo, el euro comenzó a recuperarse después del alto el fuego acordado a principios de abril. Posteriormente volvió a perder valor al persistir la incertidumbre en torno a un posible acuerdo de paz, que siguió ejerciendo presiones al alza sobre los precios de la energía. Desde entonces, el par de monedas ha cotizado en una banda estrecha de 1,15 a 1,18 dólares por euro. La moneda única se apreció frente al yen japonés (+1,5 %), que se debilitó de forma continuada durante el período y solo repuntó temporalmente tras las intervenciones de las autoridades japonesas en el mercado de divisas. En cambio, el euro perdió valor frente al forinto húngaro (-9,6 %) tras las elecciones parlamentarias en Hungría que sostuvieron el forinto, así como frente al real brasileño (-1,6 %) y el renminbi chino (-1,3 %).

Gráfico 18

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-40 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 10 de junio de 2026.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

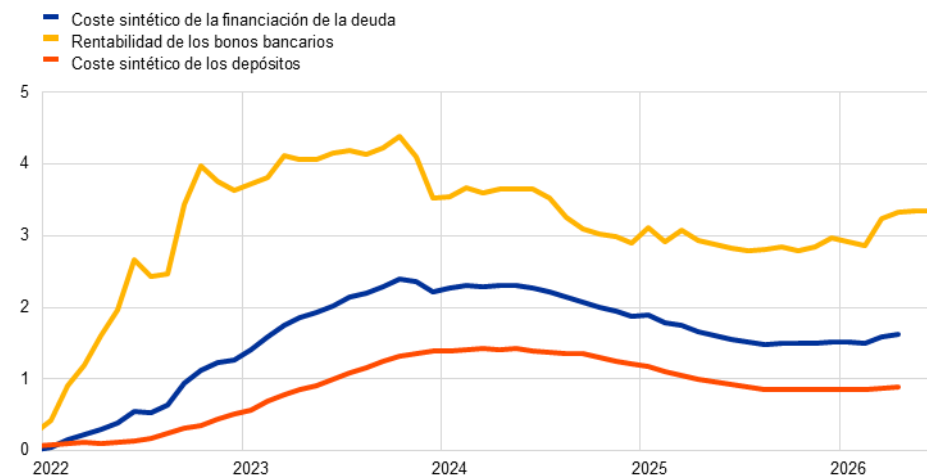
Tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo, las condiciones de financiación de las empresas y los hogares se han endurecido. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas se mantuvieron en el 3,6 % en abril y los de las hipotecas permanecieron estables en el 3,4 %. En el período de referencia comprendido entre el 19 de marzo y el 10 de junio de 2026, el coste de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras apenas varió, mientras que el coste de las acciones aumentó, impulsado tanto por el incremento de la prima de riesgo bursátil como por los mayores tipos de interés libres de riesgo. El crecimiento de los préstamos a empresas siguió elevándose en abril hasta situarse en el 3,4 %, mientras que el de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 3 %. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo y se situó en el 2,7 %.

Los costes de financiación de las entidades de crédito aumentaron ligeramente tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo. El ascenso relativamente contenido del coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito en la zona del euro, hasta el 1,6 % en abril desde el 1,5 % en febrero (gráfico 19), estuvo determinado sobre todo por la evolución de los tipos de interés libres de riesgo. Después del comienzo de la guerra en Oriente Próximo el 28 de febrero, la rentabilidad de los bonos bancarios se incrementó en torno a 70 puntos básicos y se estabilizó a finales de abril. Al mismo tiempo, el tipo de interés sintético de los depósitos permaneció sin variación en el 0,9 % en ese mismo mes. Los tipos de los depósitos a la vista y de las cuentas de ahorro se mantuvieron sin cambios, al igual que los tipos de interés interbancarios, mientras que los aplicados a los depósitos a plazo aumentaron ligeramente a partir de marzo.

Gráfico 19

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

(porcentajes anuales)



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

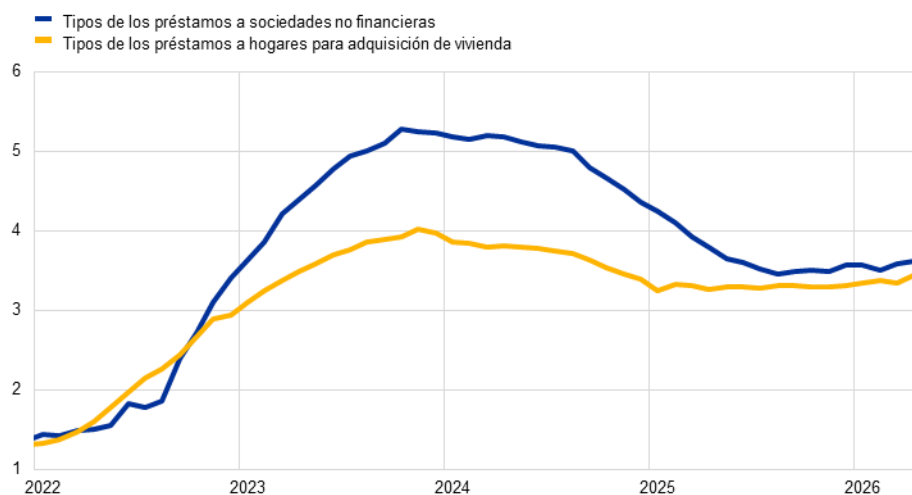
Notas: El coste sintético de la financiación de la deuda es una media de los costes para las entidades de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026 para el coste sintético de la financiación de la deuda y de los depósitos y al 10 de junio de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas aumentaron ligeramente, en general, tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo, y los aplicados a los concedidos a los hogares también se elevaron (gráfico 20). El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras se incrementó 11 puntos básicos desde febrero y se situó en el 3,6 % en abril, alrededor de 170 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023. Los tipos de interés subieron para los préstamos con períodos de fijación del tipo a medio plazo (entre uno y cinco años) y se mantuvieron prácticamente sin variación para los préstamos con períodos de fijación a más corto plazo (menos de un año) y a más largo plazo (más de cinco años). El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas permaneció básicamente estable en niveles reducidos. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda se incrementó 7 puntos básicos desde febrero y se situó en el 3,4 % en abril, unos 60 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023. Esta evolución refleja un aumento de los tipos de interés en todos los períodos de fijación, con subidas mayores en los préstamos a medio y más largo plazo que en los préstamos a corto plazo.

Gráfico 20

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

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

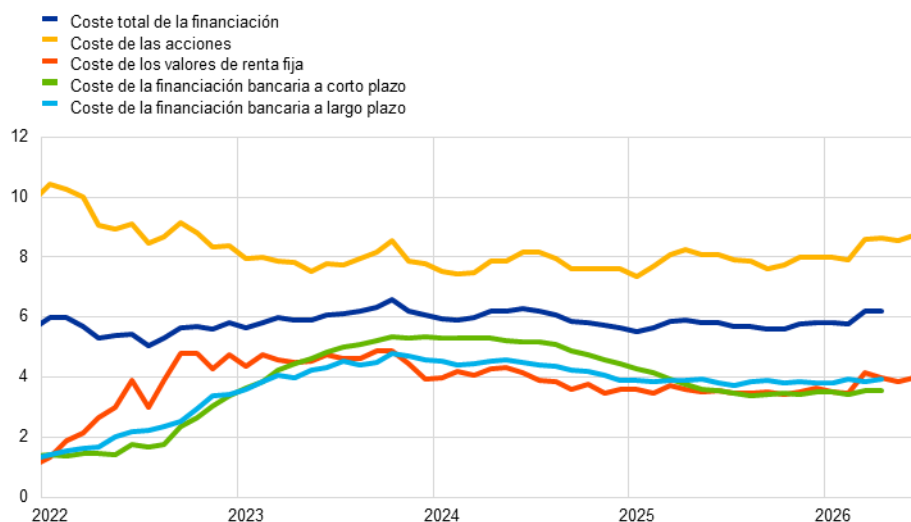
En el período de referencia comprendido entre el 19 de marzo y el 10 de junio de 2026, el coste de los valores de renta fija emitidos por las empresas apenas varió, mientras que el de las acciones aumentó. El coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se situó en el 6,2 % en abril de 2026 por segundo mes consecutivo (gráfico 21)¹⁰. Tras experimentar un incremento significativo en marzo, el coste de las acciones continuó elevándose en abril. El impacto de este encarecimiento del coste de las acciones y de un ascenso paralelo del coste de la financiación bancaria a largo plazo sobre el coste total de la financiación en abril se vio compensado por una disminución del coste de los valores de renta fija, que se debió a la reducción de los diferenciales de los bonos emitidos por las sociedades no financieras. En el conjunto del período de referencia, el coste de los valores de renta fija se mantuvo prácticamente sin cambios gracias a que el descenso de los diferenciales de los bonos corporativos compensó el incremento de los tipos de interés libres de riesgo (véase sección 4, «Evolución de los mercados financieros»). El aumento del coste de la financiación mediante acciones es atribuible principalmente a la mayor prima de riesgo bursátil y, en menor medida, a la subida de los tipos libres de riesgo a largo plazo.

¹⁰ 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 abril de 2026.

Gráfico 21

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

(porcentajes anuales)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se basa en datos mensuales y se calcula como la media de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), y los costes de los valores de renta fija y de las acciones (datos de fin de mes), ponderados por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 10 de junio de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a abril de 2026 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos mensuales).

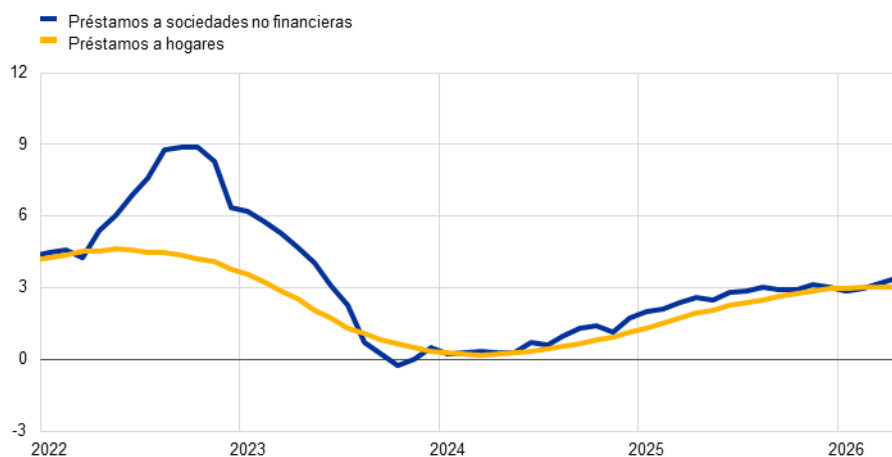
El crecimiento de los préstamos a empresas aumentó de nuevo en abril, mientras que el de los préstamos a hogares permaneció estable (gráfico 22).

La financiación externa de las empresas se ha fortalecido desde el estallido de la guerra en Oriente Próximo, impulsada por la financiación bancaria, especialmente en forma de préstamos a corto y a medio plazo, y por un repunte de las emisiones netas de valores representativos de deuda. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a sociedades no financieras se incrementó hasta situarse en el 3,4 % en abril, desde el 3,2 % observado en marzo, todavía por debajo de su media histórica del 4,3 % desde el comienzo de 1999. Al mismo tiempo, la tasa de avance interanual de la financiación mediante deuda de las empresas aumentó hasta el 3,7 % en abril desde el 3,4 % registrado en marzo, frente al 2,8 % de enero. En cambio, la tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 3 % en abril y también permaneció por debajo de su media histórica del 4,1 % desde el comienzo de 1999. La dinámica de los préstamos a este sector se vio respaldada principalmente por el fuerte avance del crédito para consumo y, en menor medida, de los préstamos hipotecarios. Sin embargo, el crecimiento del crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, continuó siendo débil. Según la última [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) (CES, por sus siglas en inglés) de abril de 2026, la guerra en Oriente Próximo ha afectado negativamente a las expectativas de los hogares relativas al acceso al crédito, que en abril se situaron en su nivel más restrictivo desde el máximo registrado en el último ciclo de subidas de tipos de interés oficiales en diciembre de 2023.

Gráfico 22

Préstamos de las IFM en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

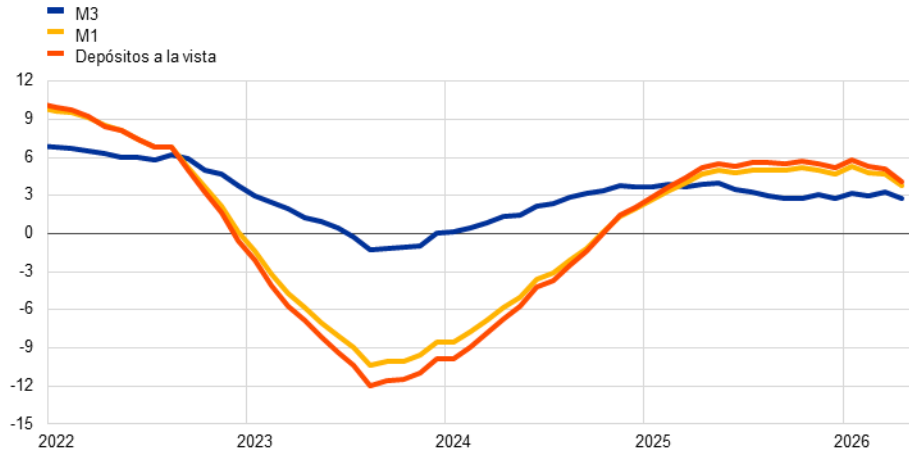
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones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

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) disminuyó en abril, en un entorno de salidas significativas de depósitos de los intermediarios financieros no bancarios (gráfico 23). El crecimiento interanual de M3 descendió hasta el 2,7 % en abril, desde el 3,2 % observado en marzo, retornando al nivel registrado durante la mayor parte de la segunda mitad de 2025 y manteniéndose muy por debajo de su media histórica del 5,2 % desde el comienzo de 1999. 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— se redujo desde el 4,7 % en marzo hasta el 3,8 % en abril, en un entorno de salidas significativas de depósitos de los intermediarios financieros no bancarios, que revirtieron los flujos de entrada observados el mes anterior. Por lo que respecta a las contrapartidas, la creación de dinero se vio respaldada por los préstamos bancarios, mientras que las salidas monetarias netas de la zona del euro hacia el exterior y la reducción del balance del Eurosistema lastraron el crecimiento de M3.

Gráfico 23

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026.

Según las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, el déficit presupuestario de las Administraciones Públicas, que se situó en el 2,9 % del PIB en 2025, aumentará sustancialmente hasta el 3,6 % del PIB en 2026 y alcanzará un máximo del 3,7 % en 2027. Se proyecta que la orientación de la política fiscal de la zona del euro sea más laxa en 2026 y vuelva a endurecerse en 2027 y 2028. La relajación prevista en 2026 es atribuible principalmente a la inversión pública y a las transferencias fiscales, y el incremento de la inversión reflejaría sobre todo el elevado gasto en defensa y en infraestructuras, así como los proyectos asociados al programa Next Generation EU (NGEU). El endurecimiento en 2027 y 2028 obedece fundamentalmente a factores no discrecionales. Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro siga una senda ascendente hasta alcanzar el 90 % del PIB en 2028, a medida que los persistentes déficits primarios y los ajustes positivos entre déficit y deuda compensen los efectos favorables, aunque cada vez menores, de los diferenciales tipo de interés-crecimiento. Como parte de su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2026 publicado el 3 de junio, la Comisión Europea señala que las medidas para reforzar la seguridad energética y reducir la dependencia de combustibles fósiles pueden beneficiarse de la flexibilidad existente en el marco.

De acuerdo con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2026, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas de la zona del euro se deteriorará y el déficit alcanzará un máximo muy por encima del umbral del 3 % en 2027

(gráfico 24)¹¹. Por lo que respecta a la evolución pasada, el déficit presupuestario de la zona del euro se redujo ligeramente, desde el 3 % del PIB en 2024 hasta el 2,9 % en 2025. De cara al futuro, se proyecta que dicho déficit experimente un incremento acusado y se sitúe en el 3,6 % del PIB en 2026, registre un máximo del 3,7 % en 2027 y descienda marginalmente hasta el 3,6 % en 2028. La mayor parte del deterioro del saldo presupuestario durante el horizonte de proyección refleja el aumento sostenido de los pagos por intereses. Además, el incremento más pronunciado del déficit presupuestario en 2026 se debe a la relajación de la orientación de la política fiscal —medida por el saldo primario ajustado de ciclo, ajustado por las subvenciones del NGEU— y a un leve deterioro del componente cíclico, que es el resultado de la evolución de la brecha de la producción¹². Se espera que el componente cíclico continúe deteriorándose ligeramente en 2027 —lo que contribuirá a elevar el déficit— y que invierta su trayectoria en 2028, cuando, junto con el endurecimiento proyectado de la política fiscal, lleve a una leve mejora

¹¹ Véanse las «[Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio 2026](#)», publicadas en el sitio web del BCE el 11 de junio de 2026.

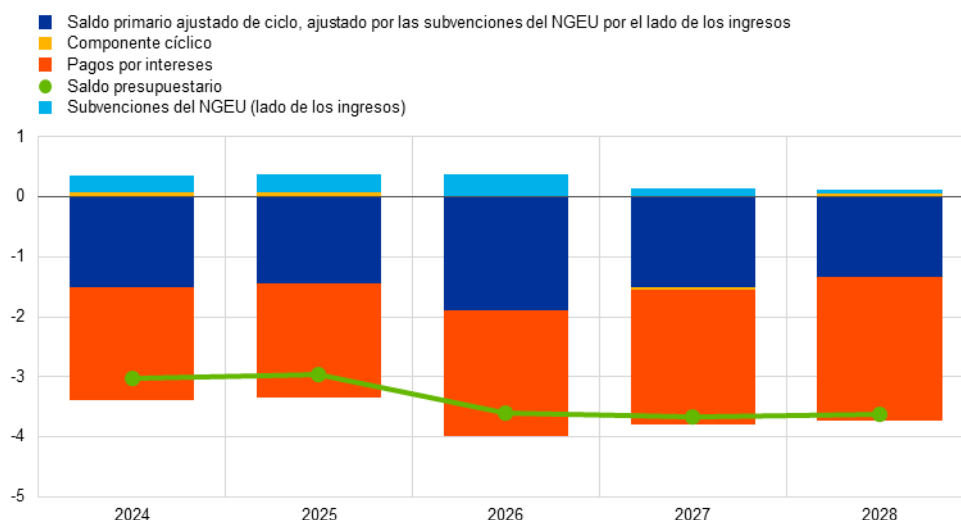
¹² La orientación fiscal refleja la dirección y el tamaño del estímulo proporcionado por las políticas fiscales a la economía, más allá de la reacción automática de las finanzas públicas al ciclo económico. Esta orientación se mide aquí como la variación del saldo primario ajustado de ciclo, excluidas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

de la situación presupuestaria. Si se compara con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2026, la ratio del déficit presupuestario resultó ser 0,1 puntos porcentuales más baja en 2025 y se prevé que sea 0,2 puntos porcentuales más alta en 2026 y que se mantenga prácticamente sin variación en 2027 y 2028.

Gráfico 24

Saldo presupuestario y sus componentes

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Cálculos del BCE y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026](#).

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

Tras registrar un ligero endurecimiento en 2025, se proyecta que la orientación general de la política fiscal de la zona del euro se relaje en 2026 y después se endurezca en cierta medida durante 2027 y 2028. Se espera que la relajación de 2026 sea de 0,5 puntos porcentuales del PIB y obedezca principalmente a la mayor inversión pública y a las transferencias a hogares. El incremento de la inversión refleja el gasto más elevado en defensa e infraestructuras en Alemania y en algunos países más pequeños, así como el gasto financiado por el NGEU, aunque se espera que este último se revierta en gran parte durante los años siguientes. El endurecimiento de la orientación de la política fiscal previsto para 2027 y 2028 se debe, sobre todo, a factores no discrecionales, especialmente a la progresividad en frío (*fiscal drag*) y a la desvinculación de las bases impositivas del PIB¹³. En comparación con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de marzo de 2026, se espera que la orientación fiscal sea algo más laxa en 2026, se endurezca en un grado similar en 2027 y no varíe en 2028. Las revisiones reflejan principalmente las nuevas medidas temporales de apoyo energético adoptadas por los Gobiernos desde el comienzo de la guerra en Oriente Próximo (que ascienden a un total del 0,1 % del PIB), así como la evolución del consumo público.

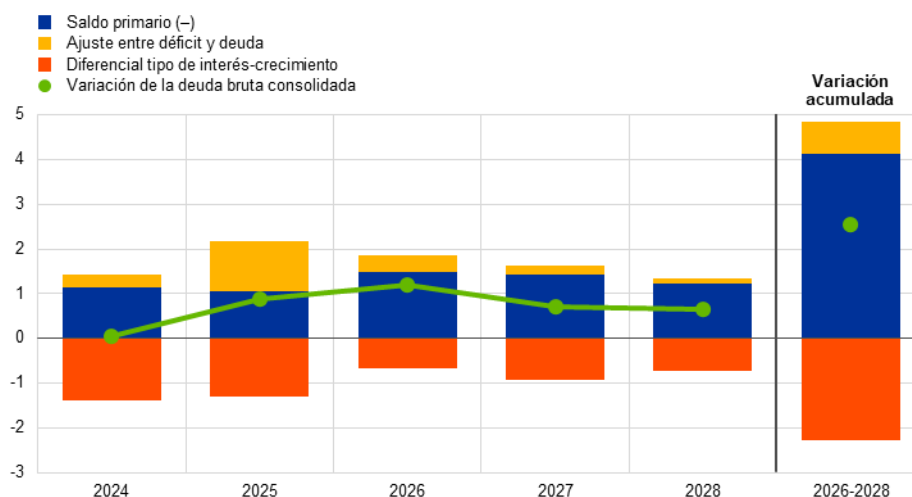
¹³ La progresividad en frío se refiere al aumento de la recaudación de impuestos que se produce cuando las bases impositivas nominales se incrementan, pero los parámetros de un sistema impositivo progresivo no se ajustan en consecuencia.

Se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB de la zona del euro siga una senda ascendente durante el horizonte de proyección y que alcance el 90 % del PIB en 2028 (gráfico 25). La reducción significativa de dicha ratio observada entre 2021 y 2023, que se debió casi exclusivamente a unos diferenciales tipo de interés-crecimiento favorables, llegó a su fin en 2024. Ahora se espera que la ratio de deuda en relación con el PIB pase del 87,4 % en 2025 al 90 % en 2028. Este incremento refleja déficits primarios continuados y ajustes entre déficit y deuda leves, pero sistemáticamente positivos, que son compensados solo en parte por unos diferenciales tipo de interés-crecimiento que siguen siendo favorables, aunque están disminuyendo. La ratio de deuda de las Administraciones Públicas se ha revisado al alza durante el horizonte de proyección en comparación con las proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2026, sobre todo como consecuencia de unos diferenciales tipo de interés-crecimiento menos ventajosos y mayores ajustes entre déficit y deuda.

Gráfico 25

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

(puntos porcentuales del PIB, salvo indicación en contrario)



Fuentes: Cálculos del BCE y [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026](#).

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

La Comisión publicó su paquete de primavera del Semestre Europeo de 2026 el 3 de junio¹⁴. El Consejo de la UE ha aprobado por el momento la activación de la cláusula de salvaguardia nacional para 14 países de la zona del euro, y la solicitud de España fue aprobada en la reunión del Consejo celebrada el 12 de junio¹⁵. El Consejo también ha derogado el procedimiento de déficit excesivo (PDE) de Malta. Después de tener en cuenta la flexibilidad que proporciona la cláusula de salvaguardia nacional, en su caso, la Comisión considera que los países sujetos a

¹⁴ Para más detalles, véase «[2026 European Semester: Spring package](#)».

¹⁵ Se ha activado la cláusula de salvaguardia nacional para Bélgica, Bulgaria, Alemania, Estonia, Grecia, España, Croacia, Letonia, Lituania, Austria, Portugal, Eslovenia, Eslovaquia y Finlandia. En el sitio web del Consejo puede consultarse información más detallada sobre la [cláusula de salvaguardia nacional para el gasto en defensa](#).

un PDE¹⁶ han adoptado medidas eficaces y está considerando abrir un procedimiento para Bulgaria. Asimismo, la Comisión señala que las medidas para reforzar la resiliencia estructural del sistema energético europeo y acelerar la transición en detrimento de los combustibles fósiles pueden beneficiarse de la flexibilidad existente en el marco. Concretamente, su propuesta es ampliar el ámbito de aplicación de la cláusula de salvaguardia nacional para incluir medidas temporales dirigidas a reducir la dependencia de combustibles fósiles importados, y mantener al mismo tiempo la flexibilidad existente para el gasto en defensa. Propone que, dentro del límite actual del 1,5 % del PIB que se aplica al gasto adicional en defensa con arreglo a la cláusula de salvaguardia nacional, se aplique un límite anual específico del 0,3 % del PIB a las medidas de apoyo asociadas a la energía durante el período 2026-2028, con sujeción a un límite acumulado del 0,6 % del PIB durante el mismo período.

¹⁶ Los países pertenecientes a la zona del euro que están actualmente sujetos a un PDE son Bélgica, Francia, Italia, Austria, Eslovaquia y Finlandia. La Comisión espera que Italia corrija su déficit excesivo en 2026, de conformidad con el plazo establecido por el Consejo.

Recuadros

1 La IA y el mercado de trabajo de Estados Unidos: efectos sobre el crecimiento del empleo

Isabella Moder y Til Pommer

Ante la adopción de herramientas de inteligencia artificial (IA) por parte de las empresas de todo el mundo, el impacto de la IA en los mercados de trabajo está siendo objeto de un amplio debate¹. Aunque la IA podría causar disrupciones significativas en los mercados laborales, sus efectos sobre el empleo agregado parecen limitados por el momento. Ahora bien, cada vez se dispone de más evidencia de que la IA está afectando negativamente al empleo en subgrupos ocupacionales específicos, en particular el de los trabajadores con poca experiencia en ocupaciones muy expuestas². En este recuadro se analizan los efectos de la IA sobre el crecimiento del empleo en los últimos años, con el foco puesto en Estados Unidos, donde es probable que esos efectos se hayan observado antes que en otras grandes economías, dado que allí están ubicadas algunas de las empresas más avanzadas pioneras en la adopción de la IA y su mercado de trabajo es relativamente flexible.

El impacto de la IA en el crecimiento del empleo puede ser tanto positivo como negativo, como se ha puesto de relieve en literatura reciente sobre el tema. En el marco bien conocido desarrollado por Acemoglu y Restrepo (2018) se distingue entre el efecto positivo que tienen las nuevas tecnologías sobre el crecimiento del empleo, al permitir una mayor productividad, y el efecto negativo que generan debido al desplazamiento del empleo; el impacto neto en el empleo de un país depende de la importancia relativa de dichos efectos. Es difícil analizar empíricamente el impacto de la IA en el empleo en esta fase temprana (Lane, 2026). En Hampole *et al.* (2025) se muestra que, si bien en Estados Unidos la adopción de la IA en toda la empresa genera efectos positivos sobre el empleo, estos efectos ocultan una heterogeneidad sustancial entre grupos ocupacionales. La evidencia inicial de la Unión Europea sugiere que las empresas que adoptan tecnologías de IA experimentan mayores ganancias de productividad, sin que la tecnología sustituya a la mano de obra a corto plazo (Aldasoro *et al.*, 2026). Esta conclusión es acorde con los resultados de una encuesta reciente del BCE de la que se desprende que las empresas con niveles elevados de adopción de IA o de inversión relacionada con la IA son más propensas a contratar a personal adicional (Lebastard y Sondermann, 2026).

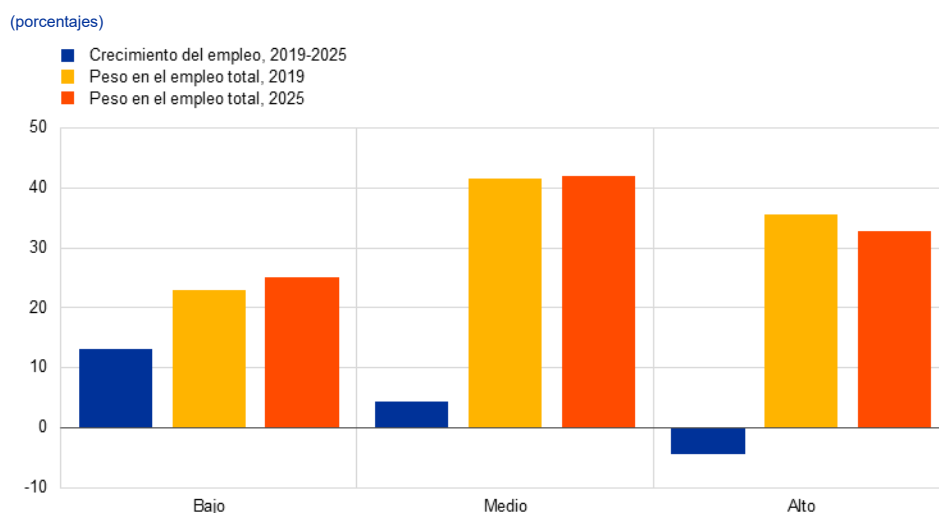
¹ El recuadro se centra en los efectos de la adopción de la IA sobre el mercado de trabajo por el lado de la demanda y no refleja explícitamente las posibles mejoras de empleo generadas por el lado de la oferta, como la creación de empleo vinculada a la inversión en el desarrollo y la implantación de la IA.

² Véase, por ejemplo, en Brynjolfsson *et al.* (2025) un análisis efectuado con datos de nóminas en Estados Unidos. Cabe señalar que Lambert y Schindler (2026) cuestionan la constatación de que la IA generativa está sustituyendo a los trabajadores con poca experiencia. Consideran que la exposición a la IA generativa está fuertemente correlacionada con otra perturbación posterior a la pandemia: el teletrabajo.

En Estados Unidos, el número de puestos de trabajo en ocupaciones con un riesgo alto de sustitución por la IA ha disminuido en los últimos años. Si se aplica un índice desarrollado por Pizzinelli *et al.* (2023) para medir este riesgo, cada ocupación se clasifica en una de las tres categorías que corresponden a un riesgo bajo, medio y alto de sustitución por la IA³. Un cálculo del crecimiento medio del empleo para cada una de estas categorías en Estados Unidos sugiere que el empleo en trabajos con un riesgo alto de sustitución por la IA (por ejemplo, economistas, diseñadores gráficos) descendió, en promedio, más de un 4 % entre 2019 y 2025 (gráfico A)⁴. En cambio, en puestos de trabajo con riesgo bajo de sustitución (por ejemplo, electricistas o profesores de secundaria) el empleo aumentó un 13 % durante el mismo período. En consecuencia, la composición del empleo en Estados Unidos ha cambiado. En dicho país, el peso que tienen en el empleo total los puestos de trabajo con riesgo bajo ha aumentado del 23 % al 25 %, mientras que el peso de los trabajos con riesgo alto se ha reducido del 35 % al 33 %.

Gráfico A

Crecimiento del empleo en Estados Unidos y peso en su empleo total de las ocupaciones, agrupadas por riesgo de sustitución por la IA



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli *et al.* (2023) y cálculos del BCE.

³ Pizzinelli *et al.* (2023) adaptan el índice ampliamente utilizado creado por Felten *et al.* (2021) teniendo en cuenta la complementariedad de las ocupaciones con la IA, suponiendo que una menor complementariedad con la IA unida a una exposición elevada a la IA conlleva un mayor riesgo de sustitución por esta y, por tanto, de pérdida de empleo. Por ejemplo, según este índice ampliado, un programador informático y un profesor de Informática tienen la misma exposición a la IA. Sin embargo, dado que la IA es más complementaria a las tareas del profesor, este tiene un menor riesgo de que sustituyan su puesto de trabajo que el programador informático. Pizzinelli *et al.* llaman a su índice *complementarity-adjusted AI occupational exposure* («exposición ocupacional a la IA ajustada por complementariedad»). Para facilitar la lectura, en este recuadro se denomina «riesgo de sustitución por la IA». Asimismo, cabe señalar que la IA no solo incluye grandes modelos de lenguaje, sino también otras aplicaciones —que estaban disponibles antes—, como el reconocimiento de imágenes y la traducción automática.

⁴ Dado que la atención se centra en la evolución reciente, para el análisis se toma como año base el último año previo a la pandemia (2019). No obstante, es probable que la IA ya haya afectado al mercado laboral estadounidense antes de 2019.

Un análisis empírico confirma que la IA ya ha dado lugar a una reasignación del empleo en el mercado de trabajo de Estados Unidos. El impacto del riesgo de sustitución por la IA en el crecimiento del empleo se estima utilizando la misma clasificación de ocupaciones por nivel de ese riesgo mencionada anteriormente. En el análisis se utiliza un método «de diferencias en diferencias» y se estima por separado el impacto del riesgo de sustitución de una ocupación por la IA sobre el crecimiento del empleo en esa ocupación para cada año (2020-2025) con respecto al año base (2019). También se incluyen una constante y efectos fijos por sector correspondientes a subsectores de la clasificación NAICS (North American Industry Classification System) a tres dígitos, controlando por perturbaciones (por ejemplo, COVID-19), desarrollos específicos de cada sector y heterogeneidades no observadas⁵. Los resultados indican una brecha creciente entre el crecimiento del empleo en las ocupaciones con un riesgo alto de sustitución por la IA en comparación con aquellas con un riesgo bajo (gráfico B)⁶. *Ceteris paribus*, entre 2019 y 2025, los trabajos con riesgo alto de sustitución crecieron en torno a 15 puntos porcentuales menos que los de riesgo bajo. Esta evolución está en consonancia con estudios que muestran que la IA está afectando al crecimiento del empleo de subgrupos ocupacionales específicos. En general, aunque las consecuencias de la IA para el empleo agregado siguen sin ser concluyentes hasta la fecha, en el análisis se llega a la conclusión de que ha tenido un impacto relativo en el crecimiento del empleo en Estados Unidos desde 2019⁷. Este impacto se ha acelerado desde el lanzamiento de ChatGPT a finales de 2022.

⁵ Por ejemplo, un descenso de puestos de trabajo en el sector manufacturero podría no estar relacionado con la IA, sino con otras transformaciones estructurales, como la deslocalización. Dado que algunos trabajos en dicho sector corren un riesgo alto de sustitución por la IA (por ejemplo, la gestión de inventarios o la preparación de pedidos), este descenso podría atribuirse erróneamente a la IA.

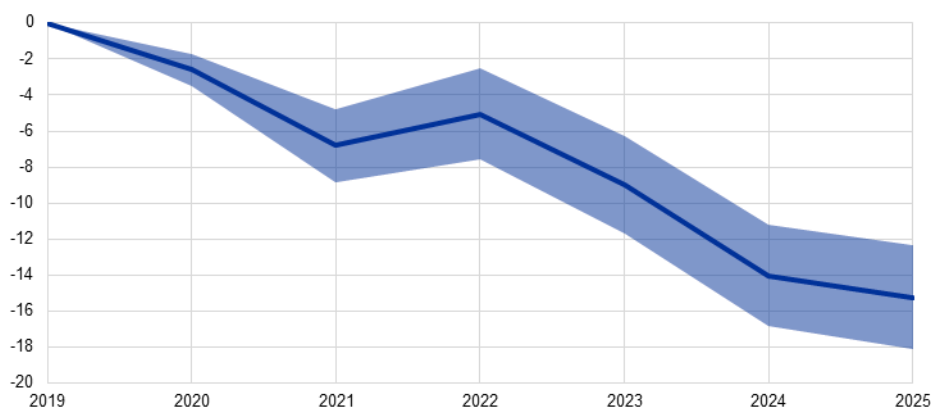
⁶ Cabe señalar que el marco no controla explícitamente por la adopción de la IA.

⁷ Massenkoff y McCrory (2026) realizan un análisis similar de las tasas de paro en Estados Unidos y no constatan que se haya producido un aumento significativo del desempleo de los que trabajan en las ocupaciones más expuestas. Esto también podría apuntar a una reasignación del empleo en el mercado laboral estadounidense.

Gráfico B

Impacto de la IA en el crecimiento del empleo en Estados Unidos: diferencia entre riesgo alto y bajo de sustitución

(puntos porcentuales)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli *et al.* (2023) y cálculos del BCE.

Notas: La línea muestra el impacto relativo estimado de la exposición a la IA en el crecimiento del empleo para cada año con respecto a 2019. En el modelo se utiliza un método «de diferencias en diferencias» y se estima por separado el impacto del riesgo de sustitución de una ocupación por la IA sobre el crecimiento del empleo en esa ocupación para cada año (2020-2025) en comparación con el año base (2019). El 1 % superior e inferior del crecimiento del empleo ha sido winsorizado para controlar por los valores atípicos. El modelo también incluye una constante y efectos fijos por sector correspondientes a subsectores de la clasificación NAICS a tres dígitos. Los resultados se han reescalado para indicar la diferencia entre riesgo alto y bajo de sustitución por la IA. El área sombreada se refiere al intervalo de confianza del 95 %.

El impacto relativo de la IA en el crecimiento del empleo aún no se ha traducido en diferencias significativas en el avance de los salarios. Al igual que en el caso de los efectos sobre el empleo, aunque el impacto de la IA sobre los salarios y la desigualdad es objeto de un intenso debate en la literatura, la evidencia empírica al respecto es escasa. Un análisis del crecimiento mediano de los salarios por hora, realizado por ocupación y utilizando la misma metodología que antes, revela que el riesgo de sustitución por la IA no ha tenido un impacto significativo en el avance de los salarios desde 2019 (gráfico C)⁸. Con el tiempo, a medida que el mercado de trabajo siga adaptándose y las herramientas de IA sean cada vez más generativas, los efectos sobre la renta pueden ser más pronunciados⁹.

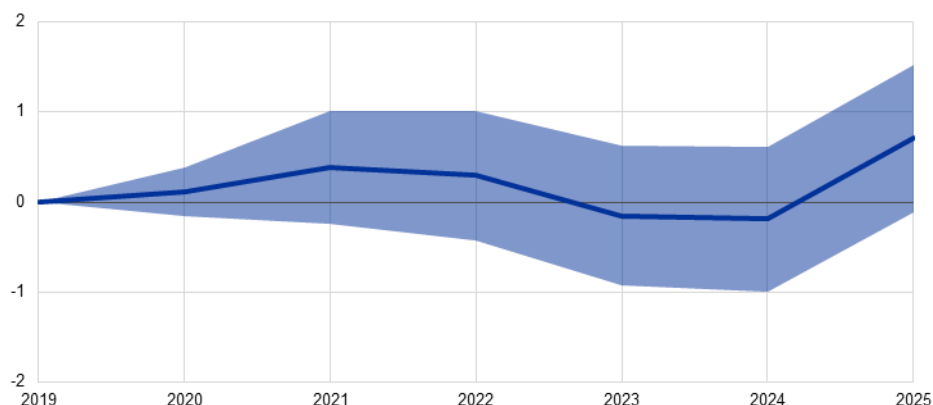
⁸ El impacto de la IA en los salarios también depende de la dinámica de la oferta y la demanda de mano de obra, que no puede distinguirse en el marco utilizado en este recuadro.

⁹ En uno de los pocos estudios empíricos disponibles en este ámbito, Hui *et al.* (2024) analizan el impacto que los modelos de IA generativa han tenido en los trabajadores autónomos inscritos en una gran plataforma *online* de contratación desde 2022 y llegan a la conclusión de que han disminuido tanto el empleo como los ingresos en las ocupaciones muy afectadas.

Gráfico C

Impacto de la IA en el crecimiento de los salarios en Estados Unidos: diferencia entre riesgo alto y bajo de sustitución

(puntos porcentuales)



Fuentes: Bureau of Labor Statistics, Pizzinelli *et al.* (2023) y cálculos del BCE.

Notas: La línea muestra el impacto relativo estimado de la exposición a la IA en el crecimiento mediano de los salarios por hora para cada año con respecto a 2019. En el modelo se utiliza un método «de diferencias en diferencias» y se estima por separado el impacto del riesgo de sustitución de una ocupación por la IA sobre el crecimiento de los salarios en esa ocupación para cada año (2020-2025) en comparación con el año base (2019). El modelo también incluye una constante y efectos fijos por sector correspondientes a subsectores de la clasificación NAICS a tres dígitos. Los resultados se han reescalado para indicar la diferencia entre riesgo alto y bajo de sustitución por la IA. El área sombreada se refiere al intervalo de confianza del 95 %.

Bibliografía

D. Acemoglu y P. Restrepo (2018), «[The Race between Man and Machine: Implications of Technology for Growth, Factor Shares, and Employment](#)», *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 108(6), pp. 1488-1542.

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.

E. Brynjolfsson, B. Chandar y R. Chen (2025), «[Canaries in the Coal Mine? Six Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence](#)», Stanford Digital Economy Lab.

E. Felten, M. Raj y R. Seamans (2021), «[Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses](#)», *Strategic Management Journal*, 42(12), pp. 2195-2217.

M. Hampole, D. Papanikolaou, L. D. W. Schmidt y B. Seegmiller (2025), «[Artificial Intelligence and the Labor Market](#)», *NBER Working Papers*, n.º 33509, National Bureau of Economic Research.

X. Hui, O. Reshef y L. Zhou (2023), «[The Short-Term Effects of Generative Artificial Intelligence on Employment: Evidence from an Online Labor Market](#)», *CESifo Working Paper Series*, n.º 10601, CESifo.

P. R. Lane (2026), «[AI and the euro area economy](#)», discurso pronunciado en la ECB-SAFE-RCEA International Conference on the Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), Banco Central Europeo, Frankfurt, 23 de marzo.

P. Lambert e Y. Schindler (2026), «[The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring](#)», mayo, SSRN.

L. Lebastard y D. Sondermann (2026), «[Artificial Intelligence: friend or foe for hiring in Europe today?](#)», *The ECB Blog*, Banco Central Europeo, 4 de marzo.

M. Massenkoff y P. McCrory (2026), «[Labor market impacts of AI: A new measure and early evidence](#)», Anthropic Economic Research.

C. Pizzinelli, A. J. Panton, M. Mendes Tavares, M. Cazzaniga y L. Longji (2023), «[Labor Market Exposure to AI: Cross-country Differences and Distributional Implications](#)», *IMF Working Papers*, n.º 2023/216, Fondo Monetario Internacional.

2 ¿Cómo reaccionan los mercados financieros estadounidenses a las perturbaciones geopolíticas que afectan al suministro de petróleo?

Massimo Ferrari Minesso, Bruno Lopes Mendes, Arthur Stalla-Bourdillon y Viktória Vidaházy

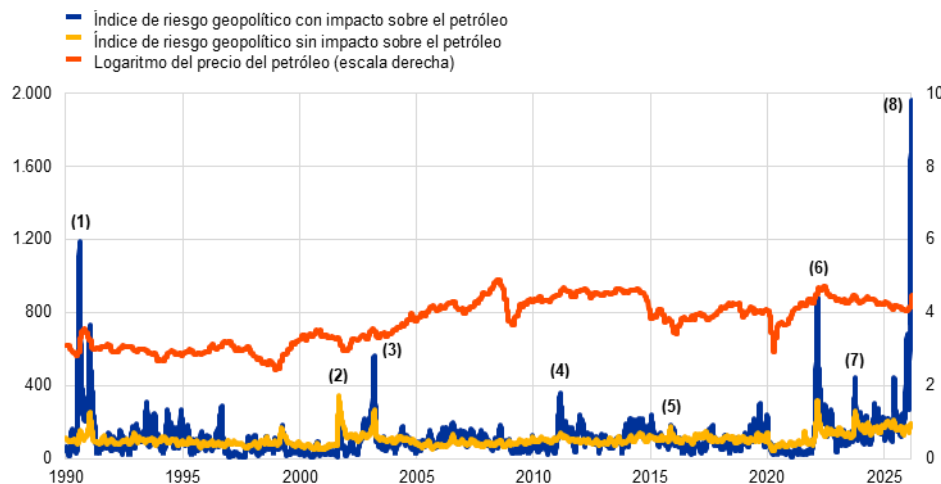
Las perturbaciones geopolíticas recientes han causado disrupciones en los mercados energéticos mundiales. Las dos mayores perturbaciones geopolíticas de los últimos años —la invasión rusa de Ucrania y la actual guerra en Oriente Próximo— provocaron subidas acusadas de los precios de la energía en las dos semanas siguientes al inicio del conflicto, con un encarecimiento del petróleo de alrededor del 30 % y del 50 %, respectivamente (gráfico A). Aunque los *shocks* geopolíticos suelen lastrar el crecimiento económico (Caldara e Iacoviello, 2022), sus efectos inflacionistas son menos evidentes (Ferrari Minesso *et al.*, 2023; Brignone *et al.*, 2024)¹. Sin embargo, las perturbaciones con efectos disruptivos en el suministro de energía a escala mundial, como el cierre del estrecho de Ormuz, impulsan al alza los precios del crudo. Esta dinámica eleva la inflación, lo que probablemente amplifica el impacto contractivo sobre el crecimiento y afecta a las reacciones de los mercados financieros. Con el foco puesto en Estados Unidos, en este recuadro se analizan esas reacciones utilizando un nuevo índice de perturbaciones geopolíticas con impacto sobre el petróleo elaborado por Iacoviello y Tong (2026).

¹ Ferrari Minesso *et al.* (2023) ponen de relieve los efectos dispares del riesgo geopolítico sobre los precios del petróleo y la inflación. Brignone *et al.* (2024) muestran que las perturbaciones provocadas por un aumento de la incertidumbre incrementan los precios del petróleo y la inflación, pero que la materialización de acontecimientos adversos tiene un impacto deflacionista.

Gráfico A

Riesgo geopolítico y precios del petróleo

(escala izquierda: índice; escala derecha: logaritmo del precio del petróleo en dólares estadounidenses por barril)



Fuentes: Iacoviello y Tong (2026), Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: Los picos numerados se refieren a los siguientes acontecimientos geopolíticos: 1) guerra del Golfo, 2) atentados terroristas del 11 de septiembre, 3) invasión de Irak, 4) Primavera Árabe y guerra civil en Libia, 5) atentados terroristas de París, 6) invasión rusa de Ucrania, 7) guerra entre Israel y Hamás, 8) guerra actual en Oriente Próximo. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2026.

A partir de un nuevo índice desarrollado con la ayuda de la inteligencia artificial (IA) se identifican acontecimientos geopolíticos vinculados a los mercados energéticos mundiales. Iacoviello y Tong (2026) utilizan la IA para analizar más de cinco millones de artículos de prensa estadounidense, perfeccionando el enfoque basado en palabras clave que usan Caldara e Iacoviello (2022) para medir los riesgos geopolíticos. Su método permite identificar los acontecimientos geopolíticos que afectan al suministro de energía (por ejemplo, la guerra del Golfo o la guerra actual en Oriente Próximo), distinguiéndolos de aquellos sin efectos disruptivos directos en los mercados energéticos (como los atentados terroristas de París de 2015). La guerra en Oriente Próximo ha provocado un repunte acusado del índice de riesgo geopolítico con impacto sobre el petróleo, que destaca claramente desde una perspectiva histórica. Al identificar acontecimientos específicos que causan interrupciones en el suministro de energía, el nuevo índice representa una mejora con respecto a los marcos existentes que vinculan los acontecimientos geopolíticos y el mercado del petróleo².³ Como en Iacoviello y Tong (2026), este análisis se centra en los días en los que el índice se sitúa dos desviaciones típicas por encima de su media. Las sumas mensuales de las variaciones de los precios del crudo en esos días se emplean como variables instrumentales para identificar las perturbaciones geopolíticas que afectan al

² Por ejemplo, utilizando el índice de riesgo geopolítico original elaborado por Caldara e Iacoviello (2022), Verduzco-Bustos y Zanetti (2026) muestran que las tensiones geopolíticas que afectan a los mercados del petróleo tienen un efecto contractivo e inflacionista, lo que pone de relieve el papel que desempeñan las existencias. La evidencia de Pinchetti (2025) está en línea con el modelo de equilibrio general de Kilian *et al.* (2024).

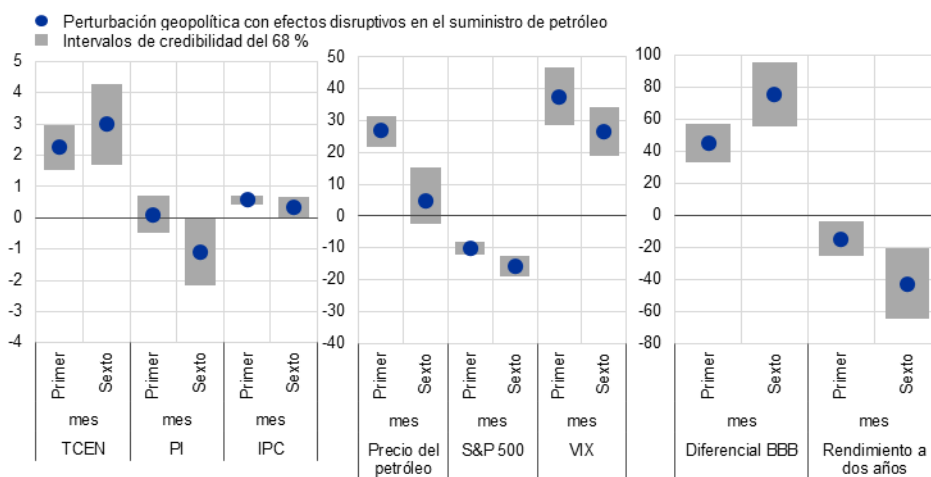
³ El nuevo enfoque aísla los acontecimientos que reducen el suministro de petróleo, mientras que la literatura actual agrupa todas las perturbaciones geopolíticas sin diferenciarlas. Como las perturbaciones que no afectan al petróleo suelen hacer que los precios de esta materia prima descendieran, este enfoque permite identificar con mayor precisión el impacto de las tensiones geopolíticas que sí inciden en el petróleo.

petróleo en un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) de los mercados financieros estadounidenses, ampliado con indicadores macroeconómicos clave.

Gráfico B

Respuesta de las variables de Estados Unidos a perturbaciones geopolíticas con efectos disruptivos en el suministro de petróleo

(paneles izquierdo y medio: porcentajes; panel derecho: puntos básicos)



Fuentes: Iacoviello y Tong (2026), Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas de las variables consideradas a una perturbación geopolítica con efectos disruptivos en el suministro de petróleo, cuyo impacto se escala a una caída del 10 % del índice S&P 500. El modelo BVAR incluye: el índice de riesgo geopolítico con impacto sobre el petróleo (Iacoviello y Tong, 2026), el precio del Brent, el rendimiento de los bonos a dos años de Estados Unidos, el S&P 500, el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del dólar estadounidense, el índice VIX de volatilidad esperada, el diferencial de los bonos corporativos estadounidenses con calificación crediticia BBB, la producción industrial (PI) de Estados Unidos y el índice de precios de consumo (IPC) estadounidense. Todas las variables se incluyen en el modelo en niveles logarítmicos mensuales, salvo el rendimiento y el diferencial. Para identificar las perturbaciones se emplea como instrumento la suma para cada mes de las variaciones del precio del petróleo en los días en que el índice se sitúa dos desviaciones típicas por encima de su media (Iacoviello y Tong, 2026). El modelo se estima entre febrero de 1990 y febrero de 2026.

Las perturbaciones geopolíticas que causan interrupciones en el suministro de petróleo reducen la actividad económica, elevan los precios y se asocian a un aumento de las primas de riesgo.

Tras una perturbación geopolítica que afecta al petróleo, calibrada a una caída del 10 % de las cotizaciones bursátiles estadounidenses en el primer mes, los precios del crudo suben alrededor de un 30 % y se mantienen por encima de los niveles anteriores a la perturbación durante unos dos trimestres (gráfico B). El aumento de dichos precios se traslada a los precios de consumo de Estados Unidos, aunque con un efecto modesto, mientras que la producción industrial se contrae de forma retardada (llegando a caer hasta un 1 % al cabo de seis meses). En cambio, el impacto en los mercados financieros es más acusado. Tras dos trimestres, los precios de las acciones permanecen un 20 % por debajo de su nivel previo al *shock*. El dólar se aprecia continuamente, como consecuencia tanto del encarecimiento del petróleo como de la dinámica de búsqueda de activos seguros⁴. Se observan aumentos en indicadores de riesgo, como el índice VIX de volatilidad esperada y los diferenciales de los bonos corporativos. Los tipos de interés libres de riesgo descienden como resultado de la

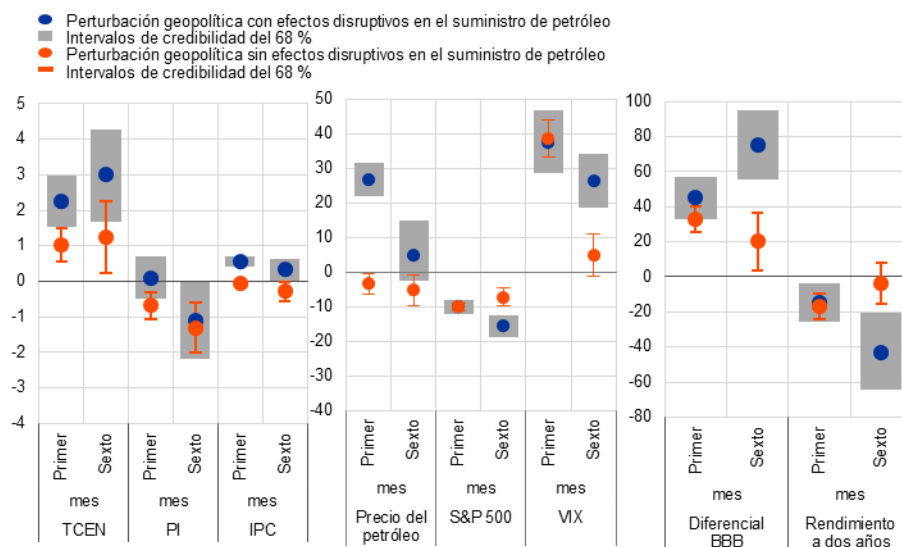
⁴ Como, en general, el petróleo se negocia en dólares estadounidenses, su encarecimiento incrementa automáticamente la demanda de esa moneda y da lugar a una apreciación. En períodos de mayor riesgo, es posible que los inversores mundiales adquieran bonos del Tesoro de Estados Unidos, que generalmente se consideran un activo seguro, lo que también aumenta la demanda de dólares.

búsqueda de activos seguros o de las expectativas de que la política monetaria se relajará, dado que la caída del producto es más persistente que el aumento de la inflación.

Gráfico C

Comparación de perturbaciones geopolíticas con y sin efectos disruptivos en el suministro de petróleo

(paneles izquierdo y medio: porcentajes; panel derecho: puntos básicos)



Fuentes: Iacoviello y Tong (2026), Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas de las variables consideradas a una perturbación geopolítica con efectos disruptivos en el suministro de petróleo (azul) frente a las respuestas a perturbaciones sin efectos en dicho suministro (rojo), cuyo impacto se escala en ambos casos a una caída del 10 % en el índice S&P 500, y estimadas con el mismo modelo BVAR. Las perturbaciones geopolíticas que son independientes del suministro de petróleo se identifican mediante el índice de riesgo geopolítico sin impacto sobre el petróleo de Iacoviello y Tong (2026) utilizando las variaciones del precio del oro como variable instrumental (Georgiadis *et al.*, 2024; Piffer y Podstawski, 2018).

La dinámica de los precios del petróleo es un importante canal de amplificación de los efectos de las perturbaciones geopolíticas.

Las reacciones de los mercados financieros a los acontecimientos geopolíticos son mucho más moderadas cuando las perturbaciones no afectan al suministro mundial de petróleo que cuando sí lo hacen (gráfico C). Los precios de esta materia prima disminuyen ligeramente en lugar de aumentar, ya que la intensificación del riesgo geopolítico lastra la producción industrial y la demanda agregada, lo que reduce la demanda de crudo. Estos desarrollos respaldan la recuperación económica, dado que el descenso de los precios del petróleo se traduce en un incremento de las rentas reales de los hogares y en una disminución de los costes de producción y de la inflación, lo que amortigua el impacto sobre la actividad. En consecuencia, la caída de las cotizaciones bursátiles se va atenuando con el paso del tiempo. Aunque los rendimientos de los bonos estadounidenses descienden, el descenso se revierte por completo al cabo de seis meses. La apreciación del dólar es menor sin una subida de los precios del petróleo, que generalmente fortalece la moneda estadounidense, ya que Estados Unidos es un exportador neto de energía primaria desde 2019 y una gran parte del petróleo negociado se factura en dólares (Ricci, 2024). Si bien las métricas de riesgo aumentan transitoriamente, tras dos trimestres también registran un retroceso. En cuanto a la economía real, la producción industrial se recupera

más rápidamente después de seis meses y, a medio plazo, los precios de consumo caen en lugar de aumentar. Estos resultados muestran la forma en que los precios del petróleo amplifican las perturbaciones geopolíticas, ejerciendo presiones al alza sobre la inflación en particular.

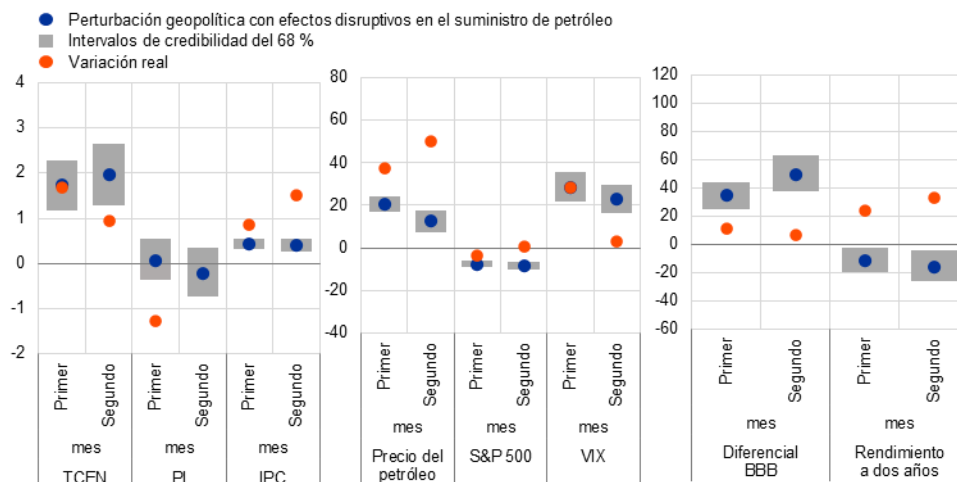
Las reacciones de los mercados a la guerra en Oriente Próximo han sido contenidas en comparación con los patrones históricos. En el gráfico D se comparan las reacciones de los mercados al conflicto con las elasticidades implícitas en el modelo⁵. La perturbación asociada ha sido, sin duda, considerable. Habitualmente, por el estrecho de Ormuz pasan unos 20 millones de barriles de petróleo cada día y, aunque han intervenido algunos factores atenuantes (por ejemplo, la reorientación de los flujos a través de las redes de oleoductos), la pérdida neta de suministro ha ascendido a 10-15 millones de barriles diarios (entre el 10 % y el 15 % del suministro mundial). Los precios del crudo subieron temporalmente hasta alcanzar casi los 120 dólares por barril, superando lo que cabría esperar, según los patrones históricos, de una perturbación geopolítica de esta escala relacionada con el petróleo. En cambio, la reacción de otras variables financieras ha sido tímida. Las cotizaciones bursátiles cayeron, pero empezaron a subir de nuevo al cabo de un mes aproximadamente, mientras que el dólar se apreció en marzo, pero en abril había vuelto a situarse casi en el mismo nivel que a comienzos del año. Los diferenciales de riesgo se ampliaron ligeramente al inicio del conflicto hasta situarse en cotas cercanas a la mitad de lo que sería previsible atendiendo a patrones históricos, y posteriormente retornaron a los niveles previos a la guerra. Los tipos de interés libres de riesgo subieron en lugar de caer, posiblemente como consecuencia de la preocupación por la inflación tras una perturbación de esa magnitud. La solidez de los fundamentos macroeconómicos subyacentes de Estados Unidos, las exportaciones de petróleo del país norteamericano y la fuerte inversión en acciones de empresas relacionadas con la IA pueden contribuir a explicar por qué la respuesta fue moderada, en general. Con todo, dada la magnitud de la perturbación del petróleo, esta corrección limitada de los precios sigue siendo llamativa. Es posible que los mercados estén tratando la disrupción como algo transitorio y que, por tanto, no justifica un reajuste persistente de los precios de los activos con riesgo elevado. Si el conflicto se prolonga o la respuesta de la política monetaria es más contundente de lo esperado, los activos financieros podrían verse expuestos a correcciones bruscas de los precios y a la posibilidad de que se produzcan ventas masivas rápidamente.

⁵ Las funciones de impulso-respuesta del BVAR se han escalado para aproximar una perturbación de riesgo geopolítico con efectos disruptivos en el suministro de petróleo que corresponde con la reacción del VIX al comienzo de la guerra en Oriente Próximo entre febrero y marzo de 2026.

Gráfico D

Valoración actual del riesgo geopolítico

(paneles izquierdo y medio: porcentajes; panel derecho: puntos básicos)



Fuentes: Iacoviello y Tong (2026), Haver Analytics y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra las respuestas de las variables consideradas a una perturbación geopolítica implícita en el modelo con efectos disruptivos en el suministro de petróleo (azul), escalada para que su impacto corresponda con la reacción del VIX al comienzo de la guerra en Oriente Próximo en febrero de 2026. Las variaciones reales (en rojo) representan las variaciones observadas en las variables financieras entre febrero y marzo de 2026 (primer mes) y entre febrero y abril de 2026 (segundo mes). Para la PI y el IPC, las últimas observaciones corresponden a marzo de 2026.

Bibliografía

D. Brignone, L. Gambetti y M. Ricci (2025), «[Geopolitical risk shocks: when size matters](#)», *Working Paper Series*, n.º 2972, BCE, mayo (revisado).

D. Caldara y M. Iacoviello (2022), «[Measuring geopolitical risk](#)», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, abril, pp. 1194-1225.

M. Ferrari Minesso, M.-S. Lappe y D. Rößler (2023), «[El riesgo geopolítico y los precios del petróleo](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

G. Georgiadis, G. J. Müller y B. Schumann (2024), «[Global risk and the dollar](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, 103549.

M. Iacoviello y J. Tong. (2026), «[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)», *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.

L. Kilian, M. D Plante y A. W. Richter (2024), «[Geopolitical Oil Price Risk and Economic Fluctuations](#)», *Working Paper*, n.º 2403, Federal Reserve Bank of Dallas, mayo.

M. Piffer y M. Podstawski (2018), «[Identifying Uncertainty Shocks Using the Price of Gold](#)», *The Economic Journal*, vol. 128, n.º 616, pp. 3266-3284.

M. Pinchetti (2025), «[Geopolitical Risk and Inflation: The Role of Energy Markets](#)», *Working Paper*, n.º 1005, Banque de France.

M. Ricci (2024), «Evidencia e implicaciones económicas de la relación entre los precios del petróleo y el dólar estadounidense», *Boletín Económico*, número 7, BCE.

G. Verduzco-Bustos y F. Zanetti (2026), «The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks», *CESifo Working Papers*, 12606, abril.

Roberto Bernasconi, Emma Domingo Enrich, Vasileios Kostakis, Steffen Osterloh y Lucia Quaglietti

El gasto en ayudas estatales en la UE ha aumentado de forma acusada en los últimos años, debido a las perturbaciones económicas y al resurgimiento de políticas industriales intervencionistas a escala global. Esta evolución ha dado lugar a un debate más amplio en el que los defensores de estas políticas subrayan la necesidad de intervención pública para abordar fallos de mercado y vulnerabilidades estratégicas (Evenett *et al.*, 2024), y los críticos advierten de los consiguientes riesgos de ineficiencia, de búsqueda de rentas y de fragmentación del mercado único (Hodge *et al.*, 2024). Desde la perspectiva del BCE, está justificado centrar la atención en las ayudas públicas por sus implicaciones para la política fiscal, la asignación de recursos y la competencia. En este recuadro se examina la evolución del papel y de la asignación de las ayudas estatales en un contexto de crecientes tensiones geopolíticas y de nuevos marcos temporales de la UE que permiten distribuir estas ayudas de forma más flexible.

Las ayudas estatales abarcan las intervenciones públicas que proporcionan apoyo financiero a empresas o les otorgan una ventaja selectiva. En general, estas medidas están prohibidas con arreglo al artículo 107 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, ya que pueden falsear la competencia en el mercado único. No obstante, el Tratado deja margen para algunas excepciones. Para ser compatibles con el mercado único, las ayudas públicas deben facilitar la realización de una actividad económica y no afectar negativamente a las condiciones de los intercambios comerciales entre los Estados miembros de forma contraria al interés común¹.

A pesar de las restricciones legales, el ámbito y la magnitud de las ayudas estatales han aumentado de forma notable con el tiempo. Entre los años 2000 y 2013, el gasto en este tipo de ayudas se mantuvo más o menos estable entre el 0,5 % y el 0,8 % del PIB. A partir de 2014, las reformas que ampliaron las categorías de ayudas exentas de aprobación por parte de la Comisión Europea permitieron que los Estados miembros prestaran apoyo con más flexibilidad, con un gasto que fue creciendo desde entonces y que llegó prácticamente a duplicarse en 2019². Las ayudas siguieron incrementándose en 2020 y 2021 y alcanzaron un máximo de 330 mm de euros (2 %-2,5 % del PIB), gracias a los marcos temporales que se introdujeron durante la pandemia de COVID-19 y que se ampliaron tras la invasión rusa a gran escala de Ucrania. Aunque las ayudas públicas se redujeron posteriormente hasta situarse en el 1 % del PIB en 2024, continúan siendo superiores a las medias históricas (panel a del gráfico A). En fechas más recientes,

¹ Los artículos 107 a 109 del Tratado definen las ayudas estatales, establecen las prohibiciones y enumeran las posibles excepciones.

² El [Reglamento General de Exención por Categorías](#) establece las condiciones en las que pueden concederse ayudas estatales sin la aprobación previa de la Comisión. Las revisiones posteriores ampliaron su alcance.

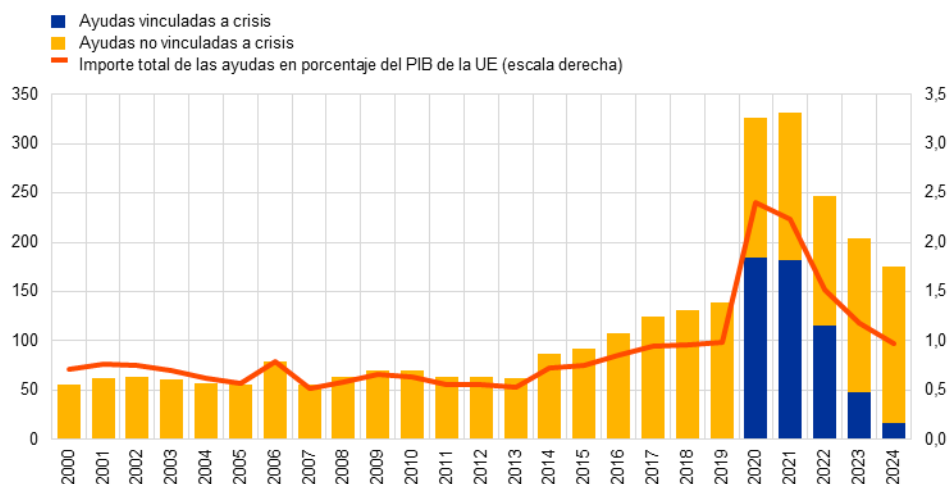
el conflicto en Oriente Próximo ha llevado a la Comisión a adoptar un nuevo marco temporal que ha flexibilizado las condiciones en las que los Estados miembros de la UE pueden conceder ayudas a sectores gravemente afectados³.

Gráfico A

Gasto en ayudas estatales por objetivo

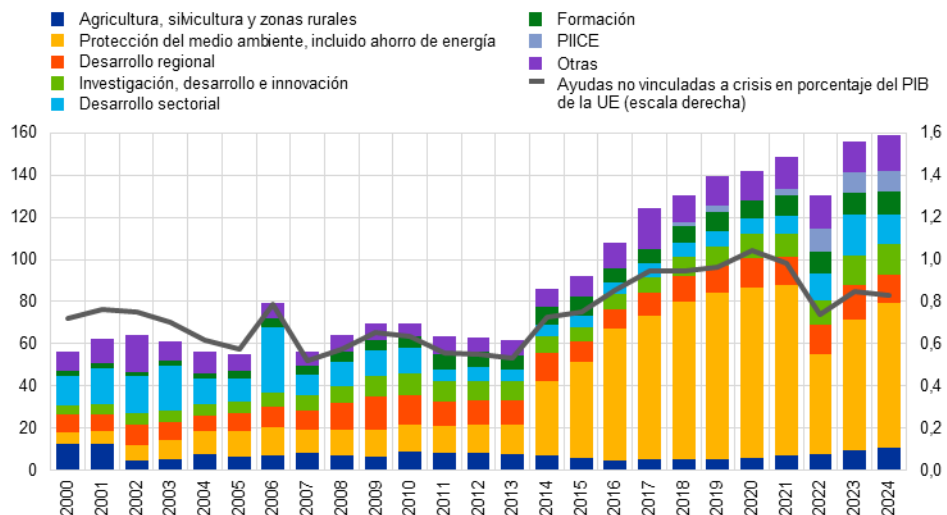
a) Ayudas estatales de la UE vinculadas a crisis y no vinculadas a crisis

(escala izquierda: mm de euros; escala derecha: porcentajes del PIB de la UE)



b) Ayudas no vinculadas a crisis

(escala izquierda: mm de euros; escala derecha: porcentajes del PIB de la UE)



Fuentes: State Aid Scoreboard (cuadro de indicadores de ayudas estatales), Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los paneles muestran el gasto nominal en ayudas aprobadas por la Comisión Europea o concedidas con arreglo a las normas de exención, lo que ilustra la ventaja económica obtenida por los beneficiarios. En el panel a, las ayudas estatales se desglosan en ayudas vinculadas a crisis y ayudas no vinculadas a crisis. En el panel b se presenta un desglose más detallado de las ayudas no vinculadas a crisis.

La orientación de las ayudas estatales también ha cambiado, entre otros objetivos, hacia prioridades industriales más generales. Históricamente, el

³ El marco temporal de ayuda en respuesta a la crisis de Oriente Próximo, que estará en vigor hasta diciembre de 2026, permite prestar apoyo a los sectores de agricultura, pesca y acuicultura, transporte terrestre y transporte marítimo de corta distancia dentro de la UE. Se pueden conceder ayudas para cubrir hasta el 70 % de los costes adicionales derivados de la crisis.

apoyo se focalizaba en la innovación, la cohesión regional y las restricciones de financiación de las empresas de menor tamaño. Más recientemente, dicho apoyo se ha ido vinculando cada vez más a la protección del medio ambiente, incluida la descarbonización, así como a la competitividad industrial y a la resiliencia estratégica (panel b del gráfico A). Iniciativas de la UE como la [Ley Europea de Chips](#), la [Ley sobre la industria de cero emisiones netas](#) y, en fechas más recientes, el [Pacto por una Industria Limpia](#) y la propuesta de [Ley de Aceleración Industrial](#), han modificado los marcos de ayudas estatales para impulsar la descarbonización, la seguridad energética y la competitividad. Las ayudas relacionadas con la energía han aumentado de forma significativa, lo que refleja su importancia estratégica en un contexto de elevados precios energéticos y de graves perturbaciones que han afectado a la economía de la UE⁴.

El aumento del gasto en proyectos importantes de interés común europeo (PIICE) desde 2018 es ilustrativo de un cambio hacia un uso más estratégico de las ayudas estatales. Los PIICE permiten que los Estados miembros financien proyectos transfronterizos a gran escala para abordar fallos de mercado y reducir dependencias en sectores estratégicos como los de baterías, hidrógeno, microelectrónica y tecnologías sanitarias⁵. Al combinar fondos públicos y privados, los PIICE abarcan complejas cadenas de valor en varios países. Como consecuencia de las ayudas aprobadas y de las inversiones privadas asociadas que alcanzaron unos 90 mm de euros (0,45 % del PIB) hasta 2024, ahora se encuentran entre los instrumentos coordinados más importantes de la política industrial de la UE, mientras que la Comisión ha propuesto nuevos instrumentos financieros específicos a escala de la UE como parte de un [Fondo Europeo de Competitividad](#) para el [marco financiero plurianual 2028-2034](#).

Las ayudas estatales se distribuyen de forma desigual en los distintos países y sectores, debido a las diferencias en la capacidad fiscal, las características estructurales y las prioridades políticas. Durante la pandemia, las disparidades entre los países de la UE aumentaron sustancialmente, y varios de ellos concedieron ayudas superiores al 3 % del PIB en 2020 y 2021, mientras que en otros el apoyo siguió siendo más limitado (gráfico B). Hasta 2019, los países con niveles elevados de deuda tendían a gastar menos en ayudas estatales, pero las diferencias han disminuido desde entonces. La asignación por sectores también ha evolucionado: los datos a nivel de empresa muestran que, históricamente, las empresas energéticas recibieron el grueso de las ayudas (panel a del gráfico C), pero el respaldo se desplazó hacia los servicios durante la pandemia, al tiempo que las manufacturas cobraron más importancia tras la crisis pandémica. Además, aunque las ayudas estatales no vinculadas a crisis se distribuyen ampliamente entre los distintos niveles tecnológicos, los PIICE se centran en las ramas de manufacturas de tecnología alta y media-alta (panel b del gráfico C), lo que pone de relieve su relevancia para impulsar las cadenas de valor estratégicas.

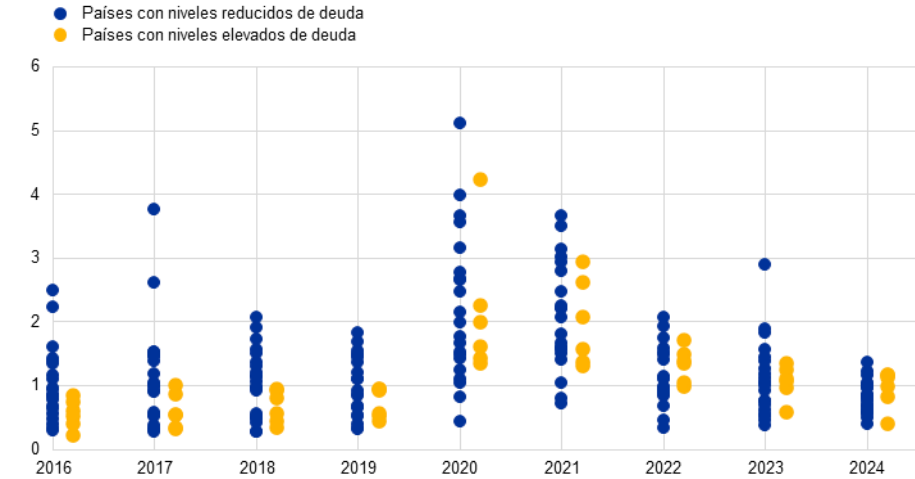
⁴ En 2025, la Comisión Europea adoptó el [Marco de ayudas estatales del Pacto por una Industria Limpia](#), que sustituye al [Marco Temporal de Crisis y Transición](#) de 2022 y amplía las normas flexibles hasta 2030.

⁵ Los PIICE deben contar con la participación de varios Estados miembros, producir efectos indirectos positivos significativos y contribuir a los objetivos de la UE.

Gráfico B

Dispersión del gasto en ayudas estatales en los países de la UE

(porcentajes del PIB)



Fuentes: State Aid Scoreboard, Eurostat y cálculos del BCE.

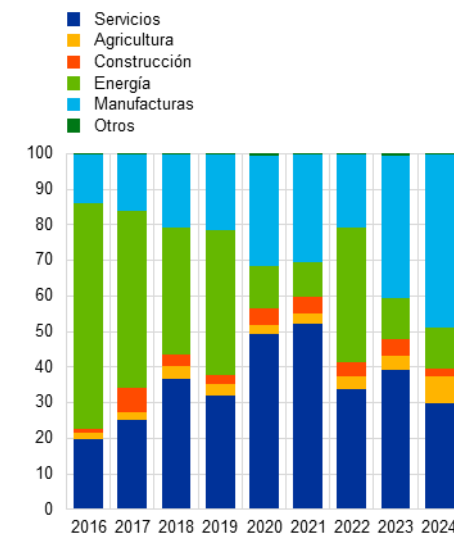
Nota: Los países con niveles elevados de deuda son aquellos que tenían un nivel de deuda superior al 90 % del PIB en 2024.

Gráfico C

Gasto en ayudas estatales por sector y nivel tecnológico

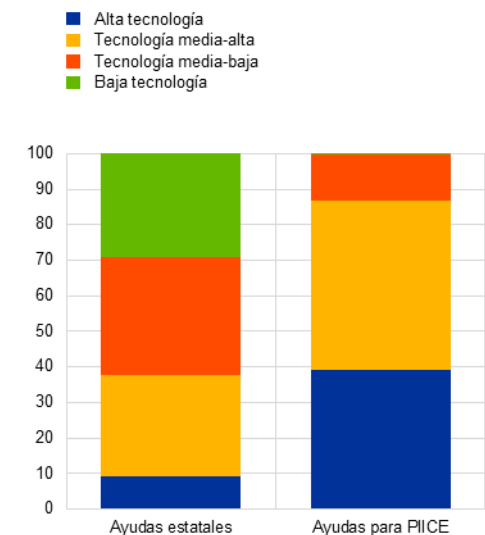
a) Gasto en ayudas estatales por sector

(porcentajes)



b) Gasto en ayudas estatales por nivel tecnológico y tipo de ayuda

(porcentajes)



Fuentes: Base de datos State Aid Transparency, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: Las cifras se basan en datos a nivel de empresa y muestran las ayudas concedidas en 23 países de la UE (excluidos España, Polonia, Rumanía y Eslovenia). La categoría de servicios excluye las tecnologías de la información y las comunicaciones. Los datos del panel a se refieren a alrededor del 70 % del total de ayudas que se presentan en el gráfico A. El panel b muestra la composición de las ayudas estatales generales y de las ayudas concedidas a empresas manufactureras en el marco de los PIICE por nivel tecnológico (véase [High-tech classification of manufacturing industries](#)).

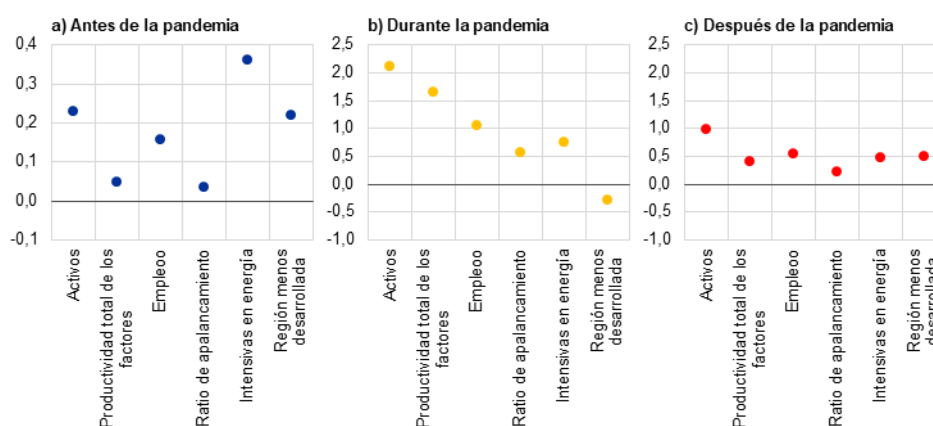
Tras la pandemia, las ayudas estatales evolucionaron desde un apoyo a la liquidez motivado por la crisis hacia una asignación más selectiva y centrada en la competitividad. Los cambios en los objetivos de las ayudas estatales también se reflejan en la composición de las empresas beneficiarias. A partir de un panel de

cinco millones de empresas de la UE durante el período 2016-2024 se ha estimado la probabilidad de recibir ayuda en función de las características de la empresa⁶. Con anterioridad a la pandemia era más probable que las grandes empresas, las de sectores intensivos en energía y las de regiones menos desarrolladas obtuvieran apoyo, y las estimaciones de aumento de la probabilidad fluctuaban entre 0,2 y 0,4 puntos porcentuales (panel a del gráfico D)⁷. Durante la crisis pandémica, el tamaño de las empresas y la productividad siguieron siendo relevantes, pero las restricciones financieras se convirtieron en un factor clave, y la posibilidad de que empresas con un nivel elevado de apalancamiento consiguieran apoyo se incrementó de forma significativa. Al mismo tiempo, la probabilidad de que empresas de regiones menos desarrolladas recibieran ayudas disminuyó (panel b del gráfico D). El tamaño y la productividad continuaron siendo determinantes importantes en la asignación de las ayudas en el período posterior a la pandemia. En cambio, el papel del apalancamiento se ha reducido en comparación con el período de la pandemia, mientras que las empresas ubicadas en regiones menos desarrolladas han vuelto a tener más probabilidades de lograr apoyo (panel c del gráfico D).

Gráfico D

Probabilidad de recibir ayudas estatales en función de las características de la empresa

(puntos porcentuales)



Fuentes: Base de datos State Aid Transparency, base de datos Orbis y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los efectos marginales estimados de un modelo de probabilidad lineal. Los coeficientes son variaciones en puntos porcentuales de la probabilidad de recibir ayuda en relación con empresas que no obtienen ayuda. Cada punto representa el efecto estimado de una variación de una desviación típica de una característica determinada de las empresas. Los intervalos de confianza son reducidos y no se muestran por ese motivo.

⁶ Los datos de empresas obtenidos de Orbis se emparejan con la base de datos State Aid Transparency. El porcentaje de empresas que reciben estas ayudas varía con el tiempo (0,2 % en el período 2016-2019, 2,5 % en 2020-2021 y 1,2 % después de 2021). Se utiliza un modelo de probabilidad lineal. Las características de las empresas se cruzan con variables ficticias (*dummies*) temporales con el fin de captar la evolución en los patrones de asignación. El modelo incluye efectos fijos país-año y sector-año, y los errores estándar están agrupados a nivel de empresa.

⁷ Los activos (definidos como la suma de los activos corrientes, los activos fijos y los activos intangibles) y el empleo (medido por el número de empleados) se utilizan como variables *proxy* del tamaño de la empresa. La ratio de apalancamiento se calcula como la ratio de deuda a largo plazo en relación con los activos totales. Las regiones menos desarrolladas se definen de acuerdo con las clasificaciones de la Comisión Europea para los períodos 2014-2020 y 2021-2027.

En la UE, las ayudas estatales se han incrementado y se han hecho cada vez más flexibles y están más alineadas con las prioridades cambiantes en la Unión. A medida que la política industrial está cobrando mayor importancia a escala global y la UE está negociando su nuevo marco financiero plurianual para el período 2028-2034, estas tendencias plantean preguntas fundamentales sobre cómo pueden contribuir eficazmente las ayudas estatales a los objetivos comunes de la UE y a las nuevas prioridades políticas, al tiempo que salvaguardan la competencia dentro del mercado único y mantienen la sostenibilidad fiscal. Así, es necesario realizar nuevos análisis para estudiar estas cuestiones de forma exhaustiva.

Bibliografía

S. Evenett, A. Jakubik, F. Martin y M. Ruta (2024), «[The Return of Industrial Policy in Data](#)», *IMF Working Papers*, vol. 2024, n.º 001, Fondo Monetario Internacional, enero.

A. Hodge, R. Piazza, F. Hasanov, X. Li, M. Vaziri, A. Weller e Y. C. Wong (2024), «[Industry Policy in Europe: A Single Market Perspective](#)», *IMF Working Papers*, vol. 2024, n.º 249, Fondo Monetario Internacional, diciembre.

4 La subida de los precios del petróleo como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo: evaluación de los factores adversos para el crecimiento de la zona del euro

Johannes Gareis

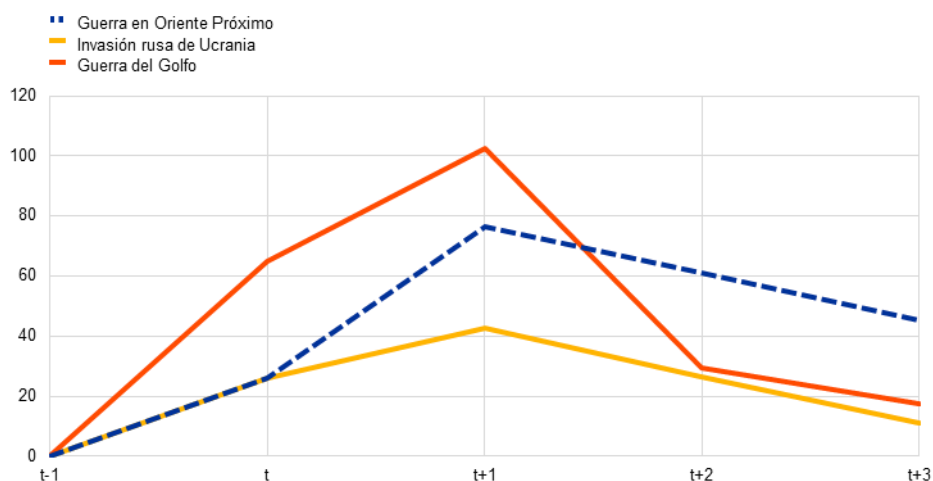
La guerra en Oriente Próximo ha provocado un aumento acusado de los precios del petróleo y es probable que lastre notablemente la actividad económica de la zona del euro. Tras el estallido de la guerra a finales de febrero de 2026, los precios del Brent se incrementaron considerablemente como consecuencia de las perturbaciones en los flujos de petróleo a través del estrecho de Ormuz y de la caída de la producción de crudo en Oriente Próximo. En comparación con otras disrupciones geopolíticas importantes registradas anteriormente en el suministro de petróleo, parece que la perturbación actual es de magnitud intermedia (gráfico A). Aunque los niveles máximos de los precios del crudo han sido, en general, similares a los observados tras la invasión rusa de Ucrania a principios de 2022, el encarecimiento de esta materia prima originado por la perturbación actual ha sido, hasta el momento, mayor que el experimentado después de dicha invasión. Esa perturbación reflejó interrupciones en el suministro y una intensificación de la incertidumbre en torno a las exportaciones de petróleo ruso, en un contexto de demanda de crudo persistentemente elevada tras la pandemia de COVID-19 y de aumento mucho más pronunciado de los precios del gas natural¹. Sin embargo, el encarecimiento del petróleo derivado de la perturbación actual es menor que el observado durante la guerra del Golfo a principios de la década de los noventa, cuando la invasión de Kuwait por parte de Irak retiró del mercado una oferta de crudo significativa.

¹ Para una comparación de la perturbación actual con la provocada por la invasión rusa de Ucrania y un análisis de la probable propagación a la inflación, véase Arce *et al.* (2026).

Gráfico A

Evolución de los precios del Brent en torno a interrupciones geopolíticas en el suministro de petróleo

(variación porcentual con respecto al trimestre anterior a la perturbación)



Fuentes: U.S. Energy Information Administration (EIA) y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la variación porcentual del precio del Brent, basada en medias trimestrales de los precios mensuales en dólares estadounidenses. En el caso de la guerra en Oriente Próximo, t corresponde al primer trimestre de 2026; en el de la invasión rusa de Ucrania, t se refiere al primer trimestre de 2022, y en el de la guerra del Golfo, t corresponde al tercer trimestre de 1990. La línea azul discontinua representa la senda de los precios del petróleo implícita en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, que se basan en los precios de los futuros del petróleo en la fecha de cierre de 21 de mayo de 2026.

Es fundamental considerar el origen de estas variaciones de los precios del petróleo a la hora de analizar sus efectos macroeconómicos. A diferencia de las subidas de precios impulsadas por la demanda, que suelen reflejar un mayor crecimiento mundial y respaldar la actividad económica, los aumentos de precios impulsados por la oferta lastran la actividad en las economías importadoras de petróleo, como la zona del euro. La actividad se ve afectada por el ascenso de los costes de producción, la disminución de las rentas reales de los hogares, el debilitamiento de la demanda mundial y la elevada incertidumbre —este último factor suele ser más acusado cuando las perturbaciones son de carácter geopolítico². En este recuadro se cuantifica el impacto macroeconómico sobre la zona del euro del reciente incremento de los precios del crudo, utilizando un modelo empírico con perturbaciones geopolíticas identificadas en el suministro de petróleo para evaluar las interrupciones pasadas y actuales en la oferta de esta materia prima³.

² Verduzco-Bustos y Zanetti (2026) muestran que los movimientos de los precios del petróleo asociados a riesgos geopolíticos tienen dinámicas y consecuencias macroeconómicas diferenciadas, impulsadas, en parte, por un comportamiento de carácter prospectivo y un aumento acusado y persistente de la incertidumbre tanto macroeconómica como financiera, lo que amplifica los efectos negativos sobre la actividad económica en comparación con las perturbaciones convencionales en la oferta de petróleo. Este mecanismo está estrechamente relacionado con la evidencia presentada por Brignone *et al.* (2025), que muestra que las grandes perturbaciones asociadas a riesgos geopolíticos provocan incrementos desproporcionados de la incertidumbre y de las tensiones financieras.

³ Para un análisis de cómo se transmiten a los mercados financieros estadounidenses las perturbaciones geopolíticas asociadas a las interrupciones en el suministro de energía, véase el recuadro titulado «[Cómo reaccionan los mercados financieros estadounidenses a las perturbaciones geopolíticas que afectan al suministro de petróleo](#)» en este Boletín Económico.

Los efectos macroeconómicos en la zona del euro de las perturbaciones geopolíticas en el suministro de petróleo pueden analizarse utilizando un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés). El modelo incluye una serie de perturbaciones geopolíticas identificadas en el suministro de petróleo, así como el precio real global del crudo, un indicador de la actividad económica mundial, el PIB real de la zona del euro, el consumo privado, la inversión, los precios de consumo y los tipos de interés a corto y largo plazo. Las perturbaciones se toman de Verduzco-Bustos y Zanetti (2026) y se construyen utilizando una variable instrumental de alta frecuencia que aísla los movimientos que experimentan los precios del petróleo en torno a disrupciones geopolíticas en el suministro⁴. Estas perturbaciones suelen estar asociadas a fuertes subidas de los precios del crudo y a caídas persistentes de la producción de esta materia prima, por lo que resultan adecuadas para analizar el impacto de la guerra en Oriente Próximo⁵. El modelo se estima para el período comprendido entre el primer trimestre de 1985 y el cuarto trimestre de 2023⁶. Dado que la intensidad en petróleo de la economía de la zona del euro ha disminuido de forma constante desde principios de la década de los noventa (gráfico B), se vuelve a estimar el modelo para una muestra más corta que comienza en el tercer trimestre del 2003, tras la fase inicial de la Guerra de Irak, con el fin de comprobar si la transmisión de las perturbaciones en el suministro de petróleo ha cambiado⁷.

⁴ El instrumento mide específicamente la variación de los precios de los futuros del petróleo West Texas Intermediate (WTI) a un mes en los días en que se producen picos en el índice de riesgo geopolítico con impacto en el suministro de petróleo desarrollado por Iacoviello y Tong (2026). Esto limita los eventos identificados a los directamente relacionados con disrupciones en el suministro de petróleo.

⁵ El precio real global del petróleo es el precio del WTI deflactado por el índice de precios de consumo de Estados Unidos; la actividad económica mundial se mide por el índice de producción industrial desarrollado por Baumeister y Hamilton (2019). Ambos índices son coherentes con las variables utilizadas para identificar las perturbaciones geopolíticas en el suministro de petróleo en Verduzco-Bustos y Zanetti (2026).

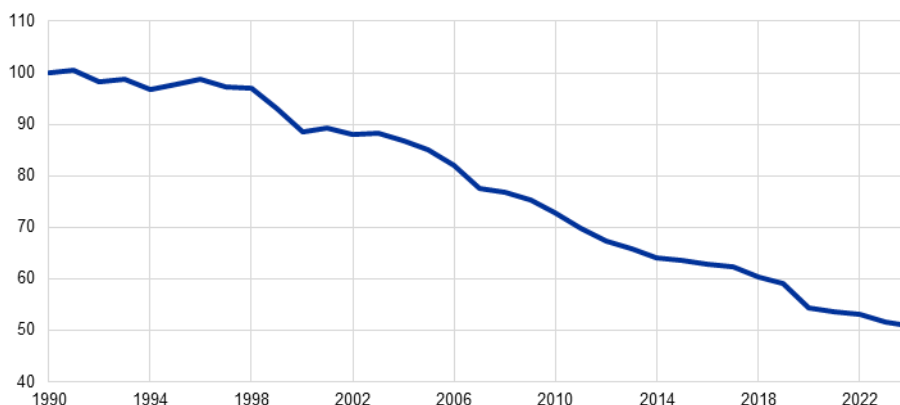
⁶ Las perturbaciones geopolíticas en el suministro de petróleo se agregan a frecuencia trimestral como medias simples de observaciones mensuales. Para analizar sus efectos dinámicos, se ordenan en primer lugar en el modelo BVAR con arreglo a un sistema de identificación recursivo.

⁷ Para asegurar que los resultados de las estimaciones no se vean influidos por la elevada volatilidad registrada durante la pandemia de COVID-19, el modelo incluye variables ficticias para la pandemia.

Gráfico B

Intensidad en petróleo del PIB real de la zona del euro a lo largo del tiempo

(Índice: 1990 = 100)



Fuentes: Eurostat, base de datos del New Area-Wide Model y cálculos del BCE.

Notas: La intensidad en petróleo se mide en kilogramos equivalentes de petróleo por euro de PIB real, indexada a 100 en 1990. La última observación corresponde a 2024.

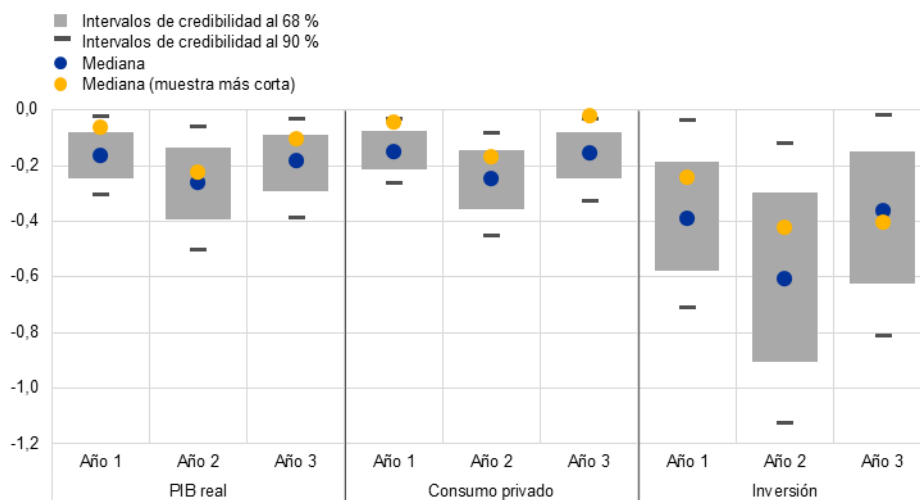
Una perturbación geopolítica adversa en el suministro de petróleo tiene un efecto negativo persistente sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro, que opera a través tanto del consumo privado como de la inversión. Tras una perturbación geopolítica en el suministro de petróleo que eleva el precio real del crudo un 10 % en el momento del impacto, se estima que el crecimiento del PIB real de la zona del euro es entre 0,2 y 0,3 puntos porcentuales más bajo en cada uno de los tres años siguientes a la perturbación (gráfico C)⁸. El avance tanto del consumo privado como de la inversión se ralentiza, aunque los efectos sobre la inversión son más pronunciados, ya que, en general, esta es más sensible a la elevada incertidumbre que se produce después de dichas perturbaciones. Las estimaciones de la submuestra para el período transcurrido desde el 2003 sugieren que los efectos pueden haberse debilitado ligeramente con el tiempo, debido, en particular, a la menor respuesta del consumo privado. En cambio, la respuesta de la inversión es prácticamente estable en todas las submuestras, y las estimaciones de la muestra más corta se sitúan dentro de los intervalos de credibilidad de la respuesta de la muestra completa. Esto puede ser consecuencia de un debilitamiento menos acusado del canal de la intensidad del petróleo en el caso de la inversión o de un fortalecimiento compensatorio de otros canales, en particular a través del aumento de la incertidumbre que conllevan las perturbaciones geopolíticas en el suministro de petróleo.

⁸ Los resultados son cualitativamente robustos al uso de la serie más amplia de perturbaciones en el suministro de petróleo de Mori y Peersman (2026). Esta serie refina los *shocks* estimados por Känzig (2021), que se basan en los anuncios realizados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Los efectos cuantitativos son algo menores cuando se utiliza la serie más amplia, lo que es coherente ya que la identificación en este caso captura perturbaciones en el suministro de petróleo que no son exclusivamente de origen geopolítico.

Gráfico C

Impacto sobre el crecimiento anual de una perturbación geopolítica adversa en el suministro de petróleo

(puntos porcentuales)



Fuentes: Verduzco-Bustos y Zanetti (2026), Baumeister y Hamilton (2019), EIA, Bureau of Labor Statistics (BLS), Eurostat, base de datos del New Area-Wide Model, BCE y cálculos del BCE.

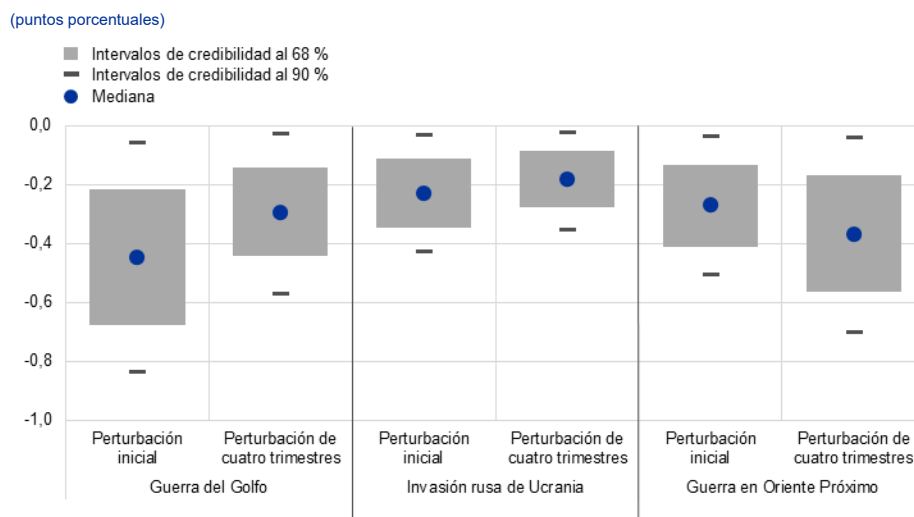
Notas: El gráfico muestra el impacto estimado de una perturbación geopolítica de carácter temporal en el suministro de petróleo que eleva el precio real de esta materia prima un 10 % sobre el crecimiento anual del PIB real, el consumo privado y la inversión de la zona del euro en los tres años siguientes a la perturbación. Las estimaciones se presentan para la muestra completa (del primer trimestre de 1985 al cuarto trimestre de 2023) y para una muestra más corta que comienza en el tercer trimestre del 2003.

Los efectos de anteriores interrupciones geopolíticas en el suministro de petróleo, en particular la guerra del Golfo y la invasión rusa de Ucrania, fueron considerables el primer año, y se estima que la guerra en Oriente Próximo tendrá un impacto bastante similar en el crecimiento de la zona del euro este año. La combinación de las funciones de impulso-respuesta estimadas con las perturbaciones estimadas permite cuantificar los efectos macroeconómicos de anteriores perturbaciones en la oferta de petróleo y medir el impacto de la perturbación actual. Se estima que, durante la guerra del Golfo y la guerra de Rusia en Ucrania, las perturbaciones geopolíticas en el suministro de crudo impulsaron la mayor parte de las variaciones en el precio real del petróleo durante el primer año. Sobre la base de las estimaciones de la muestra completa —que probablemente proporcionan un límite superior para los episodios recientes (incluida la perturbación actual) debido a la disminución de la intensidad en petróleo—, en términos netos, el freno resultante para el crecimiento del PIB durante el primer año fue de aproximadamente 0,3 puntos porcentuales durante la guerra del Golfo y 0,2 puntos porcentuales durante la guerra de Rusia en Ucrania (perturbación de cuatro trimestres del gráfico D). La ralentización provocada solo por la perturbación inicial fue mayor. Sin embargo, los precios del petróleo se revirtieron con relativa rapidez, y el posterior descenso compensó en parte el lastre inicial sobre el PIB (perturbación inicial del gráfico D). Utilizando la curva actual de futuros del petróleo y suponiendo que las perturbaciones geopolíticas en el suministro de petróleo explican la mayor parte de las variaciones implícitas en los precios del crudo en 2026, se estima que la guerra en Oriente Próximo reducirá el crecimiento del PIB real de la zona del euro en unos 0,4 puntos porcentuales durante el primer año. A diferencia de lo ocurrido en otros episodios, es probable que el impacto aumente gradualmente a lo largo del

año. Esta evolución refleja la considerable subida adicional de los precios del petróleo esperada en el segundo trimestre de 2026 y la senda más persistente implícita en la curva de futuros.

Gráfico D

Estimación del impacto sobre el crecimiento del PIB real de las perturbaciones geopolíticas en el suministro de petróleo durante el primer año



Fuentes: Verduzco-Bustos y Zanetti (2026), Baumeister y Hamilton (2019), EIA, BLS, Eurostat, base de datos del New Area-Wide Model, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra el impacto estimado sobre el crecimiento del PIB real de la zona del euro durante el primer año posterior al evento en dos escenarios: la perturbación inicial, que solo captura la perturbación geopolítica en el suministro de petróleo al inicio del evento, y una secuencia de perturbaciones de cuatro trimestres, que captura las perturbaciones que se materializan durante el primer año completo siguiente al inicio del evento. Para la guerra del Golfo y la invasión rusa de Ucrania, las perturbaciones se derivan de las series de perturbaciones históricas identificadas. Para la guerra en Oriente Próximo, se obtienen a partir de la evolución observada de los precios del petróleo y de la curva de futuros del petróleo.

En conjunto, la magnitud del impacto de la perturbación actual sigue siendo muy incierta y dependerá de la dimensión y la persistencia de la subida de los precios del petróleo. Los efectos sobre la actividad económica tienden a perdurar después de la reversión de los precios del crudo, por lo que incluso un rápido descenso de estos precios seguiría suponiendo pérdidas de producto no desdeñables en la zona del euro. Si la perturbación resultara más persistente, el lastre acumulado sobre el crecimiento podría ser superior a las estimaciones presentadas en este recuadro. Además, las disrupciones más amplias en las cadenas de suministro y los efectos de contagio al mercado del gas podrían amplificar aún más el impacto con respecto a lo que reflejan las estimaciones históricas. Sin embargo, hasta ahora, los precios del gas han mantenido una relativa capacidad de resistencia, posiblemente debido a que la dependencia de Europa del gas natural procedente de Oriente Próximo es limitada.

Bibliografía

Ó. Arce, N. Battistini, O. Bouabdallah, E. Lis y M. Mohr (2026), «A tale of two energy crises — initial conditions matter», *The ECB Blog*, BCE, 3 de junio.

- C. Baumeister y J. D. Hamilton (2019), «[Structural Interpretation of Vector Autoregressions with Incomplete Identification: Revisiting the Role of Oil Supply and Demand Shocks](#)», *American Economic Review*, vol. 109, n.º 5, mayo, pp. 1873-1910.
- D. Brignone, L. Gambetti y M. Ricci (2025), «[Geopolitical risk shocks: when size matters](#)», *Working Paper Series*, n.º 2972, BCE, mayo (revisado).
- M. Iacoviello y J. Tong (2026), «[The AI-GPR Index: Measuring Geopolitical Risk using Artificial Intelligence](#)», *Working Paper*, Federal Reserve Board of Governors.
- D. R. Känzig (2021), «[The Macroeconomic Effects of Oil Supply News: Evidence from OPEC Announcements](#)», *American Economic Review*, vol. 111, n.º 4, abril, pp. 1092-1125.
- M. Ferrari Minesso, B. Lopes Mendes, A. Stalla-Bourdillon y V. Vidaházy (2026), «[Cómo reaccionan los mercados financieros estadounidenses a las perturbaciones geopolíticas que afectan al suministro de petróleo](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- L. Mori y G. Peersman (2026), «[Estimating the Macroeconomic Effects of Oil Supply News](#)», mimeo.
- G. Verduzco-Bustos y F. Zanetti (2026), «[The Effects of Geopolitical Oil Price Shocks](#)», *CESifo Working Papers*, n.º 12606, abril.

5 Seguimiento de la evolución del mercado de trabajo de la zona del euro mediante los anuncios de reestructuraciones

Claudia Foroni y Nikolaos Papadatos

En este recuadro se examina la medida en que los anuncios en los medios de comunicación de reestructuraciones de empresas que conllevan la reducción o la creación de puestos de trabajo pueden proporcionar señales de la dinámica del mercado de trabajo de la zona del euro más actualizadas que los indicadores estadísticos convencionales. El análisis se basa en el Observatorio Europeo de la Reestructuración (European Restructuring Monitor o ERM), una base de datos recopilados a nivel de empresa por la Fundación Europea para la Mejora de las Condiciones de Vida y de Trabajo (Eurofound) mediante el cribado diario desde 2002 de información procedente de medios de comunicación nacionales y de sitios web de empresas de todos los Estados miembros de la UE y Noruega. Se registra una reestructuración cuando se ven afectados al menos 100 puestos de trabajo o cuando la plantilla afectada representa, como mínimo, el 10 % de un centro de trabajo con más de 250 empleados¹. Las reestructuraciones deben materializarse en un plazo de nueve meses a partir del anuncio y se clasifican por tipo (por ejemplo, reestructuración interna, expansión, deslocalización, fusión o quiebra), lo que aporta información sobre la naturaleza de la perturbación subyacente que no está disponible en las estadísticas agregadas convencionales. Por tanto, el ERM puede facilitar información de alta frecuencia actualizada sobre la evolución del mercado de trabajo antes de que se publiquen los datos oficiales.

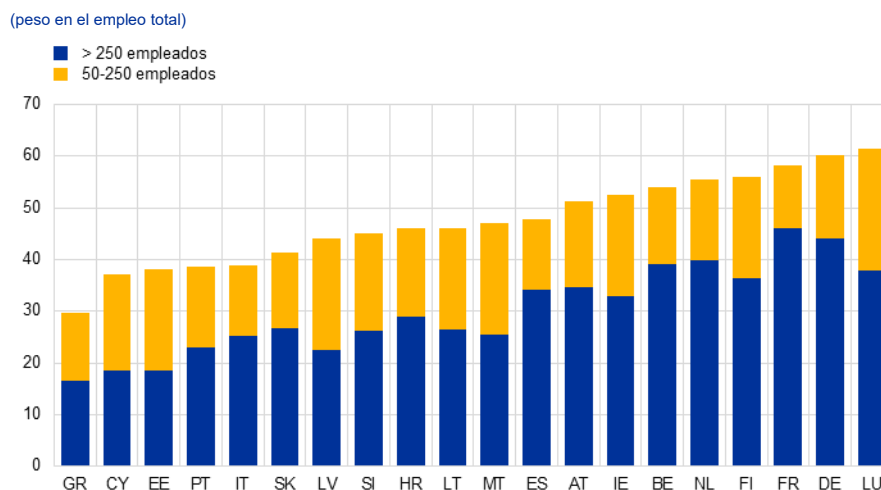
Por la forma en que se construye, la cobertura de la base de datos de anuncios en los medios de comunicación de reestructuraciones está sesgada hacia las empresas más grandes, lo que refleja tanto los umbrales de registro como la atención mediática. Este sesgo implica que el ERM no es representativo del empleo total, especialmente en los países en los que la actividad económica está concentrada en empresas más pequeñas. En la zona del euro, las empresas con al menos 250 empleados constituyen menos del 1 % del total, pero concentran aproximadamente el 36 % del empleo total. Ampliar el umbral a las que tienen 50 empleados como mínimo eleva este porcentaje hasta alrededor del 50 % (gráfico A). En consecuencia, el ERM capta anuncios de reestructuraciones de empresas que concentran entre un tercio y la mitad del empleo total de la zona del euro, aunque el número de trabajadores directamente afectados por los anuncios registrados es considerablemente menor. La cobertura también varía de un país a otro, como consecuencia de las diferencias en el tejido industrial y en la distribución del empleo por tamaño de las empresas. Alemania y Francia representan conjuntamente alrededor del 40 % de todas las reestructuraciones anunciadas en la zona del euro y registradas en el ERM. El número comparativamente menor de anuncios registrados en España e Italia refleja, en gran parte, que, en su caso, el

¹ Para una descripción de la base de datos y la metodología, véase Litardi y Brattlund (2025).

peso del empleo en las empresas más grandes es menor. Por lo tanto, el ERM solo capta reestructuraciones de las empresas de mayor tamaño y, por lo general, no refleja la dinámica del empleo en las pequeñas empresas ni aspectos como la tasa de actividad y las horas trabajadas. En consecuencia, debe interpretarse como un indicador complementario, y no global, de las condiciones del mercado de trabajo.

Gráfico A

Peso de las grandes empresas en el empleo, por países de la zona del euro



Fuente: Estadísticas estructurales de las empresas de Eurostat.

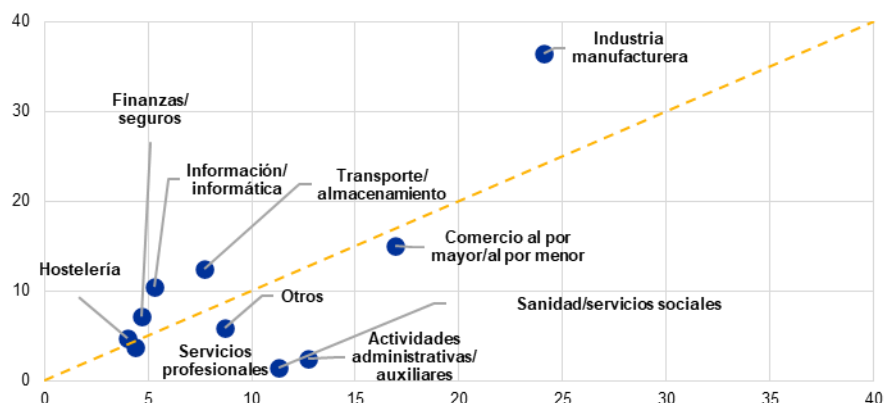
Notas: El gráfico muestra el peso en el empleo de las empresas con más de 250 empleados y de las empresas de entre 50 y 250 empleados, por países de la zona del euro. Los valores se refieren a las medias del período comprendido entre 2021 y 2024. Los países se ordenan en función del peso total.

La distribución sectorial de los anuncios registrados en el ERM proporciona información sobre dónde se concentran más las reestructuraciones a gran escala en el segmento de la economía cubierto por la base de datos, ofreciendo una dimensión descriptiva que complementa las estadísticas agregadas convencionales del mercado de trabajo (gráfico B). Utilizando como referencia los datos de las estadísticas estructurales de las empresas de Eurostat sobre la composición sectorial del empleo en las empresas más grandes, la industria manufacturera destaca como el sector donde se producen más reestructuraciones. Representa el 37 % del total de puestos de trabajo afectados por reestructuraciones, frente a un porcentaje del 24 % del empleo en empresas de 50 o más trabajadores². En cambio, el peso de los servicios sanitarios, sociales y administrativos en los puestos de trabajo afectados registrados en el ERM es notablemente menor que su peso en el empleo de las empresas más grandes. Dado que el ERM se basa en las reestructuraciones anunciadas en los medios de comunicación, es posible que se vean favorecidas las reestructuraciones amplias y visibles, así como los ajustes más bruscos. Dado que estos sesgos de comunicación pueden variar de un sector a otro, estas diferencias deben interpretarse con cautela.

² El umbral de 50 empleados se utiliza como la aproximación disponible más cercana en los datos de Eurostat, ya que no se publica ningún desglose para el umbral de 100 empleados. El ERM abarca todas las empresas con más de 250 empleados y un subconjunto de las que tienen entre 50 y 250 trabajadores.

Gráfico B

Distribución sectorial de las reestructuraciones anunciadas y del empleo en las grandes empresas



Fuentes: Eurofound, estadísticas estructurales de las empresas de Eurostat y cálculos del BCE.

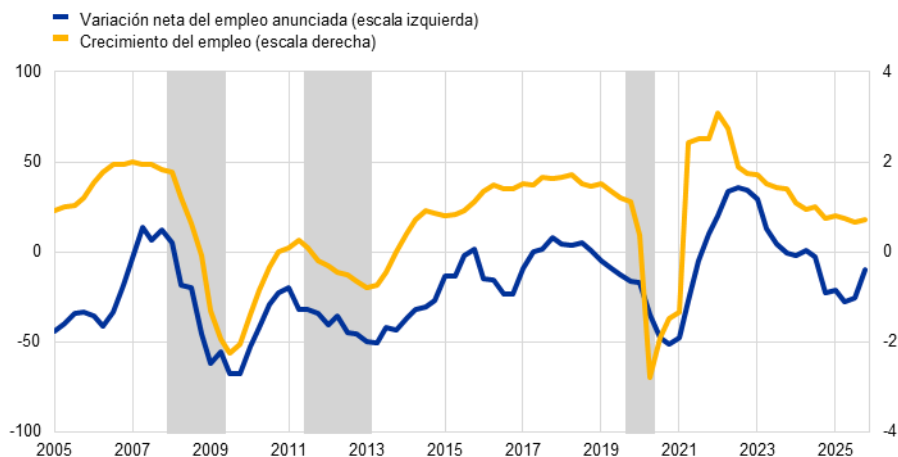
Notas: El eje vertical muestra la distribución sectorial de los puestos de trabajo afectados por anuncios de reestructuración registrados en el ERM y están incluidos todos los tipos de reestructuración. El eje horizontal indica la distribución sectorial del empleo en las empresas con 50 o más trabajadores. Se presentan los diez sectores más grandes y el resto se agrupa en «Otros». La línea discontinua es la línea de 45 grados, a lo largo de la cual el peso de las reestructuraciones de un sector iguala su peso en el empleo de las grandes empresas; los sectores que figuran por encima de la línea están sobrerrepresentados en las reestructuraciones con respecto a su peso en el empleo. Los datos se refieren a medias del período 2021-2024, que es el período más reciente para el que se dispone de datos de empleo por sectores obtenidos de las estadísticas estructurales de las empresas de Eurostat de manera sistemática y que son comparables entre países y sectores, tras los cambios realizados en años anteriores en las clasificaciones estadísticas y en la cobertura de los datos.

Partiendo de la diferencia entre los puestos de trabajo creados y destruidos, se puede calcular un indicador de la variación neta del empleo anunciada, que se mueve, en líneas generales, como el crecimiento del empleo en la zona del euro. El indicador de la variación neta del empleo se define como los puestos de trabajo creados, en términos desestacionalizados, menos los puestos de trabajo destruidos, ambos según los anuncios que se registran en el ERM. Utilizando datos a partir de 2005, la muestra contiene, en promedio, unas 190 observaciones por trimestre, que corresponden, aproximadamente, a una destrucción anunciada de 52.000 empleos y a una creación anunciada de 33.000 empleos. Las pérdidas de puestos de trabajo son, en promedio, superiores a las ganancias, a pesar de que el empleo agregado aumentó durante el período de la muestra. Esto refleja la forma de construir la base de datos, ya que los recortes de plantilla a gran escala suelen ser acontecimientos puntuales ampliamente difundidos que superan con facilidad los umbrales de registro en el ERM, mientras que la contratación de personal suele ser más gradual, es menos probable que reúna las condiciones para ser incluida en el ERM y atrae menos atención mediática. No obstante, si se expresa en media móvil de cuatro trimestres, el indicador de la variación neta del empleo muestra, en general, una correlación con el crecimiento del empleo en la zona del euro y, lo que es más importante, coincide con sus principales puntos de giro durante el período muestral (gráfico C).

Gráfico C

Crecimiento del empleo en la zona del euro y variación neta del empleo anunciada

(escala izquierda: miles de puestos de trabajo; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: Eurofound, Eurostat y cálculos del BCE.

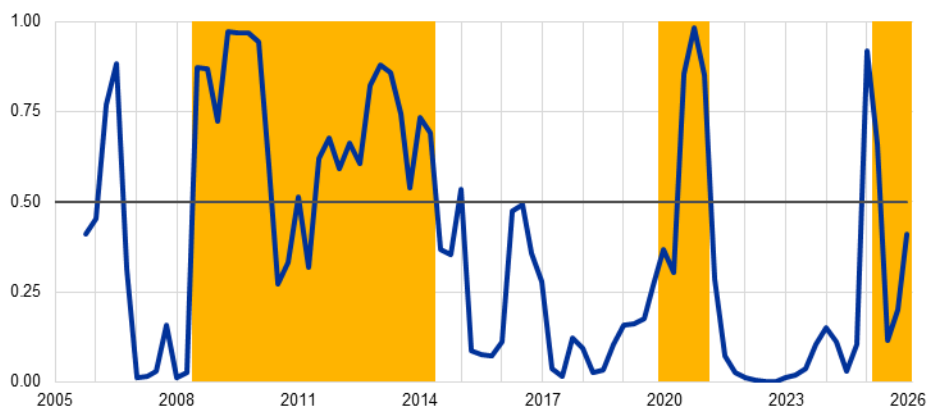
Notas: La variación neta del empleo desestacionalizada registrada en el ERM se muestra como media móvil de cuatro trimestres anteriores. El crecimiento del empleo en la zona del euro se presenta en tasa interanual. Las áreas sombreadas indican las recesiones de la zona del euro identificadas por la Euro Area Business Cycle Network del Centre for Economic Policy Research. Los datos abarcan el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el primer trimestre de 2026.

Un análisis basado en un modelo muestra que los anuncios de reestructuraciones contienen información adelantada significativa sobre la evolución del crecimiento del empleo en la zona del euro. Se aplica un modelo *probit* utilizando la variación neta del empleo anunciada para estimar la probabilidad de que el crecimiento interanual del empleo en la zona del euro caiga por debajo de su media muestral histórica. Al incorporar valores retardados del indicador de la variación neta del empleo, el modelo proporciona una fuente actualizada y complementaria de información sobre las condiciones del mercado de trabajo paralelamente a las estadísticas oficiales de empleo, contribuyendo así al seguimiento del retorno del ritmo de avance del empleo a niveles superiores a la media (gráfico D).

Gráfico D

Probabilidad prevista de un crecimiento del empleo inferior a la media en la zona del euro

(probabilidad)



Fuentes: Eurofound, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra la probabilidad prevista de que el crecimiento del empleo en la zona del euro sea inferior a la media a partir de un modelo *probit* en el que se utiliza la variación neta del empleo anunciada contemporánea, junto con tres retardos. El crecimiento inferior a la media se define como el avance interanual del empleo por debajo de la media muestral histórica del 0,7 %. Las áreas sombreadas de color amarillo indican trimestres en los que se observó un crecimiento del empleo inferior a la media. La línea horizontal marca un umbral de probabilidad de 0,5. Los datos abarcan el período comprendido entre el primer trimestre de 2005 y el primer trimestre de 2026.

Los anuncios recientes de reestructuraciones sugieren que es posible que el crecimiento del empleo se mantenga por debajo de su media histórica en el primer semestre de 2026. La tasa de avance del empleo en la zona del euro se ha ralentizado hasta situarse alrededor o por debajo de su media histórica desde mediados de 2025, mientras que las probabilidades —basadas en el modelo mencionado— de un crecimiento del empleo inferior a la media también aumentaron a lo largo del año. Aunque estas probabilidades son algo volátiles, señalan que continúa siendo probable que el crecimiento sea inferior a la media en el primer trimestre de 2026, en consonancia con la tasa de avance interanual del empleo observada del 0,6 %. Los datos correspondientes a abril y a mayo apuntan a la probabilidad de que el crecimiento del empleo siga siendo débil en el segundo trimestre, aunque con un saldo de anuncios de reestructuraciones algo más positivo. Por países, Francia y España son los principales impulsores de esta mejora, dada la variación neta del empleo positiva en ambas economías. En Alemania, la reducción de puestos de trabajo continúa siendo mayor que la creación de empleo. A nivel sectorial, la contribución del sector de información/informática, junto con el de Administraciones Públicas y el de defensa, sigue siendo positiva. En cambio, la industria manufacturera está desplazándose a una posición neta más negativa, ya que los puestos de trabajo destruidos están superando cada vez más a los creados en comparación con el saldo prácticamente neutral observado en el primer trimestre.

Bibliografía

Fundación Europea para la Mejora de las Condiciones de Vida y de Trabajo (Eurofound) (2025), «[European Restructuring Monitor \(ERM\)](#)».

C. Litardi y E. Brattlund (2025), «[European Restructuring Monitor: The database and its methodology](#)», *Working Paper*, n.º WPEF25058, Fundación Europea para la Mejora de las Condiciones de Vida y de Trabajo (Eurofound), 18 de septiembre.

Comisión Europea, Dirección-General de Empleo, Asuntos Sociales e Inclusión (2025), «[Labour Market and Wage Developments in Europe 2025](#)», Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, Luxemburgo.

¿Qué ha mantenido la inflación de los bienes en niveles bajos? El papel de la exposición a las importaciones de China

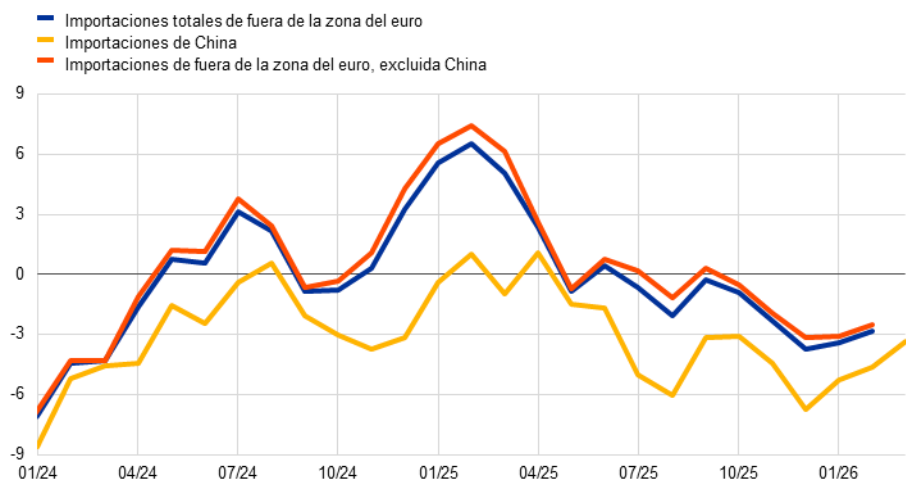
Pablo Anaya Longaric, Claudia Esposito, Vanessa Gunnella, Noémie Lecourt, Catalina Martínez Hernández y Giacomo Pongetti

Desde la segunda mitad de 2025, los precios de las importaciones procedentes de China han ido disminuyendo en términos interanuales, lo que ha ejercido presión a la baja sobre la inflación de los bienes de la zona del euro. Los precios de las importaciones provenientes del país asiático cayeron un 3,3 % en tasa interanual en marzo de 2026, tras registrar un descenso del 4,6 % en febrero. Esta caída fue mucho mayor que la de los precios de las importaciones totales de fuera de la zona del euro y que la de los precios de las importaciones procedentes de países distintos de China, que, en este último caso, se redujeron un 2,4 % interanual en febrero de 2026 (gráfico A). Al mismo tiempo, el peso de China en las importaciones de fuera de la zona del euro ha pasado del 14 % al 17 % desde 2024, respaldado por la creciente competitividad de los productos chinos. La elevada exposición a los flujos comerciales provenientes de ese país y la disminución de los precios de algunos bienes de consumo han contribuido a mantener contenida la inflación de los bienes industriales no energéticos (BINE) de la zona del euro. En este recuadro se analiza cómo el aumento de las importaciones de la zona del euro procedentes de China, así como sus precios relativamente bajos y en descenso, están afectando a la inflación de los bienes de la zona¹.

Gráfico A

Precios de importación en la zona del euro

(puntos porcentuales interanuales)



Fuente: Eurostat.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2026 para las importaciones totales de fuera de la zona del euro y las importaciones de fuera de la zona del euro, excluida China, y a marzo de 2026 para las importaciones de China.

¹ Véanse Di Sano *et al.* (2023), Boeckelmann *et al.* (2025) y Al-Haschimi *et al.* (2025).

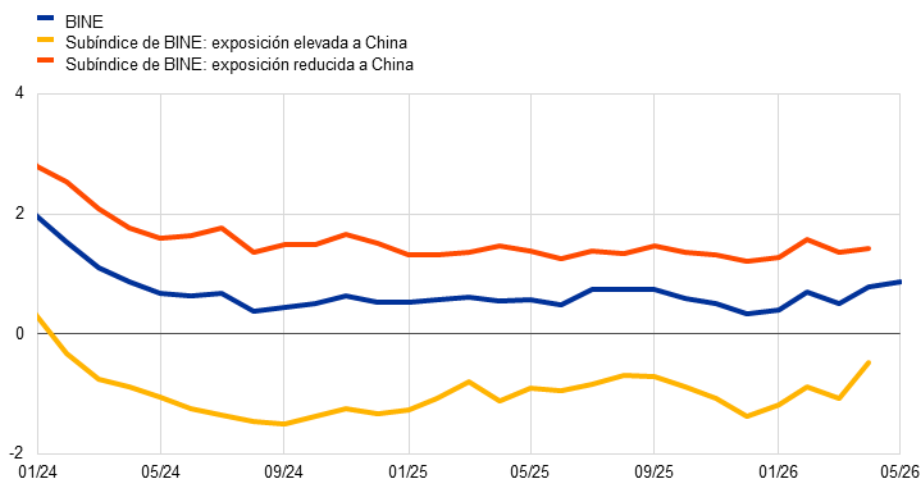
Los bienes de consumo de la zona del euro que dependen en gran medida de las importaciones procedentes de China han mostrado una dinámica de precios relativamente contenida en fechas recientes. La debilidad de esta tendencia se refleja en un subíndice de BINE que se centra en los componentes con una exposición elevada en términos relativos a las importaciones chinas, es decir, partidas en las que el peso del contenido importador de ese país es superior a la mediana. La tasa de variación de los precios de estos bienes con exposición a China ha sido sistemáticamente inferior a la inflación del total de bienes, a diferencia de la dinámica de inflación más alta observada en el subíndice de BINE que recoge los bienes con una exposición reducida al país asiático (panel a del gráfico B). En 2025, los precios de importación de los componentes en los que aumentó el peso de las importaciones de China (como bicicletas, herramientas, electrodomésticos, muebles, artículos textiles, y equipos de información y comunicaciones) experimentaron descensos especialmente pronunciados. Estos componentes (puntos amarillos del panel b del gráfico B) registraron, en promedio, tasas de inflación más bajas que otros bienes y, en la mayoría de los casos, dichas tasas se mantuvieron por debajo de sus medias históricas. Sin embargo, en las distintas categorías de bienes, no existe una correlación contemporánea clara entre el crecimiento de los precios de las importaciones procedentes de China y la inflación de los BINE, probablemente debido a fricciones como los efectos retardados del tipo de cambio, los ajustes de los márgenes, los precios regulados y las rigideces en la demanda que afectan a los mercados de productos de diferentes maneras. Para tener en cuenta esta heterogeneidad, el análisis adopta un enfoque granular por componente, que modeliza por separado la tasa de variación de los precios de cada una de las partidas de los BINE.

Gráfico B

Nexo entre la inflación de los bienes de la zona del euro y las importaciones de China

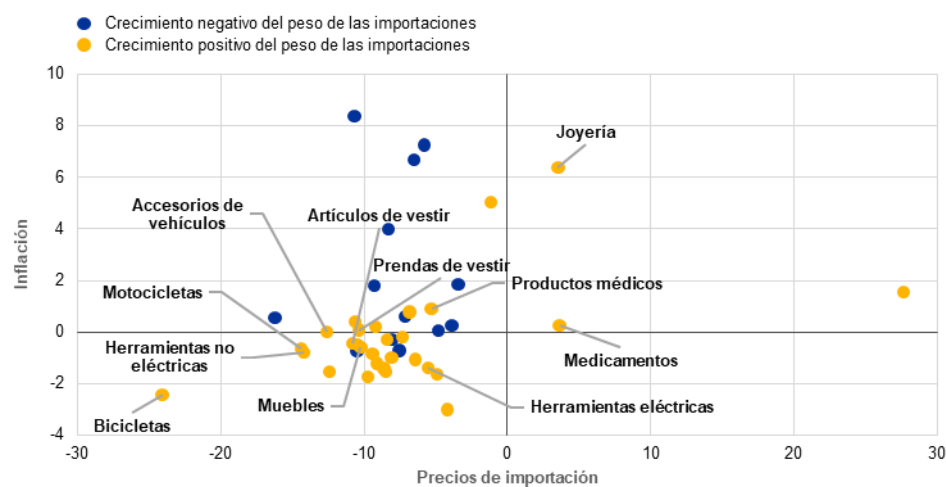
a) Inflación de los BINE y componentes con una exposición elevada a China

(tasas de crecimiento interanual)



b) Inflación de los BINE, peso en las importaciones totales y tasa de variación de los precios de las importaciones

(porcentajes)



Fuentes: Panel a: Eurostat, Trade Data Monitor y cálculos del BCE. Panel b: Trade Data Monitor, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: Los subíndices de BINE son la suma ponderada de la tasa de variación de los precios de los bienes en aquellos componentes con una exposición elevada o reducida a las importaciones de China (por encima o por debajo de la mediana), respectivamente. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026. Panel b: Ambos ejes muestran la desviación interanual con respecto a la tendencia de largo plazo anterior a la pandemia. El gráfico incluye todos los componentes correspondientes a la inflación de los BINE, con la excepción del suministro de agua, para el que no hay importaciones. Las variaciones del peso de las importaciones de China se calculan sobre la base de los últimos doce meses en comparación con 2023. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2026 (estimación de avance) para la inflación de los BINE, a abril de 2026 para los subíndices de BINE y a febrero de 2026 para el peso de las importaciones y los precios de importación.

La evidencia empírica indica que la traslación de los precios de las importaciones procedentes de China es muy heterogénea entre los componentes incluidos en la inflación de los BINE.

Se utiliza un modelo de vectores autorregresivos bayesianos para 39 partidas de los BINE para las que se dispone de datos sobre los precios de las importaciones provenientes de China, y el modelo identifica perturbaciones en los precios de importación en los distintos

sectores para los componentes correspondientes de los BINE². Los sectores se clasifican como «sensibles a China» cuando las tasas de variación de los precios de los BINE responden de forma significativa a estas perturbaciones. De 39 partidas de bienes, la figura A muestra los efectos de 21 de ellas que responden significativamente a perturbaciones en los precios de las importaciones de China, que explican alrededor de la mitad de la cesta total de BINE, sobre la base de las ponderaciones del IAPC para 2026. Los resultados sugieren que el efecto máximo de una caída del 10 % en el crecimiento de los precios sectoriales de las importaciones de China sería una disminución de 0,1-0,7 puntos porcentuales en la inflación de los bienes en los sectores más sensibles (productos subrayados de la figura A), es decir, muebles, pequeños electrodomésticos, artículos textiles para el hogar, cristalería y vajillas, y grandes electrodomésticos. Muchas de ellas son partidas con una exposición relativamente elevada al contenido importador de China. Sin embargo, existen otros componentes con una exposición menor que también son sensibles a las perturbaciones en los precios de las importaciones procedentes de China, lo que sugiere que este país podría influir en los precios de la zona del euro a través de canales indirectos —como precios más bajos mediante la reorientación del comercio desde otros países—, o de una mayor competencia de los productores chinos en los mercados mundiales. El extremo superior de estas estimaciones es acorde, en general, con una estimación aproximada del impacto de la evolución de los precios de importación en China, dado el peso de los flujos comerciales provenientes de este país en la cesta de BINE y suponiendo una traslación completa³. La velocidad del ajuste varía según los componentes, y las respuestas van aumentando gradualmente, alcanzándose el mayor impacto negativo una vez transcurridos entre 9 y 18 meses.

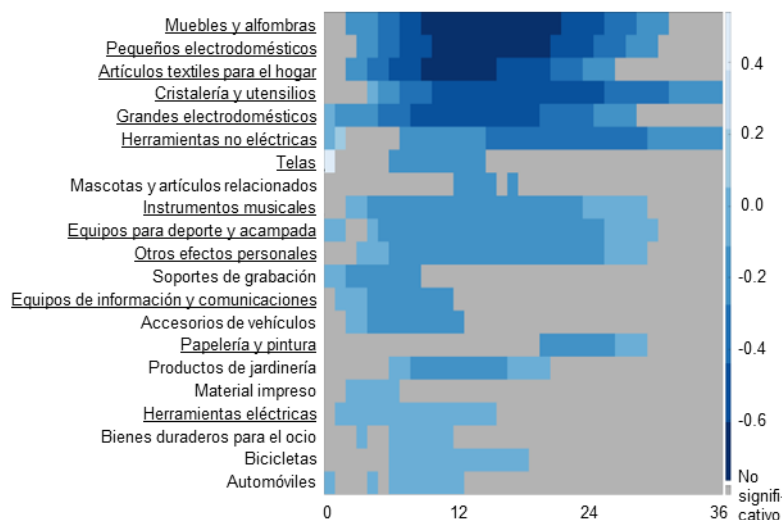
² Cada modelo granular de vectores autorregresivos bayesianos, con Minnesota *priors* y colas gruesas (*fat tails*), incluye los precios del petróleo en euros, las condiciones económicas mundiales (de [Baumeister et al. 2022](#)), el tipo de cambio EUR/USD, índices granulares de valor unitario de las importaciones procedentes de China, la producción industrial y los BINE granulares. La perturbación granular en los precios de importación se identifica mediante un sistema de identificación recursivo siguiendo el orden anterior. Solo se utilizan 39 de las 44 partidas de BINE a nivel de cuatro dígitos de la COICOP, ya que no se dispone de los valores unitarios para las importaciones de China de suministro de agua, equipos de teléfono móvil, medios audiovisuales, periódicos y revistas, ni de artículos devocionales. En conjunto, estas partidas excluidas representan el 4,6 % de la cesta de BINE.

³ Dado que las importaciones totales de fuera de la zona del euro explican en torno al 18 % de la cesta total de BINE (en torno al 32 % si se tienen en cuenta las contribuciones directas e indirectas) y que las importaciones de China representan aproximadamente el 24 % de los BINE de fuera de la zona, una caída del 10 % en los precios de las importaciones procedentes de China se traduciría en un descenso de 0,4-0,7 puntos porcentuales en la inflación de estos bienes.

Figura A

Mapa térmico de las funciones de impulso-respuesta de las partidas de BINE sensibles a perturbaciones granulares en los precios de las importaciones provenientes de China

(puntos porcentuales)



Fuentes: Cálculos del BCE, Eurostat, Statistical Data Warehouse, Trade Data Monitor, Baumeister *et al.* (2022) para el indicador de condiciones económicas mundiales.

Notas: El mapa térmico muestra la mediana de las funciones de impulso-respuesta de las partidas de BINE sensibles a perturbaciones en los precios de las importaciones procedentes de China en el mismo sector de las partidas de BINE, en un horizonte de hasta tres años. Las respuestas se normalizan con un descenso del 1 % en la inflación interanual de los precios de importación del componente correspondiente de los BINE. Las cifras negativas se representan en la escala de azules y los segmentos no significativos de las funciones de impulso-respuesta se muestran en gris, utilizando intervalos de credibilidad al 68 %. Las partidas con un elevado contenido importador de China aparecen subrayadas.

Las estimaciones del impacto de las perturbaciones en los precios de las importaciones procedentes de China que se obtienen de este análisis granular apuntan a una contribución cada vez más negativa, aunque contenida, a la inflación de los BINE en 2025 y a principios de 2026. La descomposición histórica de la inflación total de los BINE se construye agregando el impacto estimado de estas perturbaciones en los precios de importación sobre la inflación de los bienes individuales y aplicando las ponderaciones del IAPC. El efecto estimado de las perturbaciones en los precios de las importaciones de China ha sido persistentemente negativo y parece haber contribuido al descenso de la tasa de variación de los precios de los BINE en la segunda mitad de 2025 y en el primer trimestre de 2026 (gráfico C). Esto es coherente con el hecho de que los precios de las importaciones procedentes de China se mantuvieron por debajo de los de las importaciones de otros países y de que los componentes de los BINE con exposición al país asiático registraron una inflación negativa durante la mayor parte de 2025 (gráficos A y B). La descomposición histórica muestra que las perturbaciones en los precios de las importaciones de China redujeron la inflación de los BINE en torno a 0,27 puntos porcentuales en abril de 2026⁴. En cambio, estas perturbaciones realizaron una modesta contribución positiva, de alrededor de

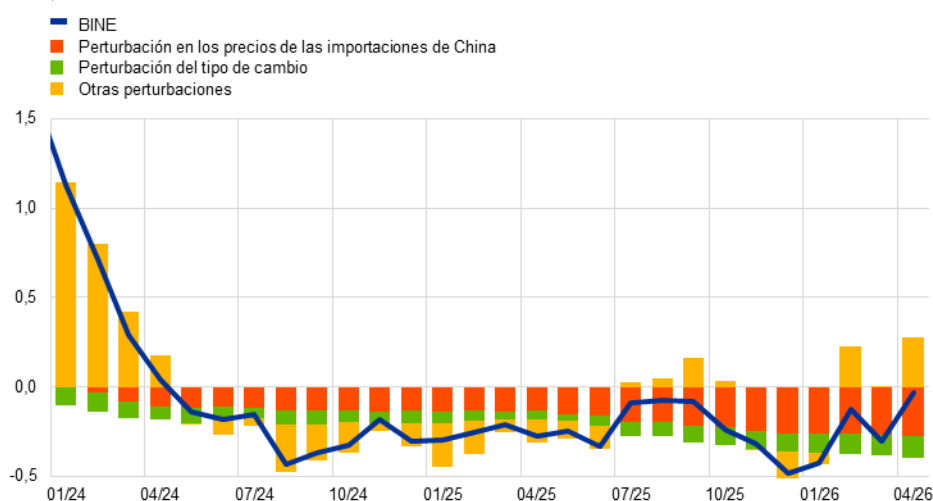
⁴ Aunque se dispone de datos granulares del IAPC hasta abril de 2026, los datos granulares de los precios de las importaciones de China solo están disponibles hasta febrero de 2026. Para cubrir esta laguna, las observaciones no disponibles para febrero y marzo de 2026 se extrapolaron utilizando un filtro de Kalman integrado en cada uno de los modelos granulares (véase la nota 2 a pie de página).

0,01 puntos porcentuales, en enero de 2024⁵. Una de las matizaciones de este ejercicio es que las citadas perturbaciones pueden reflejar, en parte, fluctuaciones de los tipos de cambio. El modelo reduce este riesgo de medición posicionando el tipo de cambio USD/EUR antes que los precios de las importaciones de China en el modelo, por lo que las variaciones de los precios de importación vinculadas a las fluctuaciones del dólar son capturadas primero por la perturbación específica del tipo de cambio. Esto es importante porque una gran parte de las importaciones de la zona del euro provenientes de ese país se facturan en dólares. La perturbación estimada del tipo de cambio debería absorber los efectos del tipo de cambio derivados de los movimientos cambiarios entre el dólar estadounidense y el euro. Por lo tanto, el resto de la perturbación en los precios de las importaciones de China capta las variaciones de precios que no pueden explicarse por las fluctuaciones de los tipos de cambio⁶.

Gráfico C

Descomposición histórica de la inflación total de los BINE

(tasas de variación interanual, contribución en puntos porcentuales en la desviación con respecto a la media y las condiciones iniciales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en modelos granulares de vectores autorregresivos bayesianos para los componentes de los BINE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026.

En general, los precios de las importaciones provenientes de China siguen siendo una importante fuente de presiones inflacionistas de origen externo para la zona del euro, aun cuando su efecto estimado sobre la tasa de variación de los precios de los bienes de consumo es limitado. Estos precios de importación han moderado cada vez más la inflación de los BINE, especialmente desde 2025. Varios factores sugieren que estas presiones desinflacionistas podrían persistir. Los precios de las importaciones de China podrían mantenerse relativamente contenidos debido al persistente exceso de capacidad, a la debilidad

⁵ Otras perturbaciones incluyen las que afectan a los precios del petróleo, las condiciones económicas mundiales, la producción industrial y la inflación de los BINE, todas ellas identificadas mediante una descomposición de Cholesky. El término «constante» refleja la contribución a la inflación de los BINE por su propio valor de estado estacionario.

⁶ Según los datos de Aduanas a nivel de empresa de Francia, el porcentaje de importaciones procedentes de China facturadas en renminbis es relativamente reducido (11 % en 2024).

de la demanda interna y a la depreciación del renminbi. También podría continuar registrándose cierta reorientación de las exportaciones chinas hacia fuera de Estados Unidos, lo que podría incrementar la oferta de bienes chinos en otros mercados, incluida la zona del euro. Sin embargo, están apareciendo señales de presiones al alza derivadas del aumento de los precios del petróleo y de los precios de producción en China, lo que podría respaldar cierta reflación.

Bibliografía

A. Al-Haschimi, N. Dvořáková, J. Le Roux y T. Spital (2025), «[El creciente superávit comercial de China: por qué las exportaciones aumentan mientras las importaciones se estancan](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.

C. Baumeister, D. Korobilis y T. K. Lee (2022), «[Energy Markets and Global Economic Conditions](#)», *The Review of Economics and Statistics*, 104(4), pp. 828-848.

L. Boeckelmann, L. Emter, V. Gunnella, K. Klieber y T. Spital (2025), «[China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe](#)», *The ECB blog*, BCE, 30 de julio.

M. Di Sano, G. Pongetti, T. Schuler y S. G. Toh (2023), «[Efectos de contagio de la reciente inflación negativa de China a la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.

7 Situación de liquidez y operaciones de política monetaria en el período comprendido entre el 11 de febrero y el 5 de mayo de 2026

Samuel Bieber y Christelle Puyo

Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el primer y el segundo período de mantenimiento de reservas de 2026. Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 11 de febrero y el 5 de mayo 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. Este descenso se vio compensado en parte por la disminución de los factores autónomos netos que incrementaron la liquidez en el sistema bancario.

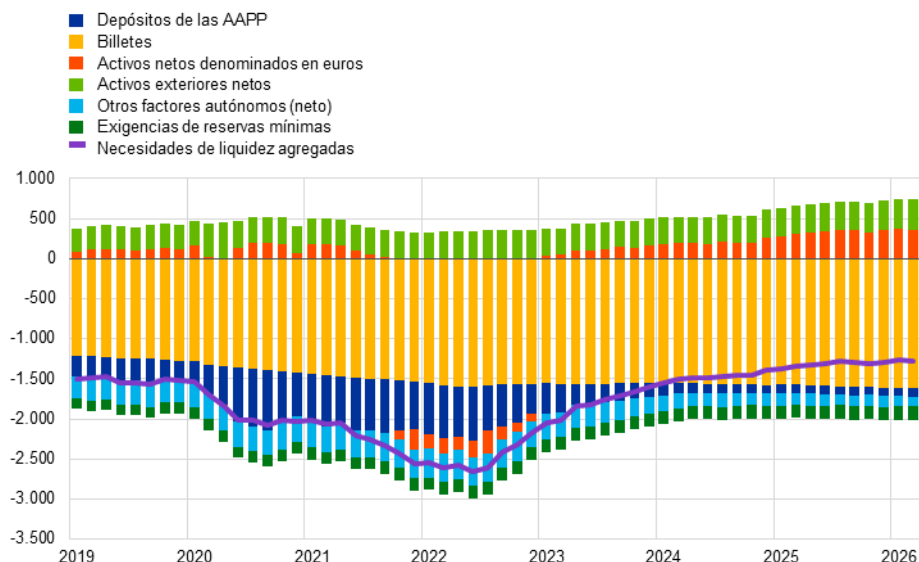
7.1 Necesidades de liquidez

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, disminuyeron 33 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.273 mm de euros (cuadro A). Esta disminución se debió a la reducción de los factores autónomos netos resultante del aumento de los factores autónomos de inyección de liquidez y de la estabilidad de los factores autónomos de absorción de liquidez (gráfico A). Sin embargo, el incremento de 3 mm de euros registrado en las exigencias de reservas mínimas, hasta un importe de 172 mm de euros, suavizó ligeramente el impacto de los factores autónomos sobre 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. Hay ocho períodos de mantenimiento al año, y el octavo abarca parte del siguiente año natural. Las últimas observaciones corresponden al segundo período de mantenimiento de 2026.

Los factores autónomos de inyección de liquidez aumentaron 35 mm de euros durante el período de referencia, debido principalmente a que los activos netos denominados en euros registraron un incremento de 28 mm de euros.

Este incremento obedeció a la disminución de los depósitos no relacionados con la política monetaria denominados en euros —que absorben liquidez— y al aumento de las inversiones no relacionadas con la política monetaria denominadas en euros, que inyectan liquidez. Asimismo, las tenencias de activos exteriores netos registraron un alza de 8 mm de euros.

Los factores autónomos de absorción de liquidez se mantuvieron estables durante el período de referencia. Los ligeros incrementos en el importe medio de los billetes en circulación (5 mm de euros) y en los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema (2 mm de euros) se vieron compensados por el descenso de los otros factores autónomos netos (-8 mm de euros).

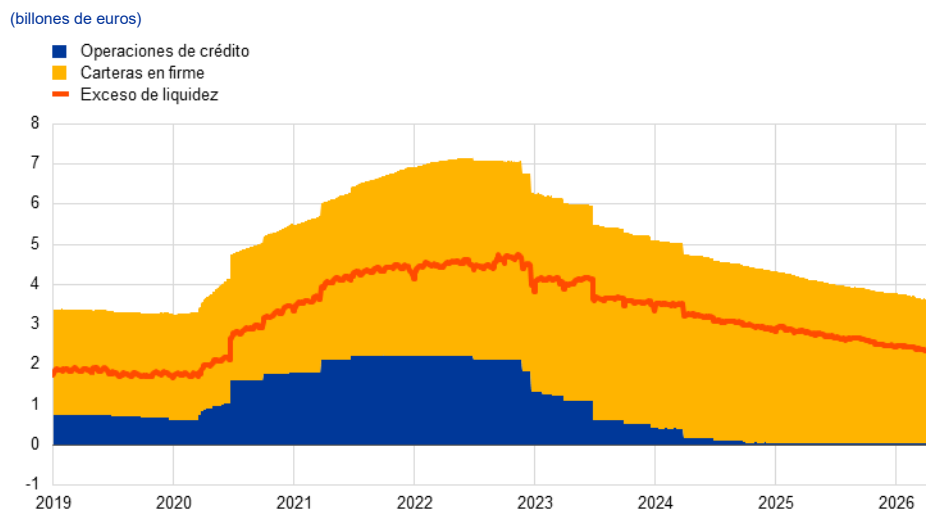
Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 145 mm de euros, hasta un importe de 3.632 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico B). Esta reducción se debió casi exclusivamente a la disminución de 144 mm de euros registrada en las carteras en firme mantenidas por el Eurosistema con fines de política monetaria, resultado de la amortización continua de los valores de las carteras del APP y del PEPP y de la ausencia de reinversiones. En consecuencia, la liquidez proporcionada por estas

carteras descendió hasta situarse en 3.608 mm de euros durante el período de referencia.

Gráfico B

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al segundo período de mantenimiento de 2026.

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito permaneció estable en 24 mm de euros durante el período de referencia. El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) y el de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses se mantuvieron sin variación en 13 mm de euros y 11 mm de euros, respectivamente. La participación en estas operaciones regulares sigue siendo limitada, lo que refleja la holgada posición de liquidez de las entidades de crédito y la amplia disponibilidad de fuentes de financiación de mercado alternativas. Sin embargo, el número de entidades que están sometiendo a pruebas operativas la viabilidad de su participación ha ido aumentando en 2026, lo que indica que están avanzando en su preparación operativa para acceder a estas operaciones a medida que el balance del Eurosistema continúa reduciéndose.

7.2 Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se redujo 112 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.358 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. Desde que alcanzó un máximo de

4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha disminuido de forma sostenida.

7.3 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, lo que se tradujo en un diferencial algo menos negativo con respecto al tipo de la facilidad de depósito. El €STR se situó, en promedio, 6,8 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito, en comparación con una media de 7 puntos básicos en el séptimo y el octavo 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 el €STR durante el período de referencia. En promedio, el tipo *repo* superó en 0,7 puntos básicos el tipo de interés de la facilidad de depósito, lo que supone un incremento marginal respecto al período de referencia anterior.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 11 de febrero de 2026 a 5 de mayo de 2026						Período de referencia anterior: 5 de noviembre de 2025 a 10 de febrero de 2026	
	Primer y segundo período de mantenimiento		Primer período de mantenimiento: 11 de febrero a 24 de marzo de 2026		Segundo período de mantenimiento: 25 de marzo a 5 de mayo de 2026		Séptimo y octavo período de mantenimiento	
Factores de inyección de liquidez								
Factores autónomos	740	(+35)	746	(+23)	735	(-11)	705	(-8)
- Activos exteriores netos	371	(+8)	369	(+4)	374	(+5)	364	(+8)
- Activos netos denominados en euros	369	(+28)	377	(+19)	361	(-16)	341	(-16)
Operaciones de política monetaria	3.632	(-145)	3.671	(-86)	3.592	(-79)	3.776	(-125)
- OPF	13	(-0)	11	(-4)	14	(+4)	13	(+4)
- OFPML	11	(+0)	11	(-1)	12	(+1)	11	(-1)
- Carteras en firme	3.608	(-144)	3.650	(-81)	3.566	(-84)	3.752	(-128)
- Otra provisión de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Factores de absorción de liquidez								
Factores autónomos	1.842	(-0)	1.844	(-9)	1.840	(-4)	1.842	(+9)
- Billetes en circulación	1.612	(+5)	1.607	(-8)	1.616	(+9)	1.607	(+15)
- Depósitos de las AA. PP.	104	(+2)	105	(+3)	103	(-3)	102	(-9)
- Otros factores autónomos (neto)	126	(-8)	132	(-4)	121	(-11)	134	(+2)
Operaciones de política monetaria								
- Otra absorción de liquidez	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)
Liquidez y facilidades permanentes								
- Cuentas corrientes de las entidades de crédito	177	(+3)	176	(+1)	178	(+2)	174	(+0)
- Exigencias de reservas mínimas ¹⁾	172	(+3)	171	(+2)	172	(+0)	169	(+1)
- Facilidad marginal de crédito	0	(-0)	0	(-0)	0	(+0)	0	(+0)
- Facilidad de depósito	2.353	(-112)	2.397	(-56)	2.308	(-89)	2.465	(-143)
- Exceso de liquidez ²⁾	2.358	(-112)	2.402	(-56)	2.315	(-87)	2.470	(-143)
Otra información relativa a la liquidez								
- Necesidades de liquidez agregadas ³⁾	1.273	(-33)	1.269	(-30)	1.277	(+8)	1.306	(+18)
- Factores autónomos netos ⁴⁾	1.102	(-35)	1.098	(-32)	1.105	(+7)	1.137	(+17)

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» se refiere a las operaciones principales de financiación y «OFPML» a las operaciones de financiación a plazo más largo. 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: 11 de febrero a 5 de mayo de 2026				Período de referencia anterior: 5 de noviembre de 2025 a 10 de febrero de 2026			
	Primer período de mantenimiento: 11 de febrero a 24 de marzo de 2026		Segundo período de mantenimiento: 25 de marzo a 5 de mayo de 2026		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	
OPF	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)	2,15	(+0,00)
Facilidad marginal de crédito	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)	2,40	(+0,00)
Facilidad de depósito	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)	2,00	(+0,00)
€STR	1,93	(+0,00)	1,93	(-0,00)	1,93	(+0,00)	1,93	(+0,00)
Índice RepoFunds Rate Euro	2,01	(+0,01)	2,01	(-0,00)	2,00	(+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.

La reducción de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en 2025

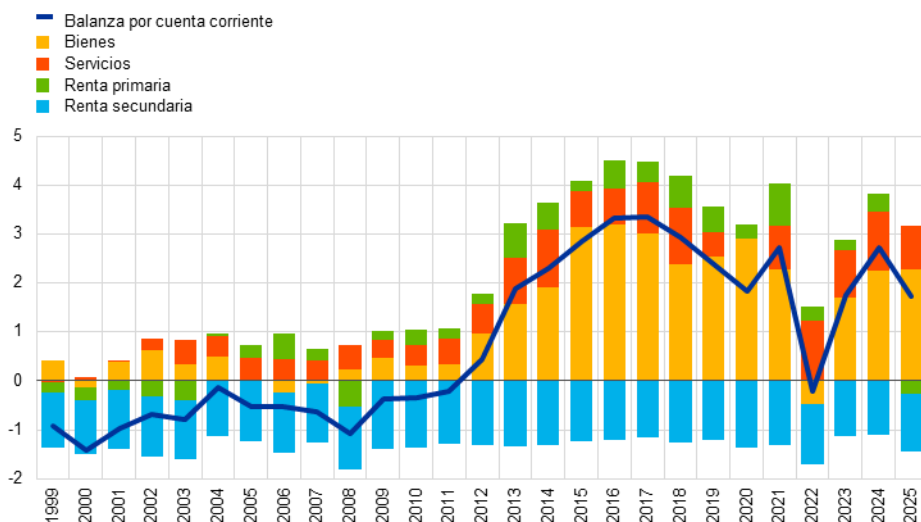
Lorenz Emter, Michael Fidora, Fausto Pastoris y Martin Schmitz

El superávit por cuenta corriente de la zona del euro se redujo notablemente en 2025 como consecuencia del impacto de los aranceles comerciales de Estados Unidos, las actividades de las empresas multinacionales estadounidenses, los cambios estructurales en el comercio mundial de bienes y el aumento de la inversión digital y relacionada con la inteligencia artificial (IA). El superávit disminuyó hasta situarse en el 1,7 % del PIB en 2025, desde el 2,7 % de 2024 (gráfico A). Si se excluye el período 2022-2023, marcado por la perturbación energética después de la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia, este fue el superávit más bajo desde 2012, cuando la balanza por cuenta corriente de la zona del euro pasó de un déficit a un superávit tras la crisis de deuda soberana¹. En este recuadro se examinan los principales factores determinantes de la reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en 2025.

Gráfico A

Balanza por cuenta corriente de la zona del euro y componentes

(porcentajes del PIB)



Fuente: BCE.

El descenso del superávit por cuenta corriente de la zona del euro en 2025 se debió principalmente a la evolución de la balanza de servicios y de los flujos de rentas, más que a los intercambios comerciales de bienes. El superávit de la balanza de bienes aumentó ligeramente, desde el 2,2 % del PIB en 2024 hasta el 2,3 % en 2025. Por tanto, el superávit de la balanza por cuenta corriente se redujo, en gran medida, debido a las variaciones observadas en los componentes que no

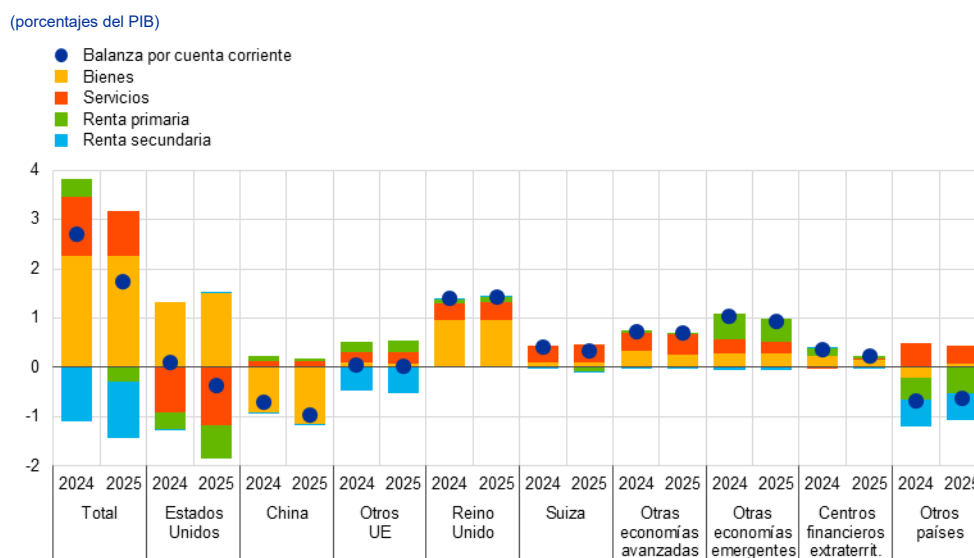
¹ Véase Emter *et al.* (2023).

son bienes, especialmente al cambio en la renta primaria, que pasó de registrar un superávit del 0,4 % del PIB a un déficit del 0,3 %, y al descenso del superávit de los servicios —del 1,2 % del PIB al 0,9 % del PIB—.

La reducción del superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro en 2025 obedeció fundamentalmente a la evolución con respecto a Estados Unidos y China (gráfico B). La balanza por cuenta corriente bilateral frente a Estados Unidos cambió notablemente y pasó de un superávit del 0,1 % del PIB en 2024 a un déficit del 0,4 % en 2025, pese al incremento del superávit observado en la balanza de bienes, como consecuencia de los mayores déficits registrados en los servicios y en la renta primaria de la zona del euro. El déficit por cuenta corriente de la zona del euro frente a China aumentó del 0,7 % del PIB en 2024 al 1 % en 2025, en consonancia con la ampliación del déficit de la balanza de bienes.

Gráfico B

Balanza por cuenta corriente de la zona del euro: desagregación geográfica



Fuente: BCE.

Notas: «Otros UE» incluye a los Estados miembros de la UE no pertenecientes a la zona del euro y a las instituciones y organismos de la UE que se considera que no pertenecen a la zona del euro, como la Comisión Europea y el Banco Europeo de Inversiones. «Otras economías avanzadas» comprende Australia, Canadá, Corea del Sur, Japón y Noruega. «Otras economías emergentes» incluye Arabia Saudí, Argentina, Brasil, India, Indonesia, México, Rusia, Sudáfrica y Turquía. «Otros países» incluye todos los países que no figuran en el gráfico, así como la información que ha quedado indeterminada geográficamente.

El cambio de un superávit a un déficit observado en la balanza por cuenta corriente de la zona del euro frente a Estados Unidos en 2025 está relacionado con las actividades de las multinacionales estadounidenses, cuyas filiales situadas en la zona del euro impulsaron el aumento de las exportaciones netas de bienes, pero generaron mayores déficits en servicios y rentas. El aumento del superávit de la balanza de bienes frente a Estados Unidos estuvo determinado, principalmente, por las exportaciones de productos farmacéuticos (gráfico C), una parte considerable de las cuales está vinculada a filiales de multinacionales estadounidenses residentes en la zona del euro, especialmente en

Irlanda². Cabe destacar que parte del crecimiento de las exportaciones también reflejó los acuerdos de fabricación por contrato, en virtud de los cuales los bienes se registran como exportaciones de la zona del euro en las estadísticas de balanza de pagos, aunque no se hayan producido físicamente en la zona, de conformidad con las normas estadísticas internacionales. Las estructuras de producción —tanto en el sector farmacéutico como en el tecnológico— de las filiales de multinacionales estadounidenses ubicadas en la zona del euro suelen depender de la propiedad intelectual que pertenece a sus matrices estadounidenses. Los cargos correspondientes se registran como importaciones de servicios de la zona del euro procedentes de Estados Unidos, mientras que los beneficios generados por las filiales estadounidenses se registran como pagos en la renta primaria (inversión extranjera directa). Las estimaciones basadas en Emter *et al.* (2025) sugieren que en torno al 40 % del superávit de la balanza de bienes de la zona del euro frente a Estados Unidos en 2025 estuvo asociado al comercio de las filiales de multinacionales estadounidenses situadas en la zona del euro, mientras que estas empresas representaron casi el 90 % del déficit de la balanza de servicios de la zona del euro. De hecho, Irlanda, donde se desarrolla una gran parte de la actividad de las multinacionales estadounidenses, contribuyó 0,3 puntos porcentuales del PIB a la reducción del superávit de la zona del euro entre 2024 y 2025, ya que los déficits de las balanzas de renta primaria y de servicios a países de fuera de la zona del euro aumentaron más que el superávit de la balanza de bienes. Al mismo tiempo, las exportaciones de maquinaria y productos manufacturados de la zona del euro a Estados Unidos disminuyeron en 2025, en parte como consecuencia del impacto de los aranceles comerciales estadounidenses anunciados en abril de 2025³. En general, esta evolución muestra que el impacto de los aranceles y de los cambios en las políticas comerciales sobre la balanza por cuenta corriente de la zona del euro no puede evaluarse únicamente a partir de los intercambios comerciales de bienes, especialmente cuando el comercio está determinado por las cadenas de suministro y los acuerdos de propiedad intelectual de las multinacionales.

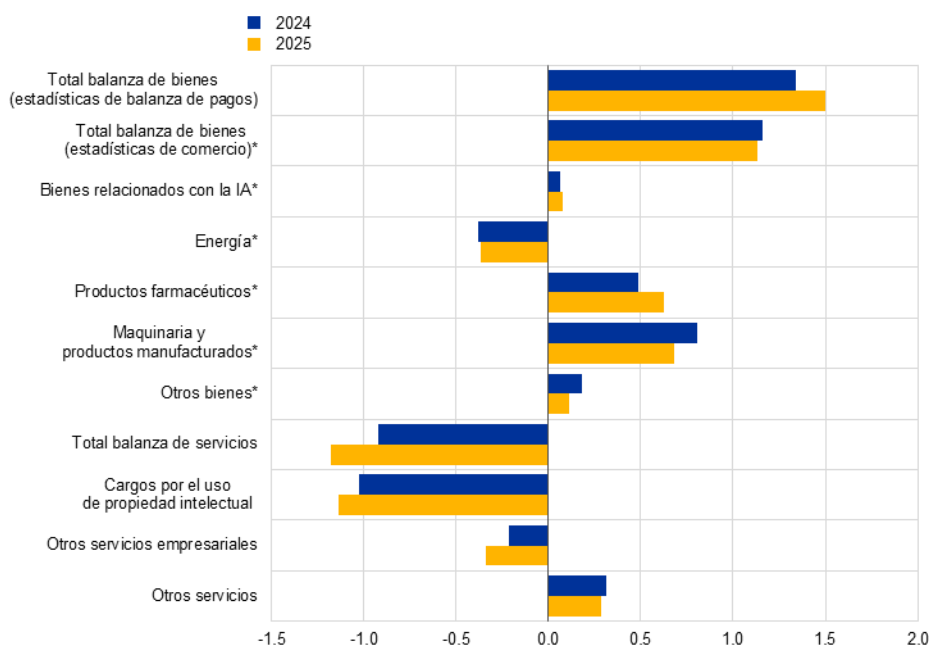
² Véase Emter *et al.* (2025).

³ Véase Schaefer *et al.* (2026).

Gráfico C

Balanzas comerciales de la zona del euro frente a Estados Unidos

(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Las series de datos marcadas con un asterisco (*) se refieren a las estadísticas de comercio internacional, mientras que el resto se obtiene de las estadísticas de balanza de pagos. La descomposición de la balanza de bienes por categorías de productos sigue la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional, Revisión 3. «Bienes relacionados con la IA» refleja una cesta de bienes relacionados con la construcción y el funcionamiento de infraestructuras de centros de datos de IA. La cesta la estiman expertos del BCE utilizando la base de datos COMEXT de Eurostat clasificados según la Nomenclatura Combinada a ocho dígitos (CN8), siguiendo la metodología de Waugh (2026).

El segundo factor importante que explica la reducción del superávit por cuenta corriente de la zona del euro está relacionado con la creciente competencia procedente de China.

La ampliación del déficit por cuenta corriente de la zona del euro frente a China se debió, principalmente, al mayor déficit comercial registrado en maquinaria y productos manufacturados (gráfico D). Esta evolución es acorde con la fuerte posición de China en las cadenas globales de suministro, el exceso de capacidad en un contexto de debilidad de la demanda interna y las políticas industriales no basadas en el mercado⁴. Estos factores se han traducido en una bajada de los precios de producción en China, lo que ha aumentado la competitividad de este país asiático en los mercados europeos, con un incremento de las importaciones reales cercano al 10 % en 2025. Las crecientes presiones competitivas, incluidas las originadas por las políticas estructurales chinas que promueven la autosuficiencia, en particular en los sectores de tecnología media y alta, también afectaron a la competitividad de las exportaciones de la zona del euro a China, que descendieron 0,3 puntos porcentuales del PIB de la zona, y a terceros mercados, en los que la zona está perdiendo cada vez más cuota de exportación frente a las empresas chinas, especialmente en los sectores de tecnología media⁵.

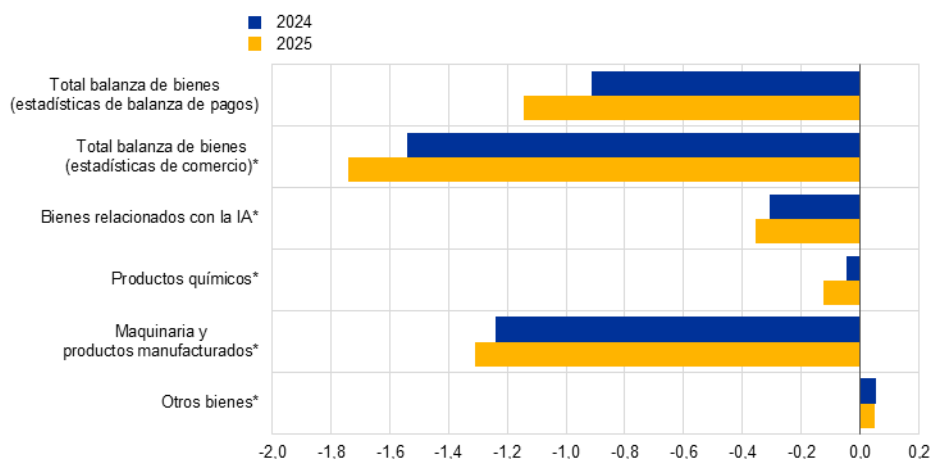
⁴ Véase Amicucci *et al.* (2026).

⁵ Véase Al-Haschimi *et al.* (2025).

Gráfico D

Balanza de bienes de la zona del euro frente a China

(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Véanse las notas del gráfico C.

El comercio de bienes relacionados con la IA tuvo un impacto relativamente limitado en la balanza de bienes de la zona del euro, mientras que es probable que la mayor adopción de soluciones vinculadas a la IA por parte de los clientes de la zona del euro haya contribuido al aumento de las importaciones de servicios de la zona. La zona del euro es un importador neto de bienes

necesarios para la producción y el funcionamiento de las infraestructuras de centros de datos de IA, y el déficit de estos productos se incrementó desde el 0,2 % del PIB en 2024 hasta alcanzar casi el 0,3 % en 2025, en parte debido al ascenso de las importaciones procedentes de China (gráfico D)⁶. Los bienes relacionados con la IA representaron alrededor del 13 % de las importaciones de bienes de la zona del euro y en torno al 9 % de las exportaciones en 2025, y su importancia ha crecido gradualmente en los últimos años⁷. La adopción de la IA también afecta a la cuenta corriente a través de las importaciones de servicios digitales, especialmente las procedentes de Estados Unidos, ya que la implantación de sistemas de IA también requiere *software*, capacidad de computación en la nube, tratamiento de datos, acceso a modelos y propiedad intelectual. La ampliación de los déficits frente a Estados Unidos observados en los cargos por el uso de la propiedad intelectual y otros servicios empresariales es coherente con el incremento de los pagos por servicios digitales que permiten el uso de la IA⁸. Por otra parte, China y Taiwán son proveedores clave de *hardware* relacionado con la IA.

Desde la perspectiva del ahorro y la inversión, la reducción del saldo exterior de la zona del euro reflejó una disminución de la capacidad de financiación de las sociedades no financieras, acorde con las crecientes necesidades de

⁶ Los bienes relacionados con la IA se identifican sobre la base de Waugh (2026).

⁷ En Waugh (2026) se estima que los bienes relacionados con la IA representaron el 23 % de las importaciones totales de bienes en Estados Unidos en 2025, mientras que en Rice y Scally (2026) se estima que dichos bienes supusieron el 13 % de las importaciones totales de bienes en Irlanda en 2025.

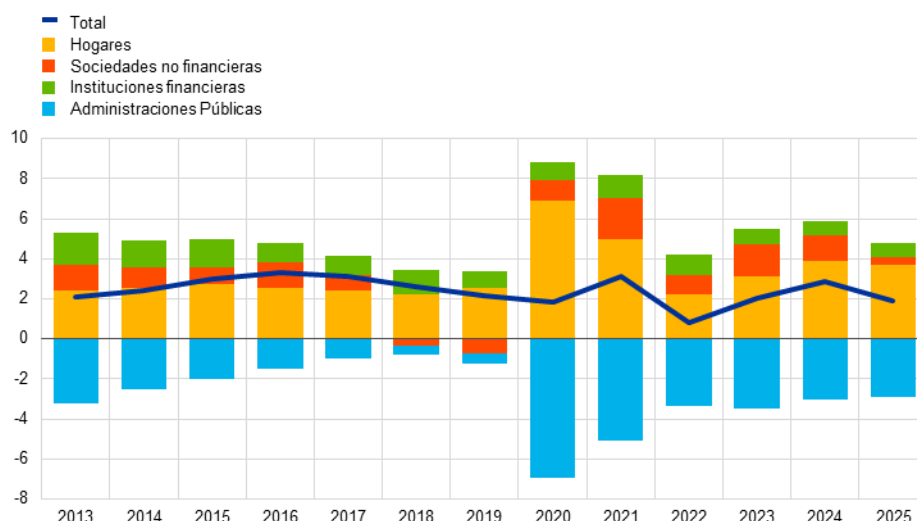
⁸ Véase Lane (2026).

inversión interna (gráfico E). El ahorro bruto de las empresas cayó del 12,3 % del PIB en 2024 al 11,7 % en 2025, mientras que su formación bruta de capital aumentó del 12 % al 12,3 %. Esto redujo la capacidad de financiación del sector empresarial⁹. En parte, esta evolución apunta a una mayor movilización del ahorro de la zona del euro hacia la inversión interna. Dado que la inversión digital de la zona del euro se aceleró en 2025, es probable que la inversión relacionada con la IA forme parte de este cambio¹⁰. Algunos gastos relacionados con la IA de empresas de la zona del euro se registran como inversión interna, elevando así la formación bruta de capital y reduciendo la capacidad de financiación. Otros pagos, como las comisiones recurrentes por el acceso a modelos, y las licencias de computación en la nube y de *software*, pueden tratarse como consumo intermedio, lo que reduce tanto los beneficios como el ahorro de las empresas.

Gráfico E

Capacidad/necesidad de financiación de la zona del euro

(porcentajes del PIB)



Fuentes: BCE y Eurostat.

Nota: «Hogares» incluye a instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.

Se espera que el superávit de la balanza por cuenta corriente de la zona del euro se mantenga por debajo de su nivel de 2024 a medio plazo.

Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026 apuntan a un nuevo descenso del superávit que se situará en torno al 1,3 % del PIB en 2026, a raíz de la subida de los precios de importación de la energía como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo, que irá seguido de una recuperación hasta alcanzar alrededor del 1,5 % en 2028. Las necesidades de inversión continuada, entre ellas las relacionadas con la digitalización, la IA, la defensa y la transición energética, lastrarían el saldo exterior. También es probable que la incertidumbre en torno a las políticas comerciales, incluida la relacionada con

⁹ A pesar de que la formación bruta de capital superó los ahorros brutos en 2025, las sociedades no financieras de la zona del euro siguieron siendo prestamistas netos en 2025 debido a las transferencias netas de capital del 0,9 % del PIB y a las ventas netas de activos no financieros producidos del 0,1 % del PIB.

¹⁰ Véase Andersson *et al.* (2026).

los aranceles comerciales de Estados Unidos, y la persistencia de las presiones competitivas procedentes de China sigan siendo factores importantes de contención del saldo por cuenta corriente de la zona del euro.

Bibliografía

A. Al-Haschimi, N. Dvořáková, J. Le Roux y T. Spital (2025), «[El creciente superávit comercial de China: por qué las exportaciones aumentan mientras las importaciones se estancan](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.

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

M. Andersson, S. Colombo, V. Jarvis y R. Morris (2026), «[Del ladrillo a los clics: evaluación de la inversión digital en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

L. Emter, M. Fidora, F. Pastoris y M. Schmitz (2023), «[The euro area current account after the pandemic and energy shock](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE.

L. Emter, M. Fidora, F. Pastoris, M. Schmitz y T. Schuler (2025), «[Las políticas comerciales de Estados Unidos y la actividad de las empresas multinacionales estadounidenses en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

P. R. Lane (2026), «[AI and the euro area economy](#)», discurso pronunciado en la ECB-SAFE-RCEA International Conference on the Climate-Macro-Finance Interface (3CMFI), 23 de marzo.

J. Rice y J. Scally (2026), «[AI-related imports, modified investment and the data centre build-out](#)», *Quarterly Bulletin*, n.º 2, Central Bank of Ireland.

S. Schaefer, L. Gerland y M. Tirpák (2026), «[¿Quién soporta los costes del aumento de los aranceles por parte de Estados Unidos?](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

M. E. Waugh (2026), «Trade in AI-Related Products», *NBER Working Paper*, n.º 35053, abril.

Artículo

1 La encuesta del BCE a analistas de política monetaria cumple cinco años: evolución y observaciones principales

Felix Hammermann y Martin Strukat

Introducción

La encuesta del Banco Central Europeo (BCE) a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) es una fuente de información valiosa para realizar el seguimiento de las expectativas de los participantes en los mercados financieros en relación con la política monetaria y las perspectivas macroeconómicas de la zona del euro. La SMA, iniciada como proyecto piloto en abril de 2019 y plenamente operativa desde junio de 2021, se lleva a cabo antes de cada reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno. Proporciona información estructurada sobre las opiniones de un panel representativo de instituciones financieras¹.

Durante los cinco últimos años, la SMA ha ayudado al BCE a entender la forma en que los participantes en los mercados interpretan la evolución macroeconómica, financiera y geopolítica. La información procedente de esta encuesta demostró ser particularmente valiosa durante la escalada de la inflación tras la pandemia y la fase de desinflación posterior. La recopilación sistemática de previsiones sobre la economía, los tipos de interés oficiales del BCE y el balance del BCE para distintos horizontes temporales, junto con preguntas relativas a la probabilidad de los resultados y evaluaciones cualitativas de los riesgos, ha otorgado a la SMA un papel fundamental en el análisis de las expectativas que se utiliza para la evaluación periódica de la política monetaria. El cuestionario y los resultados agregados de cada edición de la encuesta se publican en el [sitio web del BCE](#).

En este artículo se examina la evolución de la SMA en los cinco últimos años y la forma en que el BCE utiliza esta encuesta. En primer lugar, se documenta la evolución del panel y del cuestionario de la encuesta. En segundo lugar, se describe el uso analítico de la información de la SMA, tanto para el análisis económico y monetario periódico como, desde una perspectiva más estructural, para comprender mejor cómo se forman las expectativas. Por último, se evalúa la capacidad predictiva, el grado de desacuerdo entre los encuestados y la dispersión de las expectativas para las principales variables macroeconómicas.

¹ Para una descripción del diseño y la gobernanza de la SMA y la experiencia inicial en la fase piloto, véase Brand y Hutchinson (2021).

Conclusiones

Durante sus primeros cinco años de funcionamiento tras la finalización del proyecto piloto, la SMA se ha consolidado como una herramienta fundamental para el seguimiento y el análisis de las previsiones macroeconómicas y de las expectativas de política monetaria de los participantes en los mercados financieros. La ampliación y el reajuste sistemático del panel, así como la mejora del cuestionario y el establecimiento de un marco de gobernanza estructurado, han reforzado los fundamentos estadísticos de la encuesta y han mejorado su estabilidad, cobertura y representatividad.

La información procedente de la SMA se usa sistemáticamente con fines de política monetaria, tanto para preparar las reuniones del Consejo de Gobierno como para abordar cuestiones más estructurales. La encuesta sirve como referencia de las expectativas predominantes en los mercados, facilita la valoración de cómo las noticias y las comunicaciones del BCE se incorporan a las opiniones acerca de las perspectivas macroeconómicas y la trayectoria de la política monetaria, y contribuye a analizar la formación, revisión y dispersión de las expectativas de los participantes en los mercados más allá de los precios de mercado. El análisis presentado en este artículo muestra que, en general, las expectativas de la SMA son coherentes con los fundamentos macroeconómicos y reglas simples de política monetaria, y que, cuando se consideran como instrumento de previsión, ofrecen una precisión global comparable en líneas generales a la de las proyecciones elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE.

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

Estadísticas

Índice

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

Información adicional

Los datos publicados por el BCE pueden consultarse en el ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu>

Pueden consultarse cuadros detallados en la sección «Publications» del ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/publications>

Las definiciones metodológicas, las notas generales y las notas técnicas de los cuadros estadísticos se encuentran en la sección «Methodology» del ECB Data Portal:

<https://data.ecb.europa.eu/methodology>

En el glosario de estadísticas del BCE se incluyen explicaciones de los términos y abreviaturas:

<http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/glossa.en.html>

Signos y abreviaturas utilizados en los cuadros

- No existen datos/dato no aplicable
- .
- ...
- (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 ¹⁾ (tasas de variación entre períodos)						IPC (tasas de variación interanual)				
	G20	Estados Unidos	Reino Unido	Japón	China	Pro memoria: Zona del euro	Estados Unidos	Reino Unido (IAPC)	Japón	China	Pro memoria Zona del euro ²⁾ (IAPC)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2023	3,3	2,9	0,3	0,7	5,4	0,5	4,1	7,4	3,2	0,2	5,4
2024	3,2	2,8	1,0	-0,2	5,0	1,0	2,9	2,5	2,7	0,2	2,4
2025	3,3	2,2	1,4	1,1	5,0	1,4	.	3,4	3,2	0,1	2,1
2025 II TR	0,9	0,9	0,1	0,3	1,1	0,1	2,4	3,5	3,5	0,0	2,0
III TR	0,9	1,1	0,2	-0,6	1,1	0,3	2,9	3,8	2,9	-0,2	2,1
IV TR	0,7	0,1	0,2	0,2	1,2	0,2	.	3,4	2,7	0,6	2,1
2026 I TR	.	0,4	0,6	0,5	1,3	-0,2	2,7	3,1	1,4	0,8	2,0
2025 Dic	-	-	-	-	-	-	2,7	3,4	2,1	0,8	2,0
2026 Ene	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,5	0,2	1,7
Feb	-	-	-	-	-	-	2,4	3,0	1,3	1,3	1,9
Mar	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	1,5	1,0	2,6
Abr	-	-	-	-	-	-	3,8	2,8	1,4	1,2	3,0
May	-	-	-	-	-	-	.	.	.	.	3,2

Fuentes: Eurostat (col. 6.11), BPI (col. 7, 8, 9, 10) y OCDE (col. 1, 2, 3, 4, 5).

1) Datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar.

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

2 Actividad económica

2.1 PIB y componentes del gasto

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	PIB											
	Total	Demanda interna								Saldo exterior ¹⁾		
		Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Variación de existencias ²⁾	Total	Exportaciones ¹⁾	Importaciones ¹⁾
	Total				Total construcción	Total maquinaria	Productos de propiedad intelectual					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Precios corrientes (mm de euros)												
2023	14.765,3	14.236,4	7.807,8	3.115,2	3.239,2	1.650,8	942,9	639,0	74,2	-528,9	7.437,9	6.909,0
2024	15.353,3	14.686,2	8.100,4	3.279,3	3.223,3	1.640,2	941,7	635,2	83,2	-667,1	7.553,1	6.886,1
2025	15.951,9	15.334,8	8.388,9	3.430,4	3.384,8	1.698,1	972,9	707,1	130,8	-617,1	7.750,9	7.133,8
2025 II TR	3.970,5	3.810,0	2.087,9	851,5	835,6	421,8	241,3	170,8	35,0	-160,5	1.929,1	1.768,6
III TR	4.002,0	3.851,5	2.102,8	861,5	849,9	426,7	245,3	176,2	37,3	-150,5	1.938,1	1.787,6
IV TR	4.042,5	3.900,5	2.125,9	876,9	862,7	434,5	249,3	177,1	35,0	-142,1	1.934,8	1.792,7
2026 I TR	4.055,0	3.918,9	2.147,6	879,7	863,9	432,3	250,2	179,7	27,6	-136,2	1.952,9	1.816,8
<i>en porcentaje del PIB</i>												
2025	100,0	96,1	52,6	21,5	21,2	10,6	6,1	4,4	0,8	-3,9	-	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
<i>tasas de variación intertrimestral</i>												
2025 II TR	0,1	0,4	0,3	0,4	-1,4	0,2	1,0	-8,2	-	-	-0,7	-0,2
III TR	0,3	0,6	0,2	0,7	1,2	0,4	1,3	3,1	-	-	0,7	1,4
IV TR	0,2	0,6	0,4	0,6	0,8	1,2	1,2	-0,6	-	-	-0,6	0,3
2026 I TR	-0,2	0,1	0,2	0,5	-0,3	-1,2	0,1	1,4	-	-	-0,2	0,5
<i>tasas de variación interanual</i>												
2023	0,5	0,1	0,5	1,5	2,6	1,1	3,0	6,2	-	-	-1,2	-2,0
2024	1,0	0,7	1,3	2,3	-2,4	-2,6	-1,7	-3,1	-	-	0,6	0,0
2025	1,4	2,0	1,4	1,4	3,0	1,2	2,0	9,3	-	-	2,1	3,5
2025 II TR	1,6	2,5	1,7	1,2	3,6	1,0	0,6	16,1	-	-	0,8	2,7
III TR	1,4	1,8	1,3	1,3	3,3	2,1	3,7	5,7	-	-	2,9	3,8
IV TR	1,2	2,0	1,3	1,5	3,3	2,6	3,6	4,5	-	-	2,1	3,8
2026 I TR	0,3	1,7	1,1	2,3	0,3	0,6	3,6	-4,7	-	-	-0,9	1,9
<i>contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del PIB; puntos porcentuales</i>												
2025 II TR	0,1	0,4	0,1	0,1	-0,3	0,0	0,1	-0,4	0,5	-0,3	-	-
III TR	0,3	0,6	0,1	0,1	0,3	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	-	-
IV TR	0,2	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,4	-	-
2026 I TR	-0,2	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-	-
<i>contribuciones a las tasas de variación interanual del PIB; puntos porcentuales</i>												
2023	0,5	0,1	0,3	0,3	0,6	0,1	0,2	0,3	-1,1	0,4	-	-
2024	1,0	0,7	0,7	0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,3	-	-
2025	1,4	1,9	0,8	0,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,2	-0,5	-	-
2025 II TR	1,6	2,4	0,9	0,3	0,8	0,1	0,0	0,6	0,5	-0,8	-	-
III TR	1,4	1,7	0,7	0,3	0,7	0,2	0,2	0,2	0,0	-0,3	-	-
IV TR	1,2	1,9	0,7	0,3	0,7	0,3	0,2	0,2	0,2	-0,7	-	-
2026 I TR	0,3	1,6	0,6	0,5	0,1	0,1	0,2	-0,2	0,5	-1,3	-	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

1) Las exportaciones y las importaciones comprenden bienes y servicios, incluido el comercio transfronterizo dentro de la zona del euro.

2) Incluidas adquisiciones menos cesiones de objetos valiosos.

2 Actividad económica

2.2 Valor añadido por ramas de actividad

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

	Valor añadido bruto (precios básicos)											Impuestos sobre los productos menos subvenciones sobre los productos
	Total	Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufacturera y suministro de energía eléctrica, gas y agua	Construcción	Comercio, transporte y hostelería	Información y comunicaciones	Actividades financieras y de seguros	Actividades inmobiliarias	Actividades profesionales, administrativas y servicios auxiliares	Administración pública, educación, actividades sanitarias y de servicios sociales	Actividades artísticas, de entretenimiento y otros servicios	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Precios corrientes (mm de euros)												
2023	13.356,4	225,3	2.638,9	713,6	2.489,7	705,2	605,0	1.482,7	1.613,1	2.469,4	413,5	1.408,9
2024	13.823,0	235,3	2.621,8	729,6	2.581,4	741,6	642,0	1.535,8	1.685,6	2.614,2	435,7	1.530,3
2025	14.332,5	246,4	2.712,4	761,5	2.660,2	776,3	664,4	1.569,1	1.744,8	2.745,5	452,0	1.619,4
2025 II TR	3.569,4	62,2	676,9	190,2	663,7	192,3	163,8	391,1	433,5	682,8	112,9	401,1
III TR	3.592,8	62,6	672,7	191,7	667,7	195,1	167,4	393,4	439,5	689,0	113,7	409,2
IV TR	3.633,3	60,8	682,8	194,0	673,2	198,3	169,4	397,5	443,3	699,8	114,3	409,2
2026 I TR	3.637,9	59,3	672,7	194,4	679,3	198,4	172,6	399,4	445,6	701,0	115,1	417,1
en porcentaje del valor añadido												
2025	100,0	1,7	18,9	5,3	18,6	5,4	4,6	10,9	12,2	19,2	3,2	-
Volúmenes encadenados (precios del año anterior)												
tasas de variación intertrimestral												
2025 II TR	0,1	-0,5	0,2	0,1	0,4	0,4	-1,0	0,1	0,2	0,0	0,0	-0,1
III TR	0,3	0,6	-0,1	0,2	0,3	1,3	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	-0,1
IV TR	0,1	0,1	-0,2	0,2	0,1	0,8	0,7	0,3	0,0	0,2	0,0	0,5
2026 I TR	-0,3	0,0	-2,5	-0,5	0,3	0,4	-0,4	0,5	0,4	0,2	0,5	0,4
tasas de variación interanual												
2023	0,7	-2,9	-1,6	1,8	-0,2	7,1	-2,9	2,2	1,8	1,1	3,7	-1,7
2024	1,0	0,1	-0,2	-1,3	1,1	2,8	1,6	1,0	1,5	1,8	1,9	0,9
2025	1,4	2,1	2,3	0,6	1,5	3,3	0,1	0,9	0,8	1,1	0,3	1,5
2025 II TR	1,5	2,2	3,1	0,5	1,6	3,5	-0,5	1,0	0,4	1,1	0,7	2,6
III TR	1,5	2,6	2,4	1,3	1,6	3,3	0,2	1,0	0,8	1,1	-0,6	1,0
IV TR	1,3	2,0	1,9	1,6	1,4	3,3	0,7	0,9	1,0	0,8	0,5	0,0
2026 I TR	0,3	0,2	-2,6	0,1	1,1	2,8	-0,2	1,1	1,1	0,8	0,7	0,7
contribuciones a las tasas de variación intertrimestral del valor añadido; puntos porcentuales												
2025 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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
2026 I TR	-0,3	0,0	-0,5	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-
contribuciones a las tasas de variación interanual del valor añadido; puntos porcentuales												
2023	0,7	-0,1	-0,3	0,1	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,1	-
2024	1,0	0,0	0,0	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,1	-
2025	1,4	0,0	0,4	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
2025 II TR	1,5	0,0	0,6	0,0	0,3	0,2	0,0	0,1	0,0	0,2	0,0	-
III TR	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-
IV TR	1,3	0,0	0,4	0,1	0,3	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	-
2026 I TR	0,3	0,0	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,0	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

2 Actividad económica

2.3 Empleo¹⁾

(datos trimestrales desestacionalizados; datos anuales sin desestacionalizar)

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

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2 Actividad económica

2.4 Población activa, desempleo y vacantes

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	Población activa, millones	Sub-empleo, % de la población activa	Desempleo ¹⁾										Tasa de vacantes ³⁾	
			Total		Desempleo de larga duración, % de la población activa ²⁾	Por edad				Por sexo				
			Millones	% de la población activa		Adultos		Jóvenes		Masculino		Femenino		
						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	
% of total in 2025			100,0			78,7		21,3		51,6		48,4		
2023	172,764	2,9	11,296	6,6	2,4	8,990	5,7	2,306	14,5	5,712	6,2	5,584	6,9	3,0
2024	174,343	2,8	11,054	6,4	2,1	8,715	5,5	2,339	14,6	5,666	6,1	5,388	6,6	2,6
2025	175,842	2,8	11,158	6,4	2,1	8,779	5,5	2,379	14,9	5,754	6,2	5,404	6,6	2,3
2025 II TR	175,831	2,8	11,221	6,4	2,1	8,871	5,6	2,351	14,7	5,833	6,2	5,388	6,5	2,2
III TR	175,923	2,8	11,270	6,4	2,0	8,885	5,6	2,384	14,9	5,807	6,2	5,463	6,6	2,1
IV TR	176,187	2,8	11,037	6,3	2,0	8,628	5,4	2,410	15,1	5,707	6,1	5,330	6,5	2,3
2026 I TR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,2
2025 Nov	-	-	11,083	6,3	-	8,686	5,4	2,397	15,1	5,759	6,1	5,325	6,5	-
Dic	-	-	11,082	6,3	-	8,688	5,4	2,394	15,1	5,734	6,1	5,349	6,5	-
2026 Ene	-	-	11,055	6,3	-	8,666	5,4	2,388	15,1	5,704	6,1	5,350	6,5	-
Feb	-	-	11,221	6,4	-	8,818	5,5	2,403	15,1	5,764	6,2	5,457	6,6	-
Mar	-	-	11,159	6,3	-	8,772	5,5	2,387	15,1	5,711	6,1	5,448	6,6	-
Abr	-	-	11,075	6,3	-	8,738	5,4	2,338	14,7	5,669	6,0	5,407	6,5	-

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

2) Sin desestacionalizar.

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

2.5 Estadísticas de actividad a corto plazo

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

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

1) Excluidos comercio y servicios financieros.

2 Actividad económica

2.6 Encuestas de opinión

(datos desestacionalizados)

	Encuestas de opinión de la Comisión Europea (saldos netos, salvo indicación en contrario)							
	Indicador de sentimiento económico (media a largo plazo = 100)	Industria manufacturera		Indicador de confianza de los consumidores	Indicador de confianza de la construcción	Indicador de confianza del comercio al por menor	Ramas de servicios	
		Indicador de confianza de la industria	Utilización de la capacidad productiva (%)				Indicador de confianza de los servicios	Utilización de la capacidad productiva (%)
	1	2	3	4	5	6	7	8
1999-22	118,3	14,3	60,0	-4,7	7,5	4,8	17,1	.
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 III TR	96,0	-9,9	77,8	-13,6	-3,0	-6,7	3,9	89,9
IV TR	97,1	-8,5	77,9	-12,9	-1,5	-6,5	4,9	89,9
2026 I TR	97,7	-7,1	78,0	-13,8	-1,9	-6,4	5,2	89,7
II TR	.	.	78,2	.	.	.	.	89,8
2025 Dic	96,8	-8,6	.	-13,3	-1,1	-7,0	5,1	.
2026 Ene	99,0	-6,9	78,0	-12,5	-1,3	-6,1	6,4	89,7
Feb	97,9	-7,3	.	-12,4	-2,2	-5,4	4,5	.
Mar	96,3	-7,1	.	-16,4	-2,2	-7,7	4,5	.
Abr	93,2	-7,7	78,2	-20,6	-2,8	-10,0	1,4	89,8
May	93,5	-8,0	.	-19,0	-3,6	-10,9	2,2	.

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

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

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

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

	Hogares							Sociedades no financieras					
	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento	Renta disponible bruta real	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Patrimonio neto ²⁾	Riqueza inmobiliaria	Tasa de beneficios ³⁾	Tasa de ahorro (bruta)	Ratio de endeudamiento ⁴⁾	Inversión financiera	Inversión no financiera (bruta)	Financiación
	Porcentaje de la renta disponible bruta (ajustada) ¹⁾	Tasas de variación interanual					Porcentaje del valor añadido bruto	Porcentaje del PIB	Tasas de variación interanual				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2023	14,2	84,7	1,2	1,9	2,4	4,0	1,6	37,3	6,0	68,8	1,8	3,4	0,9
2024	15,1	81,7	2,4	2,3	-6,8	5,5	4,7	35,8	4,4	67,3	1,8	-0,6	0,9
2025	14,8	81,4	1,0	2,6	3,5	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	6,6	1,5
2025 I TR	15,0	81,4	1,0	2,4	-1,0	5,2	5,5	35,8	4,1	67,3	2,9	8,4	1,8
II TR	15,0	81,6	1,4	2,7	3,2	5,5	5,3	35,6	3,7	66,6	2,5	10,9	1,7
III TR	14,9	81,5	0,8	2,6	4,6	4,9	5,0	35,5	3,5	66,2	2,2	6,4	1,5
IV TR	14,8	81,4	1,0	2,6	7,0	4,9	4,5	35,5	3,4	65,8	2,1	1,2	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 ¹⁾	
	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 II TR	1.501,5	1.420,9	80,6	718,2	632,2	389,6	352,2	345,9	342,1	47,7	94,5	20,0	19,8
III TR	1.478,3	1.426,0	52,3	722,3	631,4	386,4	357,6	322,6	341,3	47,1	95,7	24,6	22,2
IV TR	1.486,3	1.424,5	61,8	711,3	635,3	390,8	344,9	337,3	345,7	46,8	98,6	42,1	20,1
2026 I TR	1.540,4	1.459,8	80,6	717,8	641,7	413,5	368,0	358,2	354,0	50,8	96,0	36,7	25,7
2025 Oct	498,3	467,9	30,4	237,0	204,2	130,0	114,2	116,0	116,5	15,3	33,0	9,0	4,9
Nov	495,7	482,0	13,7	235,0	211,5	131,9	116,9	112,4	120,0	16,5	33,7	11,1	5,0
Dic	492,3	474,5	17,7	239,4	219,6	128,9	113,8	108,9	109,2	15,1	31,9	22,0	10,3
2026 Ene	514,1	473,9	40,2	238,3	202,8	138,0	121,8	120,7	117,1	17,1	32,2	15,4	13,3
Feb	520,4	494,8	25,6	243,6	217,3	139,4	124,2	120,1	121,7	17,3	31,6	10,4	7,9
Mar	505,9	491,1	14,9	235,9	221,6	136,1	122,1	117,5	115,2	16,4	32,2	10,9	4,5
<i>transacciones acumuladas de 12 meses</i>													
2026 Mar	6.006,5	5.731,2	275,3	2.869,7	2.540,7	1.580,3	1.422,6	1.364,0	1.383,0	192,4	384,8	123,4	88,0
<i>transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB</i>													
2026 Mar	37,4	35,7	1,7	17,9	15,8	9,8	8,9	8,5	8,6	1,2	2,4	0,8	0,5

Fuente: BCE

1) La cuenta de capital no está desestacionalizada.

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

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

(datos desestacionalizados, salvo indicación en contrario)

	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	
<i>En términos nominales (mm de euros; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2025 II TR	-0,1	1,7	724,2	338,1	139,0	229,1	602,7	694,5	383,5	118,8	177,3	507,2	60,0
III TR	1,4	2,2	724,1	339,9	145,8	222,9	601,1	694,6	379,7	121,2	177,4	511,1	64,1
IV TR	0,3	0,0	718,6	331,7	144,7	223,9	592,6	689,2	373,2	122,7	173,1	512,3	58,3
2026 I TR	-6,5	-1,5	721,3	.	.	.	584,4	700,3	.	.	.	509,0	.
2025 Oct	1,1	-3,2	237,4	109,7	48,3	74,0	195,6	225,1	121,6	40,4	55,7	167,6	19,0
Nov	-3,3	-0,4	239,5	111,1	47,4	75,0	197,5	232,1	126,4	40,8	58,6	171,3	19,5
Dic	3,3	4,2	241,7	110,9	49,1	74,8	199,5	232,0	125,2	41,5	58,8	173,4	19,8
2026 Ene	-7,2	-6,9	237,8	111,9	47,3	73,2	194,8	226,8	122,0	41,0	57,5	168,6	19,0
Feb	-6,9	-2,3	239,2	112,3	47,5	72,8	195,6	232,7	128,6	40,8	58,1	171,4	19,3
Mar	-5,5	4,4	244,3	.	.	.	194,0	240,8	.	.	.	169,0	.
<i>En términos reales (2000 = 100; tasas de variación interanual en el caso de las columnas 1 y 2)</i>													
2025 I TR	0,5	2,1	97,3	93,1	94,0	106,8	96,8	100,2	95,5	98,4	110,3	100,9	130,3
II TR	-2,9	1,1	93,5	86,9	89,7	108,6	94,1	100,7	95,3	101,7	110,9	101,1	135,5
III TR	0,1	3,2	94,4	87,8	94,9	105,7	94,4	101,8	96,5	104,2	111,0	102,5	139,5
IV TR	-0,9	2,3	92,2	83,8	91,7	105,6	92,1	101,8	95,3	105,6	109,3	103,1	141,8
2025 Sep	6,0	7,1	96,4	92,8	93,3	105,0	95,5	102,6	97,1	105,1	112,4	103,4	142,6
Oct	-0,2	-2,3	92,3	84,1	92,1	105,8	92,8	98,9	93,0	104,0	105,4	100,3	134,4
Nov	-4,7	1,9	93,7	85,3	92,0	106,7	92,5	104,0	97,1	107,5	112,3	104,4	144,8
Dic	2,6	8,3	90,7	82,1	91,1	104,2	90,9	102,4	95,8	105,2	110,2	104,7	146,2
2026 Ene	-7,0	-3,7	91,1	82,4	91,9	105,0	91,1	98,8	90,7	102,3	108,2	100,2	139,4
Feb	-5,3	0,5	92,6	85,1	92,7	104,4	91,2	101,4	95,4	104,0	109,1	102,5	144,5

Fuente: Eurostat.

1) Las diferencias entre la cuenta de bienes de la balanza de pagos del BCE (cuadro 2.8) y el comercio exterior de bienes de Eurostat (cuadro 2.9) se deben fundamentalmente a distintas definiciones.

2) Grupos de productos clasificados según la Clasificación por destino económico de los bienes.

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

3 Precios y costes

3.1 Índice Armonizado de Precios de Consumo¹⁾

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total					Total (d.; tasa de variación respecto al período anterior) ²⁾						Precios administrados	
	Índice: 2015 = 100	Total		Bienes	Servicios	Total	Alimentos elaborados	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	
% of total in 2026	100,0	100,0	72,0	53,3	46,7	100,0	13,8	5,2	25,3	9,0	46,7	87,7	12,3
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 II TR	100,1	2,0	2,4	0,8	3,5	0,2	0,6	1,0	0,0	-4,1	1,0	1,9	2,9
III TR	100,4	2,1	2,3	1,2	3,2	0,6	0,8	1,1	0,3	0,3	0,7	2,0	2,7
IV TR	100,6	2,1	2,4	0,9	3,4	0,4	0,4	0,3	0,0	-0,1	0,8	2,0	2,3
2026 I TR	100,9	2,0	2,3	1,0	3,3	0,8	0,1	1,9	0,2	3,3	0,7	2,0	2,3
2025 Dic	100,6	2,0	2,3	0,7	3,4	0,1	0,0	0,6	-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	0,8	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	0,8	0,2	0,6	0,3	1,8	2,4
Mar	102,0	2,6	2,3	2,0	3,2	0,8	0,1	0,4	0,0	7,0	0,2	2,6	2,6
Abr	103,0	3,0	2,2	3,1	3,0	0,5	0,0	0,5	0,2	3,0	0,4	3,0	3,0
May ³⁾	103,2	3,2	2,5	.	3,5	0,1	0,0	-0,1	0,1	-1,1	0,5	.	.

	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		
% of total in 2026	19,0	13,8	5,2	34,3	25,3	9,0	9,7	5,9	6,8	2,1	18,0	10,0	
2023	10,9	11,4	9,5	2,9	5,0	-2,0	3,6	2,7	5,2	0,4	6,9	4,0	
2024	2,9	3,2	2,1	0,0	0,8	-2,2	3,3	2,9	4,2	-0,7	5,0	4,0	
2025	2,8	2,6	3,4	0,0	0,6	-1,4	3,2	2,9	3,9	-1,0	3,7	3,9	
2025 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	
2026 I TR	2,5	1,8	4,3	0,2	0,5	-0,7	3,1	2,8	3,2	0,2	3,8	3,2	
2025 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	
Mar	2,4	1,7	4,2	1,8	0,5	5,1	3,1	2,7	3,5	0,4	3,7	3,2	
Abr	2,4	1,6	4,6	3,5	0,8	10,8	3,1	2,7	2,7	0,9	3,2	3,1	
May ³⁾	2,0	1,1	4,2	.	0,9	10,9	.	.	.	.	.	.

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

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

3) Estimación de avance.

3 Precios y costes

3.2 Precios industriales, de la construcción y de los inmuebles

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Precios industriales, excluida la construcción ¹⁾										Cons- trucción ²⁾	Precios de los inmuebles residen- ciales	Indicador experimental de los precios de los inmuebles comerciales ³⁾
	Total (índice: 2021 = 100)	Total	Industria, excluidas construcción y energía							Energía			
			Industria manufac- turera	Total	Bienes intermedios	Bienes de equipo	Bienes de consumo						
							Total	Alimen- tación, bebidas y tabaco	No ali- men- tación				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
% of total in 2021	100,0	100,0	77,8	72,3	30,9	19,3	22,2	15,7	6,5	27,7			
2023	130,0	-2,2	1,9	3,8	-0,2	4,8	8,3	8,4	5,7	-13,4	6,9	-1,0	-8,2
2024	124,6	-4,2	-0,6	-0,1	-2,4	1,6	1,6	0,3	1,2	-12,2	2,1	2,2	-4,7
2025	125,1	0,4	0,4	1,1	0,4	1,7	2,2	1,7	1,6	-0,8	1,0	5,3	2,3
2025 II TR	123,5	0,6	-0,1	1,1	0,2	1,7	2,3	2,1	1,4	-0,4	0,6	5,3	3,3
III TR	124,2	-0,1	0,5	1,0	-0,1	1,7	2,4	2,0	1,5	-2,3	1,1	5,2	1,7
IV TR	124,6	-1,2	0,6	1,0	0,5	1,7	2,0	0,9	1,8	-6,0	1,8	5,2	1,9
2026 I TR	126,5	-1,1	1,4	1,2	1,6	1,6	1,3	-0,2	1,7	-5,7	1,9	.	.
2025 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	-	-	-
Feb	124,8	-3,0	0,3	1,1	1,3	1,6	1,2	-0,2	1,7	-11,7	-	-	-
Mar	129,0	2,0	3,7	1,4	2,0	1,7	1,1	-0,5	1,7	4,0	-	-	-
Abr	129,8	4,9	6,1	2,3	3,9	2,1	0,8	-0,8	1,9	12,3	-	-	-

Fuentes: Eurostat, cálculos del BCE y cálculos del BCE basados en datos de MSCI y fuentes nacionales (col. 13).

1) Únicamente ventas interiores.

2) Precios de producción de los edificios residenciales.

3) Datos experimentales basados en fuentes no armonizadas (véase https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_statistics/governance_and_quality_framework/html/experimental-data.en.html para más información).

Nota: Los datos de la zona del euro que se presentan en las columnas 1 a 12 incluyen a Bulgaria.

3.3 Precios de las materias primas y 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				Exporta- ciones ¹⁾	Importa- ciones ¹⁾		Ponderados por las importaciones ²⁾			Ponderados por el destino ²⁾		
			Total	Consumo privado	Consumo público	Formación bruta de capital fijo				Total	Ali- men- tación	No alimen- tación	Total	Ali- men- tación	No alimen- tación
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
% of total									100,0	45,5	54,6	100,0	50,4	49,6	
2023	114,1	6,2	4,8	6,3	3,8	4,1	0,7	-2,1	83,7	-13,0	-13,7	-12,4	-13,7	-14,0	-13,4
2024	117,5	3,0	2,5	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	120,4	2,5	2,3	2,1	3,1	1,9	0,5	0,1	69,9	-0,6	0,2	-1,2	-1,1	-0,6	-1,6
2025 II TR	119,9	2,4	2,3	1,9	3,1	2,1	0,3	-0,2	68,9	-6,1	-2,9	-8,7	-5,6	-2,8	-8,4
III TR	120,6	2,5	2,4	2,1	2,9	1,8	-0,1	-0,5	69,9	-1,9	-1,9	-1,9	-3,0	-3,2	-2,9
IV TR	121,6	2,6	2,4	2,3	3,5	2,0	-0,3	-1,0	64,3	-4,8	-9,5	-0,8	-7,3	-11,6	-2,8
2026 I TR	122,2	2,3	1,8	2,2	2,3	2,2	0,6	-0,6	82,9	-6,7	-17,3	2,8	-8,0	-14,5	-0,9
2025 Dic	-	-	-	-	-	-	-	-	63,4	-6,5	-14,8	0,8	-9,3	-16,1	-1,9
2026 Ene	-	-	-	-	-	-	-	-	68,2	-4,2	-18,6	8,8	-6,7	-16,9	4,5
Feb	-	-	-	-	-	-	-	-	73,3	-12,4	-21,6	-4,1	-13,3	-18,4	-7,9
Mar	-	-	-	-	-	-	-	-	105,7	-3,2	-11,5	4,0	-3,6	-7,7	0,8
Abr	-	-	-	-	-	-	-	-	133,1	4,4	-8,4	15,9	3,9	-4,5	13,0
May	-	-	-	-	-	-	-	-	111,7	6,6	-6,9	18,6	5,9	-3,4	15,9

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.

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
1999-22	45,6	45,9	23,1	37,6	62,1
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 II TR	7,3	15,6	13,4	3,2	49,2
III TR	7,7	16,6	13,3	2,9	48,0
IV TR	10,1	17,7	13,5	7,9	48,4
2026 I TR	14,6	18,5	14,4	8,9	46,7
2025 Dic	11,6	18,3	14,6	8,9	49,1
2026 Ene	11,2	17,1	14,2	8,7	46,9
Feb	12,5	17,8	14,0	6,7	45,8
Mar	20,1	20,6	14,8	11,2	47,5
Abr	30,2	28,0	17,3	19,3	56,5
May	27,4	27,4	16,2	17,3	57,4

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

3.5 Índices de costes laborales

(tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por componentes		Por ramas de actividad seleccionadas		Pro memoria: indicador de salarios negociados ¹⁾
			Sueldos y salarios	Cotizaciones sociales a cargo de la empresa	Economía de mercado	Principalmente, economía de no mercado	
	1	2	3	4	5	6	7
% of total in 2020	100,0	100,0	75,3	24,7	69,0	31,0	
2023	110,8	4,8	4,6	5,2	5,1	4,1	4,3
2024	116,1	4,8	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6
2025	120,2	3,6	3,5	3,9	3,8	3,1	2,8
2025 II TR	124,8	4,0	4,0	4,0	4,5	3,1	4,0
III TR	116,3	3,5	3,3	3,9	3,5	3,3	1,9
IV TR	127,2	3,4	3,1	4,2	3,3	3,5	2,9
2026 I TR	116,5	3,4	3,6	3,0	3,2	3,7	2,5

Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

3 Precios y costes

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

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

	Total (índice: 2020 = 100)	Total	Por rama de actividad									
			Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	Ind. manufactu- rera 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
Costes laborales unitarios												
2023	109,5	6,5	6,7	8,3	4,7	7,8	1,3	10,7	3,3	6,1	5,1	3,5
2024	114,4	4,5	3,4	4,8	6,7	4,1	3,4	4,1	2,0	4,0	4,5	4,4
2025	118,1	3,2	0,2	0,9	4,6	3,1	0,8	4,7	4,5	4,0	4,4	4,7
2025 II TR	117,4	3,1	0,0	0,2	5,4	3,0	0,8	5,8	4,8	5,0	4,3	4,7
III TR	118,4	3,2	-0,3	1,2	3,9	2,9	0,9	4,6	5,2	3,9	4,1	6,1
IV TR	119,3	3,2	0,2	1,1	3,2	2,8	-0,4	4,2	4,1	3,1	4,9	4,0
2026 I TR	120,5	3,7	2,5	5,8		3,0	-0,5	5,3	3,8	3,3	3,5	4,0
Remuneración por asalariado												
2023	115,0	5,4	4,7	5,8	5,0	5,6	4,5	6,6	3,7	6,1	4,9	5,5
2024	120,2	4,5	5,2	4,4	4,2	4,3	3,9	4,2	3,5	4,8	4,8	5,0
2025	124,9	3,9	3,9	3,7	3,9	3,8	4,2	3,3	3,1	3,8	4,2	3,6
2025 II TR	124,4	4,0	4,2	3,9	4,8	3,6	4,1	3,9	2,7	4,4	4,1	4,2
III TR	125,5	4,0	3,9	4,1	3,9	3,9	4,7	3,2	3,8	3,9	4,0	4,1
IV TR	126,5	3,7	3,0	3,5	3,3	3,7	4,0	3,6	4,2	2,8	4,5	3,1
2026 I TR	127,4	3,5	3,7	3,2	2,8	3,7	4,2	3,9	4,0	3,5	3,3	4,1
Productividad del trabajo por persona ocupada												
2023	105,0	-1,0	-1,8	-2,3	0,2	-2,1	3,1	-3,7	0,3	0,0	-0,3	1,9
2024	105,1	0,0	1,7	-0,5	-2,4	0,1	0,5	0,0	1,5	0,7	0,3	0,6
2025	105,8	0,6	3,7	2,8	-0,6	0,7	3,3	-1,3	-1,3	-0,2	-0,2	-1,0
2025 II TR	105,9	0,8	4,2	3,7	-0,6	0,6	3,2	-1,8	-2,0	-0,5	-0,2	-0,5
III TR	106,0	0,7	4,2	2,8	0,0	1,0	3,8	-1,3	-1,3	0,0	-0,1	-1,9
IV TR	106,0	0,5	2,8	2,4	0,1	0,9	4,4	-0,6	0,1	-0,4	-0,4	-0,9
2026 I TR	105,7	-0,2	1,1	-2,4	-1,8	0,7	4,7	-1,4	0,2	0,2	-0,1	0,0
Remuneración por hora trabajada												
2023	108,7	4,9	4,4	5,5	4,6	5,2	4,3	6,4	3,7	5,5	4,3	4,6
2024	113,4	4,3	4,9	4,4	4,3	4,1	3,8	4,0	3,0	3,8	4,5	4,8
2025	118,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,2	4,4	3,8	4,5	4,1	4,4	3,0
2025 II TR	117,4	4,3	4,0	4,4	4,4	4,0	4,2	4,3	4,0	4,9	4,6	3,5
III TR	118,3	3,9	4,8	3,9	3,9	3,7	5,1	3,8	4,4	3,9	3,9	3,6
IV TR	118,7	3,5	3,0	3,1	3,4	3,9	3,5	3,3	6,2	2,6	4,2	2,1
2026 I TR	119,9	3,4	4,1	3,0	3,7	3,7	4,4	4,3	4,4	3,3	3,0	3,9
Productividad del trabajo por hora												
2023	99,1	-1,2	-1,0	-2,6	0,3	-2,2	2,9	-3,8	0,5	-0,4	-0,7	1,2
2024	98,9	-0,1	1,1	-0,4	-2,3	0,1	0,3	-0,1	0,9	0,1	0,0	0,2
2025	100,0	1,0	4,6	3,2	-0,4	1,4	3,5	-0,9	-0,8	0,1	0,0	-1,5
2025 II TR	99,9	1,3	4,9	4,3	-0,8	1,4	3,5	-1,5	-1,3	-0,2	0,2	-1,1
III TR	99,9	0,7	5,1	2,6	-0,1	1,1	3,9	-0,9	-2,3	-0,2	-0,2	-2,5
IV TR	99,5	0,5	3,7	2,1	0,1	1,2	3,9	-0,9	1,8	-0,4	-0,7	-1,5
2026 I TR	99,5	-0,2	1,4	-2,7	-1,1	0,7	4,7	-0,9	0,5	0,3	-0,4	0,1

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 ¹⁾					Estados Unidos	Japón
	Tipo de interés a corto plazo del euro (€STR)	Depósitos a 1 mes (euríbor)	Depósitos a 3 meses (euríbor)	Depósitos a 6 meses (euríbor)	Depósitos a 12 meses (euríbor)	Secured Overnight Financing Rate (SOFR)	Tokyo Overnight Average Rate (TONAR)
	1	2	3	4	5	6	7
2023	3,21	3,24	3,43	3,69	3,87	5,01	-0,03
2024	3,64	3,56	3,57	3,48	3,27	5,15	0,12
2025	2,18	2,12	2,18	2,20	2,22	4,24	0,47
2025 Dic	1,93	1,92	2,05	2,14	2,27	3,80	0,56
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
Mar	1,93	1,93	2,11	2,32	2,57	3,65	0,73
Abr	1,93	1,97	2,18	2,45	2,75	3,64	0,73
May	1,93	1,96	2,23	2,54	2,80	3,59	0,73

Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

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

4.2 Curvas de rendimiento

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

	Tipos al contado					Diferenciales			Tipos forward instantáneos			
	Zona del euro ^{1), 2)}					Zona del euro ^{1), 2)}	Estados Unidos	Diferenciales Japón	Zona del euro ^{1), 2)}			
	3 meses	1 año	2 años	5 años	10 años	10 años - 1 año	10 años - 1 año	10 años - 1 año	1 año	2 años	5 años	10 años
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2023	3,78	3,05	2,44	1,88	2,08	-0,96	-0,92	0,64	2,25	1,54	1,76	2,64
2024	2,58	2,18	2,01	2,13	2,45	0,27	0,41	0,63	1,86	1,89	2,50	2,91
2025	1,98	2,02	2,11	2,44	2,95	0,92	0,74	1,14	2,09	2,30	3,02	3,78
2025 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
Mar	2,09	2,50	2,59	2,69	3,07	0,58	0,71	1,20	2,74	2,63	3,04	3,75
Abr	2,20	2,51	2,61	2,73	3,09	0,59	0,72	1,40	2,72	2,68	3,05	3,77
May	2,20	2,41	2,50	2,65	3,02	0,60	0,72	1,54	2,57	2,59	2,99	3,69

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		
	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 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
Mar	606,2	5.693,8	978,4	237,0	154,6	201,2	358,9	1.194,9	1.213,6	561,9	402,5	821,8	6.654,4	53.964,9
Abr	629,5	5.880,4	1.051,6	239,5	154,3	214,2	382,8	1.235,8	1.252,9	584,3	400,3	829,5	6.957,0	57.245,8
May	638,1	5.942,2	1.048,2	237,5	155,1	217,8	384,9	1.246,4	1.374,0	569,6	426,2	786,0	7.412,6	62.773,7

Fuente: LSEG.

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Depósitos				Créditos renovables y descu- biertos	Saldos de tarjetas de crédito de pago aplazado	Créditos al consumo			Préstamos a empre- sarios indi- viduals y socieda- des sin perso- nalidad jurídica	Préstamos para adquisición de vivienda					Indicador sintético del coste de finan- ciación
	A la vista	Con preaviso hasta 3 meses	A plazo:				Por período inicial de fijación del tipo de interés		TAE ³⁾		Por período inicial de fijación del tipo de interés				TAE ³⁾	
			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 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
Ago	0,25	1,22	1,72	2,16	7,28	16,40	7,12	7,54	8,25	4,15	3,59	3,40	3,46	3,18	3,62	3,31
Sep	0,25	1,21	1,76	2,14	7,34	16,42	6,75	7,46	8,18	4,14	3,52	3,39	3,49	3,17	3,61	3,31
Oct	0,25	1,21	1,78	2,16	7,32	16,40	6,40	7,42	8,10	4,18	3,52	3,37	3,48	3,16	3,59	3,31
Nov	0,25	1,21	1,77	2,21	7,25	16,41	6,19	7,45	8,07	4,17	3,53	3,35	3,48	3,15	3,58	3,30
Dic	0,25	1,22	1,78	2,27	7,23	16,42	6,36	7,24	7,91	4,01	3,55	3,37	3,48	3,13	3,59	3,32
2026 Ene	0,25	1,23	1,79	2,30	7,27	16,49	7,17	7,62	8,37	4,13	3,51	3,37	3,51	3,23	3,65	3,35
Feb	0,25	1,17	1,80	2,24	7,26	16,42	6,83	7,59	8,27	4,20	3,48	3,37	3,55	3,26	3,66	3,37
Mar	0,26	1,17	1,84	2,27	7,30	16,47	7,02	7,50	8,16	4,12	3,50	3,35	3,52	3,24	3,64	3,35
Abr	0,26	1,17	1,88	2,41	7,23	16,44	7,09	7,65	8,32	4,30	3,56	3,43	3,61	3,31	3,72	3,44

Fuente: BCE.

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

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

3) Tasa anual equivalente (TAE).

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

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

	Depósitos			Créditos renovables y descu- biertos	Otros préstamos por cuantía y período inicial de fijación del tipo									Indicador sintético del coste de finan- ciación
	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 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	3,61
Jul	0,51	1,88	2,49	3,68	3,52	4,06	4,76	3,55	3,41	3,61	3,24	3,41	3,47	3,52
Ago	0,51	1,88	2,29	3,65	3,59	4,04	4,75	3,54	3,41	3,64	3,07	3,35	3,63	3,46
Sep	0,52	1,90	2,30	3,69	3,59	4,11	4,90	3,50	3,37	3,62	3,14	3,39	3,61	3,50
Oct	0,53	1,89	2,47	3,66	3,59	4,12	4,81	3,52	3,41	3,63	3,19	3,26	3,54	3,51
Nov	0,52	1,92	2,37	3,64	3,67	4,18	4,88	3,49	3,44	3,59	3,15	3,33	3,55	3,50
Dic	0,52	1,94	2,48	3,68	3,65	4,09	4,82	3,53	3,40	3,64	3,31	3,54	3,60	3,57
2026 Ene	0,52	1,90	2,42	3,68	3,59	4,07	4,71	3,58	3,40	3,71	3,30	3,45	3,57	3,57
Feb	0,52	1,90	2,36	3,66	3,66	4,14	4,80	3,55	3,42	3,70	3,19	3,16	3,62	3,51
Mar	0,54	1,95	2,52	3,67	3,64	4,30	4,83	3,55	3,52	3,71	3,29	3,61	3,59	3,59
Abr	0,53	1,99	2,71	3,71	3,70	4,33	4,84	3,60	3,59	3,81	3,31	3,50	3,68	3,62

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 plazo¹⁾

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

	Saldos vivos						Emisiones brutas ²⁾									
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Administraciones Públicas	de las cuales, Administración Central	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Administraciones Públicas	Total	de las cuales, Administración Central			
			Instituciones financieras distintas de IFM						Sociedades no financieras	Total				FVC	Total	FVC
			Total	FVC												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14			
Corto plazo																
2023	1.579,6	628,5	164,1	104,6	85,2	701,8	659,1	537,2	242,2	117,8	91,3	48,7	128,5	104,6		
2024	1.604,7	586,7	205,5	121,2	70,7	741,8	674,7	517,5	206,8	133,5	104,2	40,1	137,2	110,1		
2025	1.616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	555,8	227,6	151,6	123,4	42,0	134,6	107,8		
2025 Nov	1.683,0	619,1	210,8	120,5	95,1	757,9	670,3	548,8	221,7	146,4	122,3	40,1	140,6	114,3		
2025 Dic	1.616,9	580,1	213,8	132,6	77,2	745,8	662,7	484,9	175,0	158,9	139,3	28,7	122,3	93,2		
2026 Ene	1.681,7	614,6	203,9	113,7	88,6	774,6	672,7	628,5	256,7	159,1	123,3	45,3	167,4	138,7		
2026 Feb	1.683,2	630,7	207,1	114,1	92,1	753,2	659,4	556,9	231,5	151,9	123,3	41,4	132,1	99,8		
2026 Mar	1.653,4	590,0	198,8	107,7	90,9	773,7	682,6	618,6	237,1	163,9	133,7	48,5	169,1	144,3		
2026 Abr	1.663,1	592,7	193,1	99,3	97,5	779,8	697,3	619,7	224,5	167,4	131,5	59,4	168,4	142,2		
Largo plazo																
2023	19.430,8	4.456,3	3.241,3	1.434,3	1.544,3	10.188,9	9.449,7	322,1	93,4	68,2	31,0	21,2	139,2	130,8		
2024	20.535,5	4.774,9	3.509,0	1.528,6	1.644,3	10.607,2	9.835,4	351,1	89,3	86,1	35,2	27,0	148,7	138,1		
2025	21.410,7	4.895,2	3.757,0	1.694,9	1.745,6	11.013,0	10.220,4	384,6	92,9	102,9	44,7	31,0	157,8	146,7		
2025 Nov	21.578,0	4.927,6	3.768,1	1.687,8	1.755,0	11.127,3	10.325,3	385,0	83,6	130,9	55,7	43,6	127,0	117,8		
2025 Dic	21.410,7	4.895,2	3.757,0	1.694,9	1.745,6	11.013,0	10.220,4	265,1	75,1	111,8	57,4	16,9	61,4	54,7		
2026 Ene	21.715,5	4.946,7	3.757,0	1.686,6	1.767,7	11.244,0	10.430,4	537,0	147,4	90,2	27,6	36,3	263,1	236,0		
2026 Feb	21.975,3	4.992,4	3.786,6	1.693,9	1.779,6	11.416,7	10.590,2	392,0	88,5	92,0	35,4	23,2	188,3	174,5		
2026 Mar	21.695,9	4.941,1	3.801,6	1.731,0	1.736,1	11.217,1	10.400,8	448,6	114,5	131,1	64,0	21,7	181,2	163,9		
2026 Abr	21.782,8	5.007,9	3.827,3	1.732,1	1.755,3	11.192,3	10.376,3	425,3	133,7	87,5	33,8	34,7	169,3	159,6		

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 cotizadas¹⁾

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

	Valores representativos de deuda						Acciones cotizadas				
	Total	IFM	Instituciones distintas de IFM		Administraciones Públicas	de las cuales, Administración Central	Total	IFM	Instituciones financieras distintas de IFM	Sociedades no financieras	
			Instituciones financieras distintas de IFM								
			Total	FVC							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
Saldo vivo											
2023	21.010,4	5.084,9	3.405,4	1.538,9	1.629,5	10.890,6	10.108,8	9.667,1	625,3	1.415,4	7.625,8
2024	22.140,7	5.361,6	3.714,6	1.649,8	1.715,0	11.349,0	10.510,1	10.145,8	755,1	1.585,0	7.805,2
2025	23.027,6	5.475,3	3.970,7	1.827,6	1.822,7	11.758,8	10.883,1	11.697,4	1.315,7	1.850,0	8.531,3
2025 Nov	23.261,0	5.546,7	3.978,9	1.808,3	1.850,2	11.885,2	10.995,6	11.491,0	1.204,0	1.856,2	8.430,3
2025 Dic	23.027,6	5.475,3	3.970,7	1.827,6	1.822,7	11.758,8	10.883,1	11.697,4	1.315,7	1.850,0	8.531,3
2026 Ene	23.397,2	5.561,4	3.961,0	1.800,4	1.856,3	12.018,6	11.103,1	11.946,9	1.363,8	1.829,2	8.753,4
2026 Feb	23.658,5	5.623,2	3.993,7	1.808,0	1.871,7	12.169,9	11.249,5	12.302,3	1.320,4	1.878,7	9.102,8
2026 Mar	23.349,3	5.531,1	4.000,4	1.838,7	1.827,0	11.990,7	11.083,4	11.333,5	1.177,3	1.774,1	8.381,6
2026 Abr	23.445,8	5.600,6	4.020,3	1.831,3	1.852,9	11.972,0	11.073,6	11.932,3	1.269,2	1.856,2	8.806,4
Tasa de crecimiento²⁾											
2025 Sep	4,8	3,1	8,6	10,7	3,4	4,7	4,6	0,1	0,7	-0,8	0,1
2025 Oct	4,9	3,3	9,3	10,4	3,2	4,6	4,6	0,0	0,6	-0,9	0,1
2025 Nov	5,5	4,0	9,8	11,0	4,0	5,0	4,8	0,0	0,4	-0,9	0,0
2025 Dic	5,3	3,3	10,3	12,1	4,0	4,9	4,8	0,0	2,9	-1,9	0,1
2026 Ene	5,5	3,4	9,7	10,3	4,7	5,3	5,0	0,1	2,6	-0,8	0,0
2026 Feb	5,4	3,9	9,2	9,6	4,9	5,0	4,8	0,2	2,3	-0,7	0,1
2026 Mar	5,5	3,1	9,7	10,2	4,4	5,5	5,5	0,3	2,3	-0,3	0,2
2026 Abr	5,7	5,5	9,2	8,8	4,9	4,8	4,7	0,3	1,6	-0,2	0,3

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 efectivos¹⁾

(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	93,6	98,0	88,9	65,2	87,1	122,1	94,0
2024	98,2	94,0	98,3	89,5	64,8	88,1	124,4	94,2
2025	100,4	96,0	100,4	91,9	62,8	90,3	128,3	96,1
2025 II TR	100,4	96,1	100,7	92,0	62,9	90,4	128,4	96,2
III TR	102,1	97,7	102,1	93,5	63,9	92,0	130,8	97,9
IV TR	101,9	97,4	101,9	93,5	63,2	91,9	130,7	97,5
2026 I TR	101,4	97,2	101,8	.	.	.	130,3	97,2
2025 Dic	102,2	97,7	102,0	-	-	-	131,1	97,8
2026 Ene	101,8	97,5	101,9	-	-	-	130,7	97,4
Feb	101,8	97,4	101,7	-	-	-	130,7	97,3
Mar	100,8	96,9	101,8	-	-	-	129,6	96,8
Abr	101,3	97,5	102,3	-	-	-	130,2	97,3
May	100,8	97,3	101,9	-	-	-	129,7	97,0
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>								
2026 May	-0,4	-0,3	-0,3	-	-	-	-0,4	-0,4
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>								
2026 May	0,9	1,8	1,7	-	-	-	1,6	1,4

Fuente: BCE.

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

4.9 Tipos de cambio bilaterales

(medias del período; unidades de moneda nacional por euro)

	Renminbi chino	Corona checa	Corona danesa	Forinto húngaro	Yen japonés	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 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
2026 I TR	8,103	24,328	7,471	384,158	183,596	4,235	0,868	5,0939	10,695	0,917	1,170
2025 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
Mar	7,970	24,438	7,472	389,186	183,399	4,271	0,866	5,0954	10,761	0,909	1,156
Abr	8,000	24,381	7,473	368,960	186,206	4,250	0,869	5,0991	10,835	0,921	1,171
May	7,935	24,313	7,473	358,231	184,710	4,241	0,866	5,2296	10,861	0,915	1,167
<i>Tasa de variación respecto al mes anterior</i>											
2026 May	-0,8	-0,3	0,0	-2,9	-0,8	-0,2	-0,4	2,6	0,2	-0,7	-0,3
<i>Tasa de variación respecto al año anterior</i>											
2026 May	-2,5	-2,4	0,2	-11,3	13,2	-0,3	2,6	3,1	-0,2	-2,2	3,5

Fuente: BCE.

4 Evolución de los mercados financieros

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

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

	Total ¹⁾			Inversión directa		Inversión de cartera		Derivados financieros netos	Otra inversión		Activos de reserva	Pro memoria: Deuda exterior bruta
	Activos	Pasivos	Neto	Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		Activos	Pasivos		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Saldos vivos (posición de inversión internacional)												
2025 I TR	36.234,7	34.654,4	1.580,3	12.786,0	9.986,3	14.303,7	16.559,5	39,9	7.594,1	8.108,6	1.511,0	17.014,7
II TR	35.913,9	34.533,4	1.380,5	12.563,9	9.760,3	14.385,4	16.751,1	-0,2	7.502,7	8.021,9	1.462,1	16.870,9
III TR	36.834,3	35.241,8	1.592,5	12.613,6	9.816,5	15.099,1	17.385,9	-14,5	7.514,0	8.039,4	1.622,2	16.980,3
IV TR	37.592,6	35.833,8	1.758,9	12.798,4	9.798,2	15.457,0	17.986,7	-5,1	7.567,5	8.048,9	1.774,8	16.999,2
Saldos vivos en porcentaje del PIB												
2025 IV TR	235,7	224,6	11,0	80,2	61,4	96,9	112,8	0,0	47,4	50,5	11,1	106,6
Transacciones												
2025 II TR	337,0	252,8	84,2	-17,3	-47,9	208,5	208,6	-17,9	155,0	92,1	8,8	-
III TR	304,6	261,0	43,6	41,3	35,8	275,6	200,9	-4,4	-13,6	24,2	5,8	-
IV TR	377,3	299,2	78,1	143,4	-3,1	134,6	257,8	-23,5	114,2	44,5	8,6	-
2026 I TR	600,0	571,0	28,9	105,0	57,1	160,0	313,6	-10,7	339,9	200,2	5,7	-
2025 Oct	212,7	180,5	32,2	13,7	-48,5	34,3	68,6	1,4	162,6	160,4	0,8	-
Nov	226,5	236,6	-10,1	67,8	66,7	38,7	107,7	-6,4	123,7	62,1	2,7	-
Dic	-62,0	-117,9	55,9	62,0	-21,4	61,6	81,4	-18,6	-172,1	-178,0	5,1	-
2026 Ene	385,2	380,4	4,9	25,3	16,4	129,6	138,9	-10,1	238,9	225,1	1,5	-
Feb	290,9	261,9	29,0	25,1	19,2	107,2	143,6	-0,4	157,5	99,1	1,6	-
Mar	-76,2	-71,3	-4,9	54,6	21,5	-76,8	31,1	-0,1	-56,4	-123,9	2,6	-
Transacciones acumuladas de 12 meses												
2026 Mar	1.618,9	1.384,0	234,9	272,4	41,9	778,7	980,9	-56,6	595,5	361,1	28,9	-
Transacciones acumuladas de 12 meses en porcentaje del PIB												
2026 Mar	10,1	8,6	1,5	1,7	0,3	4,8	6,1	-0,4	3,7	2,2	0,2	-

Fuente: BCE.

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

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.1 Agregados monetarios¹⁾

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

	M3											Total
	M2						M3-M2				Total	
	M1			M2-M1			Total	Cesiones temporales (repos)	Participaciones en fondos del mercado monetario	Valores representativos de deuda hasta 2 años		
	Efectivo en circulación	Depósitos a la vista	Total	Depósitos a plazo hasta 2 años	Depósitos disponibles con preaviso hasta 3 meses	Total						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2023	1.534,0	8.820,5	10.354,5	2.305,6	2.451,9	4.757,5	15.112,0	183,5	743,6	69,4	996,6	16.108,6
2024	1.554,5	9.048,7	10.603,2	2.544,5	2.456,1	5.000,6	15.603,8	253,8	885,7	33,2	1.172,7	16.776,5
2025	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3
2025 II TR	1.563,9	9.242,9	10.806,8	2.401,6	2.514,5	4.916,2	15.723,0	257,5	918,6	28,1	1.204,2	16.927,2
III TR	1.574,9	9.321,2	10.896,2	2.348,8	2.543,7	4.892,6	15.788,7	258,6	922,6	12,3	1.193,5	16.982,2
IV TR	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3
2026 I TR ^(p)	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,6	2.574,0	4.996,5	16.282,4	223,3	900,9	40,9	1.165,0	17.447,4
2025 Nov	1.585,5	9.473,5	11.059,0	2.406,2	2.559,4	4.965,6	16.024,6	251,7	901,9	22,4	1.176,0	17.200,6
Dic	1.587,5	9.505,0	11.092,5	2.419,9	2.564,8	4.984,7	16.077,2	258,4	855,7	11,9	1.126,0	17.203,3
2026 Ene	1.597,0	9.625,9	11.222,9	2.411,0	2.569,2	4.980,2	16.203,1	231,7	858,8	38,3	1.128,8	17.331,9
Feb	1.598,0	9.636,8	11.234,8	2.435,5	2.574,5	5.010,0	16.244,9	207,6	884,1	18,6	1.110,2	17.355,1
Mar	1.602,1	9.683,8	11.285,9	2.422,6	2.574,0	4.996,5	16.282,4	223,3	900,9	40,9	1.165,0	17.447,4
Abr ^(p)	1.602,9	9.662,2	11.265,1	2.445,3	2.579,4	5.024,8	16.289,9	200,8	900,0	43,2	1.144,1	17.433,9
Operaciones												
2023	-5,3	-967,1	-972,4	927,2	-104,0	823,2	-149,2	39,8	94,7	22,2	156,7	7,6
2024	21,2	181,6	202,8	205,5	6,8	212,3	415,0	75,6	131,5	-36,4	170,7	585,7
2025	33,0	465,4	498,4	-123,3	101,4	-21,9	476,6	9,2	-5,2	-13,2	-9,2	467,4
2025 II TR	5,7	141,3	147,0	-75,8	26,1	-49,7	97,3	18,3	19,2	-13,1	24,5	121,8
III TR	11,0	80,4	91,4	-52,6	29,2	-23,4	68,1	1,4	1,4	-13,3	-10,5	57,5
IV TR	12,6	149,3	161,9	56,6	21,1	77,7	239,6	-0,1	-34,2	2,3	-31,9	207,7
2026 I TR ^(p)	7,0	95,5	102,5	-18,5	8,7	-9,8	92,7	-8,9	43,2	29,8	64,2	156,9
2025 Nov	6,3	58,1	64,4	52,1	7,2	59,2	123,7	14,6	-9,7	-1,4	3,4	127,1
Dic	2,1	35,1	37,1	19,2	5,4	24,7	61,8	7,4	-11,8	-8,4	-12,8	49,1
2026 Ene	2,0	47,2	49,1	-25,6	4,2	-21,4	27,7	0,4	2,3	25,4	28,2	55,9
Feb	1,0	8,8	9,8	23,5	5,2	28,7	38,5	-24,5	24,8	-19,1	-18,8	19,7
Mar	4,1	39,5	43,6	-16,4	-0,7	-17,1	26,5	15,1	16,1	23,5	54,7	81,2
Abr ^(p)	0,8	-27,7	-26,9	24,9	5,5	30,4	3,5	-21,8	-1,7	3,1	-20,4	-16,9
Tasas de crecimiento												
2023	-0,3	-9,9	-8,6	67,2	-4,1	20,9	-1,0	32,6	14,6	42,3	19,1	0,0
2024	1,4	2,0	2,0	8,9	0,3	4,5	2,7	41,6	17,6	-54,4	17,2	3,6
2025	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2025 II TR	1,9	5,3	4,8	-5,4	3,4	-1,1	2,9	26,2	11,9	-53,2	11,0	3,4
III TR	2,1	5,5	5,0	-8,4	4,5	-2,1	2,7	11,2	7,0	-72,8	4,3	2,8
IV TR	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2026 I TR ^(p)	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2
2025 Nov	2,3	5,5	5,0	-6,1	4,6	-0,9	3,1	5,7	3,2	-37,5	2,1	3,0
Dic	2,1	5,2	4,7	-4,9	4,1	-0,4	3,1	3,7	-0,6	-51,9	-0,8	2,8
2026 Ene	2,2	5,8	5,3	-5,1	4,0	-0,6	3,4	0,7	0,5	10,4	0,6	3,2
Feb	2,0	5,3	4,8	-3,4	3,8	0,2	3,3	-10,4	0,5	-27,7	-2,4	2,9
Mar	2,3	5,1	4,7	-3,6	3,4	-0,1	3,2	3,9	3,5	28,8	4,2	3,2
Abr ^(p)	2,3	4,1	3,8	-1,7	3,3	0,8	2,9	-11,8	3,3	41,1	1,1	2,7

Fuente: BCE.

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

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.2 Depósitos en M3¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾					Instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ²⁾	Empresas de seguros y fondos de pensiones	Otras Administraciones Públicas ⁴⁾
	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)	Total	A la vista	A plazo hasta 2 años	Disponibles con preaviso hasta 3 meses	Cesiones temporales (repos)			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Saldos vivos													
2023	3.318,2	2.403,6	772,2	130,9	11,6	8.406,2	5.105,6	1.014,1	2.285,3	1,3	1.268,0	226,7	542,4
2024	3.417,1	2.479,2	793,5	133,3	11,1	8.733,8	5.188,4	1.255,1	2.289,0	1,3	1.372,2	231,6	548,3
2025	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2025 II TR	3.438,0	2.506,4	778,5	143,8	9,3	8.844,8	5.334,0	1.174,5	2.335,2	1,1	1.356,2	233,3	544,1
III TR	3.468,6	2.538,4	778,4	145,7	6,0	8.903,2	5.400,7	1.138,3	2.363,0	1,1	1.334,0	229,4	537,2
IV TR	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2026 I TR ^(p)	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.101,2	5.564,3	1.150,8	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
2025 Nov	3.492,9	2.565,1	773,4	148,8	5,7	8.963,9	5.452,1	1.136,0	2.375,0	0,9	1.442,1	221,8	570,1
Dic	3.505,8	2.575,3	774,3	150,4	5,9	8.990,0	5.472,2	1.136,3	2.380,2	1,3	1.474,9	224,2	553,2
2026 Ene	3.536,1	2.600,5	778,3	152,7	4,5	9.080,2	5.552,9	1.144,7	2.381,6	1,0	1.403,4	239,5	578,6
Feb	3.557,7	2.610,2	790,3	152,5	4,6	9.105,5	5.572,1	1.147,6	2.384,9	0,9	1.380,4	244,2	566,6
Mar	3.568,1	2.626,1	786,5	152,4	3,1	9.101,2	5.564,3	1.150,8	2.385,4	0,7	1.435,8	244,0	554,5
Abr ^(p)	3.572,7	2.612,4	801,4	153,6	5,3	9.136,4	5.585,3	1.159,4	2.390,8	0,8	1.386,8	236,8	555,0
Operaciones													
2023	-38,3	-313,8	271,4	-1,6	5,6	13,9	-459,3	571,7	-98,9	0,5	-47,9	-2,1	-29,6
2024	89,5	69,8	16,5	3,1	0,2	290,2	48,7	236,1	5,3	0,1	82,8	3,8	3,2
2025	115,8	111,9	-12,3	17,0	-0,8	262,4	295,0	-116,4	83,9	-0,1	75,9	-4,9	3,4
2025 II TR	33,3	34,4	-5,2	4,8	-0,8	53,5	80,3	-47,6	20,8	0,0	12,0	6,5	4,7
III TR	35,2	32,6	0,2	2,0	0,4	59,1	67,2	-35,9	27,8	0,0	-24,8	-3,8	-7,2
IV TR	39,6	38,7	-3,6	4,6	-0,2	86,4	71,6	-2,6	17,2	0,2	90,8	-5,0	15,1
2026 I TR ^(p)	34,7	26,5	9,0	2,0	-2,8	54,0	49,8	-0,2	5,0	-0,6	-23,6	12,7	-1,0
2025 Nov	16,4	8,9	7,1	0,9	-0,4	31,4	29,2	-2,7	5,0	-0,1	62,3	-2,1	24,1
Dic	15,9	12,2	1,9	1,6	0,2	26,3	20,7	0,0	5,3	0,4	39,3	2,7	-17,1
2026 Ene	9,3	5,5	2,7	2,4	-1,3	33,6	38,3	-5,6	1,1	-0,3	-48,6	8,8	23,2
Feb	20,5	9,0	11,6	-0,2	0,1	24,7	18,8	2,7	3,3	-0,1	-24,6	4,5	-12,0
Mar	5,0	12,0	-5,3	-0,1	-1,5	-4,3	-7,3	2,7	0,5	-0,2	49,7	-0,6	-12,1
Abr ^(p)	6,6	-12,4	15,6	1,2	2,2	26,0	11,4	9,0	5,4	0,2	-45,3	-6,9	0,5
Tasas de crecimiento													
2023	-1,1	-11,5	54,2	-1,2	90,8	0,2	-8,3	129,4	-4,1	64,0	-3,5	-0,9	-5,2
2024	2,7	2,9	2,2	2,4	2,0	3,4	0,9	23,2	0,2	3,7	6,4	1,7	0,6
2025	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2025 II TR	1,8	4,3	-6,8	13,2	-9,4	3,3	4,9	-2,6	2,8	-8,6	7,6	7,2	2,0
III TR	3,1	5,5	-5,6	15,4	-9,2	3,2	6,1	-9,4	3,9	-0,5	2,7	0,0	-2,6
IV TR	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 I TR ^(p)	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
2025 Nov	3,5	5,4	-3,7	14,4	-26,7	3,1	5,8	-9,7	4,0	8,1	4,8	-1,6	2,0
Dic	3,4	4,5	-1,6	12,7	-8,4	3,0	5,7	-9,3	3,7	-4,3	5,3	-2,1	0,6
2026 Ene	3,6	5,2	-2,6	12,9	-38,4	3,2	6,1	-9,2	3,5	-15,6	4,2	3,2	4,8
Feb	3,9	5,2	-1,1	11,9	-37,1	3,2	5,8	-8,0	3,3	-19,1	1,8	4,0	3,4
Mar	4,2	5,3	0,0	9,7	-50,6	2,9	5,1	-7,1	3,1	-37,9	3,9	4,6	2,2
Abr ^(p)	3,8	4,4	1,3	9,4	-24,6	2,9	4,7	-5,1	3,0	-8,2	-0,2	-3,6	2,3

Fuente: BCE.

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

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

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

4) Corresponde al sector de Administraciones Públicas, excluida la Administración Central.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

5.3 Activos frente a residentes en la zona del euro¹⁾

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

	Activos frente a las Administraciones Públicas			Activos frente a otros residentes en la zona del euro								
	Total	Préstamos	Valores representativos de deuda	Total	Préstamos					Valores representativos de deuda	Participaciones en el capital y en fondos de inversión no monetarios	
					Total		A sociedades no financieras ³⁾	A hogares ⁴⁾	A instituciones financieras distintas de IFM y empresas de seguros y fondos de pensiones ³⁾			A empresas de seguros y fondos de pensiones
					Total	Préstamos ajustados ²⁾						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
Saldos vivos												
2023	6.297,5	988,8	5.283,4	15.501,0	13.045,4	13.251,0	5.130,8	6.649,1	1.127,6	137,8	1.559,1	896,5
2024	6.251,1	986,9	5.238,3	15.788,1	13.258,0	13.502,0	5.189,5	6.678,6	1.250,9	139,0	1.578,8	951,2
2025	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3
2025 II TR	6.274,4	1.007,9	5.240,6	15.955,8	13.410,2	13.679,7	5.214,8	6.767,1	1.283,8	144,5	1.571,0	974,6
III TR	6.287,6	1.017,1	5.244,4	16.020,7	13.447,1	13.719,9	5.243,5	6.808,9	1.258,7	136,1	1.566,9	1.006,6
IV TR	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3
2026 I TR	6.307,5	1.047,7	5.233,6	16.437,9	13.815,9	14.086,8	5.356,8	6.933,3	1.373,4	152,4	1.571,8	1.050,2
2025 Nov	6.310,4	1.026,4	5.257,9	16.209,2	13.578,5	13.847,1	5.266,9	6.836,2	1.338,0	137,4	1.589,9	1.040,7
Dic	6.294,5	1.020,5	5.247,8	16.247,7	13.630,3	13.903,7	5.294,8	6.853,2	1.334,8	147,4	1.572,1	1.045,3
2026 Ene	6.371,7	1.039,7	5.305,7	16.359,0	13.711,5	13.983,7	5.310,8	6.898,5	1.350,9	151,2	1.588,3	1.059,2
Feb	6.328,5	1.045,0	5.257,3	16.407,9	13.758,8	14.022,5	5.335,7	6.918,8	1.351,8	152,5	1.585,5	1.063,6
Mar	6.307,5	1.047,7	5.233,6	16.437,9	13.815,9	14.086,8	5.356,8	6.933,3	1.373,4	152,4	1.571,8	1.050,2
Abr	6.270,8	1.048,8	5.195,6	16.430,2	13.844,9	14.116,6	5.381,2	6.940,2	1.375,4	148,1	1.530,3	1.054,9
Operaciones												
2023	-161,9	-17,3	-144,9	51,0	23,2	73,3	-6,5	8,5	29,5	-8,3	-17,1	44,9
2024	-63,7	-1,2	-62,9	286,9	228,9	274,3	76,6	45,2	106,2	0,9	10,9	47,1
2025	49,9	33,4	16,2	455,4	406,1	440,4	144,4	187,4	65,5	8,7	-4,7	54,0
2025 II TR	-17,0	11,1	-28,1	105,0	95,5	106,9	26,7	45,8	15,2	7,8	9,9	-0,4
III TR	19,1	8,3	10,7	65,5	45,2	47,5	32,3	44,7	-23,4	-8,4	-6,7	26,9
IV TR	10,2	4,7	5,4	181,9	167,1	176,9	57,6	48,4	49,8	11,2	5,8	9,1
2026 I TR	14,4	24,8	-10,5	158,3	153,2	149,6	48,2	57,2	47,4	0,5	0,5	4,6
2025 Nov	5,3	1,3	4,1	72,9	59,9	58,0	11,9	19,2	26,0	2,8	18,1	-5,1
Dic	-3,5	-4,6	1,1	40,9	55,3	62,4	32,2	19,3	-6,2	10,0	-16,2	1,7
2026 Ene	49,4	17,3	32,0	75,1	49,6	47,6	-0,7	17,4	33,4	-0,6	15,2	10,3
Feb	-60,6	5,2	-65,8	39,9	47,3	37,7	29,4	20,7	-4,0	1,3	-5,2	-2,3
Mar	25,6	2,3	23,3	43,3	56,3	64,2	19,5	19,0	17,9	-0,2	-9,5	-3,4
Abr	-40,7	1,2	-41,9	2,2	45,6	43,4	26,7	19,5	3,5	-4,2	-41,9	-1,5
Tasas de crecimiento												
2023	-2,5	-1,7	-2,7	0,3	0,2	0,6	-0,1	0,1	2,7	-5,7	-1,1	5,3
2024	-1,0	-0,1	-1,2	1,9	1,8	2,1	1,5	0,7	9,4	0,7	0,7	5,2
2025	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2025 II TR	0,1	2,7	-0,4	2,7	2,8	3,0	2,4	2,1	7,5	11,0	0,8	4,7
III TR	0,6	3,8	0,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,5	3,7	2,0	0,1	7,3
IV TR	0,8	3,4	0,3	2,9	3,1	3,3	2,8	2,8	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026 I TR	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
2025 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	5,2	6,3	-0,3	5,6
2026 Ene	0,9	4,3	0,3	3,1	3,2	3,4	2,7	2,8	6,9	7,0	0,8	5,4
Feb	0,1	4,4	-0,7	3,0	3,2	3,3	3,0	2,8	5,2	9,2	0,7	4,4
Mar	0,4	4,9	-0,4	3,2	3,5	3,5	3,2	2,9	6,9	8,1	0,6	4,1
Abr	-0,4	4,8	-1,4	3,0	3,5	3,5	3,5	2,9	6,3	5,2	-2,2	5,3

Fuente: BCE.

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

2) Ajustados de titulaciones 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 euro¹⁾

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

	Sociedades no financieras ²⁾					Hogares ³⁾				
	Total		Hasta 1 año	De 1 a 5 años	Más de 5 años	Total		Crédito al consumo	Préstamos para adquisición de vivienda	Otras finalidades
	Total	Préstamos ajustados ⁴⁾				Total	Préstamos ajustados ⁴⁾			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Saldos vivos										
2023	5.130,8	5.135,7	915,6	1.089,6	3.125,7	6.649,1	6.867,2	731,1	5.229,1	688,9
2024	5.189,5	5.200,3	930,7	1.097,9	3.160,9	6.678,6	6.929,4	744,8	5.255,6	678,2
2025	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2025 II TR	5.214,8	5.250,8	929,9	1.115,0	3.169,9	6.767,1	7.016,7	757,7	5.333,4	676,1
III TR	5.243,5	5.281,7	926,6	1.126,6	3.190,3	6.808,9	7.061,1	767,3	5.369,2	672,4
IV TR	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 I TR	5.356,8	5.383,3	966,6	1.141,4	3.248,7	6.933,3	7.188,7	796,3	5.465,3	671,7
2025 Nov	5.266,9	5.300,8	938,5	1.123,4	3.204,9	6.836,2	7.093,4	775,3	5.386,8	674,1
Dic	5.294,8	5.324,3	950,2	1.121,7	3.222,9	6.853,2	7.111,6	777,2	5.403,4	672,7
2026 Ene	5.310,8	5.341,2	953,7	1.122,6	3.234,4	6.898,5	7.156,3	789,3	5.436,1	673,1
Feb	5.335,7	5.356,7	953,3	1.129,5	3.253,0	6.918,8	7.175,0	791,5	5.453,9	673,4
Mar	5.356,8	5.383,3	966,6	1.141,4	3.248,7	6.933,3	7.188,7	796,3	5.465,3	671,7
Abr	5.381,2	5.409,7	969,7	1.148,2	3.263,2	6.940,2	7.193,5	798,3	5.480,8	661,0
Operaciones										
2023	-6,5	23,7	-44,8	10,5	27,8	8,5	26,8	19,1	10,3	-20,9
2024	76,6	88,0	21,8	14,7	40,1	45,2	77,6	26,6	28,3	-9,7
2025	144,4	156,7	31,9	35,2	77,4	187,4	205,0	38,8	148,3	0,3
2025 II TR	26,7	37,7	9,3	8,3	9,2	45,8	47,5	6,9	37,7	1,1
III TR	32,3	33,6	-1,5	11,6	22,2	44,7	46,8	11,2	36,3	-2,8
IV TR	57,6	49,4	26,4	-4,4	35,6	48,4	61,7	12,0	34,5	2,0
2026 I TR	48,2	45,3	10,7	20,3	17,2	57,2	53,2	9,3	45,8	2,1
2025 Nov	11,9	12,3	4,6	-2,0	9,3	19,2	20,8	5,0	13,1	1,1
Dic	32,2	28,3	13,6	-0,4	19,1	19,3	20,8	2,7	16,7	-0,1
2026 Ene	-0,7	-0,4	-6,0	0,4	4,9	17,4	16,5	1,2	16,0	0,2
Feb	29,4	19,0	3,7	7,7	18,0	20,7	18,9	2,6	17,8	0,3
Mar	19,5	26,7	13,0	12,1	-5,7	19,0	17,9	5,4	12,0	1,6
Abr	26,7	24,2	4,5	9,4	12,8	19,5	18,3	3,2	15,8	0,5
Tasas de crecimiento										
2023	-0,1	0,5	-4,6	1,0	0,9	0,1	0,4	2,7	0,2	-2,9
2024	1,5	1,7	2,4	1,4	1,3	0,7	1,1	3,7	0,5	-1,4
2025	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2025 II TR	2,4	2,8	4,0	4,1	1,3	2,1	2,3	4,5	2,1	-0,3
III TR	2,7	2,9	2,9	4,5	2,1	2,5	2,6	5,0	2,5	-0,1
IV TR	2,8	3,0	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 I TR	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
2025 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	3,5	3,2	2,5	2,8	3,0	5,2	2,8	0,0
2026 Ene	2,7	2,8	3,1	2,9	2,4	2,8	3,0	5,0	2,8	0,0
Feb	3,0	3,0	3,5	3,1	2,8	2,8	3,0	5,0	2,8	0,1
Mar	3,2	3,2	4,9	3,2	2,7	2,9	3,0	5,2	2,9	0,4
Abr	3,5	3,4	4,8	4,2	2,8	2,9	3,0	5,2	2,9	0,5

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 euro¹⁾

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

	Pasivos de las IFM						Activos de las IFM			
	Pasivos frente a la Administración Central ²⁾	Pasivos financieros a más largo plazo frente a otros residentes en la zona del euro					Pasivos frente a la Administración Central ²⁾	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 ³⁾	Adquisiciones temporales con entidades de contrapartida central ³⁾
Saldos vivos										
2023	476,9	7.338,3	1.827,0	90,5	2.415,1	3.005,6	1.853,9	271,3	152,1	152,6
2024	395,9	7.851,0	1.842,3	117,2	2.590,7	3.300,8	2.664,2	320,1	140,4	136,0
2025	398,3	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2025 II TR	410,9	7.908,1	1.833,7	129,6	2.562,0	3.382,8	2.829,8	186,1	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	144,0	168,3	168,2
IV TR	398,3	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2026 I TR ³⁾	427,7	8.547,3	1.890,9	133,2	2.650,3	3.873,0	3.532,7	144,3	396,2	257,3
2025 Nov	423,1	8.325,1	1.874,9	131,8	2.617,1	3.701,3	3.257,5	171,7	407,6	266,9
Dic	398,3	8.372,3	1.872,6	131,7	2.621,5	3.746,5	3.241,2	190,5	323,3	235,1
2026 Ene	481,5	8.590,0	1.883,6	131,5	2.613,7	3.961,2	3.530,0	142,7	400,5	250,3
Feb	426,4	8.697,7	1.885,0	132,1	2.626,2	4.054,4	3.615,7	127,0	404,5	250,2
Mar	427,7	8.547,3	1.890,9	133,2	2.650,3	3.873,0	3.532,7	144,3	396,2	257,3
Abr ³⁾	426,0	8.514,2	1.850,0	132,9	2.667,3	3.864,1	3.511,7	161,6	386,6	275,0
Operaciones										
2023	-199,0	325,0	24,9	40,2	227,5	32,5	437,1	-192,5	17,1	9,0
2024	-80,6	279,4	15,2	26,7	164,7	72,8	530,5	30,7	-11,7	-16,7
2025	1,9	192,9	33,2	16,3	104,8	38,5	298,0	-141,1	17,7	29,2
2025 II TR	22,7	39,8	4,3	7,9	33,7	-6,1	126,9	-30,6	-5,0	4,7
III TR	19,2	38,1	9,2	3,6	29,1	-3,8	63,7	-33,4	-9,6	2,3
IV TR	-32,8	108,4	24,0	-0,8	32,8	52,4	84,0	7,2	-10,2	-3,0
2026 I TR ³⁾	19,0	43,7	14,3	1,3	20,0	8,2	139,2	-92,3	71,2	21,0
2025 Nov	-18,4	47,2	22,0	-0,6	-0,1	25,8	36,3	41,2	1,9	7,5
Dic	-24,8	40,7	-4,1	0,0	12,3	32,5	16,7	10,8	-84,3	-31,8
2026 Ene	73,5	-15,1	9,4	-0,3	3,0	-27,1	59,3	-69,4	76,0	13,5
Feb	-55,1	32,0	0,9	0,6	8,4	22,1	23,4	-6,1	4,0	0,4
Mar	0,6	26,8	4,0	1,0	8,5	13,2	56,5	-16,8	-8,8	7,0
Abr ³⁾	-1,7	-14,7	-39,2	-0,3	25,2	-0,4	-19,4	24,7	-9,6	17,7
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	0,8	29,5	6,9	2,2	-	-	-7,7	-10,9
2025	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2025 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	-10,7
IV TR	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 I TR ³⁾	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
2025 Nov	0,1	2,7	2,1	15,2	3,8	1,8	-	-	36,8	19,0
Dic	0,5	2,4	1,8	14,0	4,1	1,0	-	-	36,6	26,4
2026 Ene	15,1	2,2	2,5	11,8	4,1	0,3	-	-	45,1	24,1
Feb	0,2	2,5	2,4	11,3	4,2	1,0	-	-	22,0	14,0
Mar	7,6	2,8	2,8	9,9	4,6	1,3	-	-	28,0	16,1
Abr ³⁾	-3,7	2,8	0,7	7,7	5,7	1,5	-	-	17,3	15,4

Fuente: BCE.

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

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

3) Sin desestacionalizar.

6 Evolución de las finanzas públicas

6.1 Déficit/superávit

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

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

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

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

6.2 Recursos y empleos

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

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

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

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

6.3 Ratio de deuda pública en relación con el PIB

(en porcentaje del PIB; saldos vivos a fin de período)

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

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

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

6 Evolución de las finanzas públicas

6.4 Variación interanual de la ratio de deuda pública en relación con el PIB y factores subyacentes¹⁾

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

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

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

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

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

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

6.5 Valores representativos de deuda de las AAPP¹⁾

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

	Servicio de la deuda a pagar en un año ²⁾					Vida residual media en años ³⁾	Rendimiento nominal medio ⁴⁾							
	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	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,5	
2025 II TR	12,3	10,9	3,1	1,4	0,4	8,3	2,2	1,3	1,7	2,2	2,0	3,1	2,8	
III TR	12,7	11,2	3,5	1,5	0,4	8,2	2,2	1,3	1,5	2,2	1,9	2,9	2,6	
IV TR	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,5	
2026 I TR	12,6	11,0	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4	
2025 Nov	12,7	11,3	3,6	1,5	0,4	8,2	2,1	1,2	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5	
Dic	12,5	11,1	3,9	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,5	
2026 Ene	12,7	11,2	4,4	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,8	2,8	2,5	
Feb	12,7	11,2	4,2	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,6	2,3	1,8	2,8	2,4	
Mar	12,6	11,0	4,1	1,5	0,4	8,2	2,2	1,2	1,5	2,3	1,6	2,8	2,4	
Abr	12,3	10,8	3,7	1,5	0,4	8,3	2,2	1,2	1,6	2,3	1,6	2,8	2,3	

Fuente: BCE.

1) Datos registrados al valor nominal y sin consolidar dentro del sector AAPP.

2) Excluye los pagos futuros de valores representativos de deuda que todavía no están en circulación y amortizaciones anticipadas.

3) Vida residual a fin de período.

4) Saldos vivos a fin de período; operaciones en media de doce meses.

6 Evolución de las finanzas públicas

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

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

	Bélgica	Bulgaria	Alemania	Estonia	Irlanda	Grecia	España	Francia	Croacia	Italia	Chipre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP											
2022	-3,5	-2,9	-1,9	-0,9	1,6	-2,6	-4,6	-4,7	0,0	-8,1	2,7
2023	-4,1	-2,0	-2,5	-2,7	1,4	-1,4	-3,3	-5,4	-1,1	-7,1	1,7
2024	-4,4	-3,0	-2,7	-1,1	4,1	1,3	-3,2	-5,8	-2,3	-3,4	4,1
2025	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
2025 I TR	-4,6	-3,0	-2,4	-1,2	4,1	2,4	-3,3	-5,7	-2,7	-3,4	4,3
II TR	-4,7	-3,4	-2,2	-1,5	3,8	2,1	-3,3	-5,6	-2,9	-3,2	3,9
III TR	-5,0	-2,7	-2,2	-1,5	1,2	2,5	-3,0	-5,5	-2,8	-3,3	3,4
IV TR	-5,2	-3,5	-2,7	-2,0	1,8	1,7	-2,4	-5,1	-3,0	-3,1	3,4
Deuda de las AAPP											
2022	103,3	22,5	64,4	19,2	43,0	177,8	109,3	111,4	68,5	138,4	80,1
2023	102,5	22,9	62,3	20,2	41,8	164,3	105,2	109,5	60,9	133,9	71,1
2024	103,9	23,8	62,2	23,5	38,3	154,2	101,6	112,6	57,4	134,7	62,7
2025	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	115,6	56,3	137,1	55,0
2025 I TR	106,1	23,7	62,0	23,9	34,5	152,9	103,3	114,2	58,3	137,2	61,9
II TR	106,2	26,3	62,3	23,2	33,4	152,0	103,4	115,9	57,5	138,1	61,1
III TR	107,1	28,4	63,0	22,8	32,8	149,8	103,1	117,8	57,2	137,5	60,3
IV TR	107,9	29,9	63,5	24,1	32,9	146,1	100,7	116,2	56,5	137,1	55,0
	Letonia	Lituania	Luxemburgo	Malta	Países Bajos	Austria	Portugal	Eslovenia	Eslovaquia	Finlandia	
	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Déficit (-)/superávit (+) de las AAPP											
2022	-4,9	-0,7	0,2	-5,3	0,0	-3,4	-0,3	-3,0	-1,6	-0,2	
2023	-2,3	-0,7	-0,7	-4,4	-0,4	-2,6	1,1	-2,6	-5,3	-2,9	
2024	-1,8	-1,3	0,9	-3,4	-0,7	-4,6	0,6	-0,9	-5,3	-4,4	
2025	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
2025 I TR	-1,4	-1,3	0,6	-3,1	-1,1	-5,0	0,6	-1,4	-5,2	-4,2	
II TR	-2,0	-1,8	-0,1	-4,3	-1,4	-5,0	0,7	-1,7	-4,8	-3,9	
III TR	-2,6	-1,8	-0,6	-4,2	-1,5	-4,7	0,2	-1,5	-4,6	-3,6	
IV TR	-2,5	-1,8	-2,0	-2,2	-1,6	-4,2	0,7	-2,5	-4,5	-3,4	
Deuda de las AAPP											
2022	44,4	38,3	24,9	50,3	48,4	78,1	111,2	72,8	57,8	74,0	
2023	44,4	37,1	24,7	46,9	45,8	77,8	96,9	68,3	55,8	77,0	
2024	46,2	38,0	26,3	45,9	43,8	80,0	93,5	66,4	59,7	82,4	
2025	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	
2025 I TR	45,0	40,4	26,1	46,5	43,2	83,0	94,8	69,6	63,2	84,2	
II TR	47,6	39,0	25,0	46,6	42,7	82,0	96,5	69,5	62,9	88,6	
III TR	44,8	40,6	27,5	46,4	42,3	83,5	97,4	67,7	62,3	86,9	
IV TR	46,9	39,5	26,5	46,4	44,4	81,5	89,7	65,7	61,4	88,5	

Fuente: Eurostat.

© Banco Central Europeo, 2026

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 10 de junio de 2026.

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

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-01-26-050-ES-N (edición electrónica)