

# Recuadros

## 1 ¿Cuál es el grado de vulnerabilidad de la zona del euro a las restricciones a las exportaciones chinas de tierras raras?

Mattia Banin, Mario D'Agostino, Vanessa Gunnella y Laura Lebastard

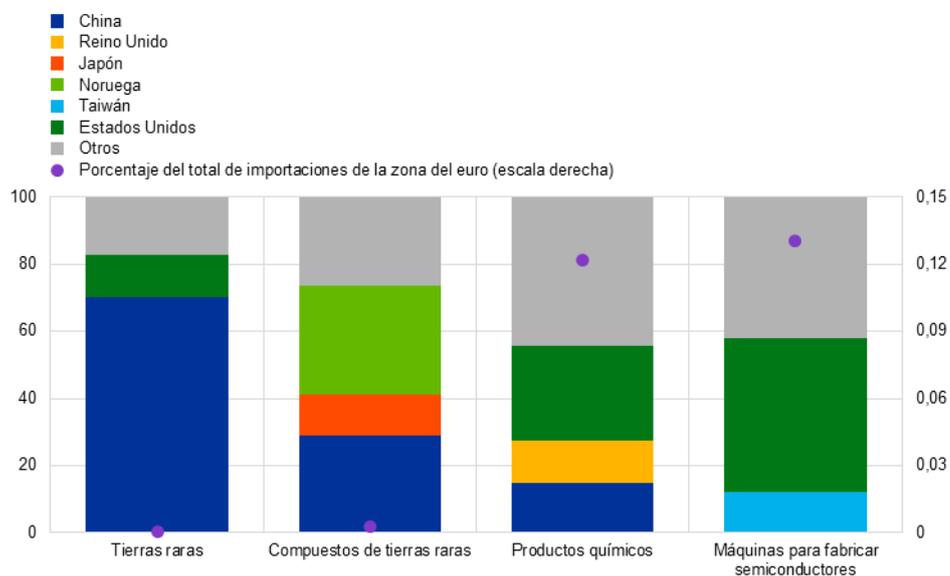
**El 4 de abril de 2025, China impuso restricciones a las exportaciones de elementos de tierras raras, lo que ha planteado retos de producción para algunas empresas.** Las medidas se introdujeron como represalia por el aumento de los aranceles por parte de Estados Unidos a productos del país asiático durante la escalada de las tensiones comerciales entre las dos naciones. Estas medidas restringen las exportaciones chinas de elementos de tierras raras, compuestos de tierras raras y productos relacionados, como los imanes permanentes que se utilizan en los sectores de defensa, vehículos eléctricos, energía y electrónica (Comisión Europea, 2020). La decisión dio lugar a una perturbación de oferta: en mayo, los envíos de China de imanes de tierras raras disminuyeron aproximadamente un 75 % con respecto al año anterior, lo que obligó a parar la producción a algunos fabricantes de automóviles.

**La zona del euro está expuesta a riesgos en las cadenas de suministro asociados a las exportaciones chinas de elementos de tierras raras, dada su dependencia de las importaciones directas de China y del suministro indirecto a través de terceros.** El país asiático, que produce el 95 % de las tierras raras del mundo, domina el mercado internacional de estas tierras. También ocupa una posición central en el refinado de otras materias primas críticas, como el litio y el cobalto (Agencia Internacional de la Energía, 2024). Esta situación pone de relieve el papel crucial de China en las cadenas globales de suministro y las vulnerabilidades de la zona del euro frente a perturbaciones geopolíticas (International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy; Attinasi *et al.*, 2025). El 70 % de las importaciones de tierras raras de la zona proceden de China (primera columna del gráfico A). Incluso en los casos en los que la zona del euro se abastece de productos secundarios que contienen elementos de tierras raras en países distintos de China (segunda a cuarta columnas del gráfico A), los proveedores dependen en gran medida de China para el suministro de elementos de tierras raras sin procesar. Por ejemplo, el 80 % de las importaciones estadounidenses de estos elementos proceden del país asiático, por lo que la zona del euro sigue expuesta indirectamente a las cadenas de suministro chinas cuando importa productos de Estados Unidos en los que se usan tierras raras.

## Gráfico A

### Productos importados que afrontan restricciones a las exportaciones chinas

(porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En el Sistema Armonizado (SA), en su nivel desagregado de seis dígitos según la clasificación de la Organización Mundial de Aduanas, las tierras raras están clasificadas con el código SA 280530, los compuestos de tierras raras con el código SA 284690, los productos químicos con el código SA 382499 y las máquinas para fabricar semiconductores con el código SA 848690. Los datos corresponden a 2024.

### Si se produjera una interrupción en el suministro de elementos de tierras raras, una parte considerable de la industria manufacturera se vería afectada, además de provocar efectos de contagio negativos generalizados.

Estos elementos desempeñan un papel fundamental en la producción de bienes concretos —como automóviles, ordenadores y teléfonos— en sectores que son esenciales para las cadenas de producción de la zona del euro. Un análisis de redes a partir de en una base de datos de Bloomberg sobre las relaciones proveedores-clientes de las empresas indica que más del 80 % de las grandes corporaciones europeas no están a más de tres intermediarios de distancia de un productor chino de tierras raras (gráfico B)<sup>1,2</sup>. Según estos datos, solo unas pocas empresas de la zona se abastecen directamente de proveedores chinos, por ejemplo, Airbus y BASF. Alrededor de una cuarta parte de las empresas —incluidas Volkswagen, Renault y Telefónica— solo utilizan un intermediario. Con frecuencia, los intermediarios son compañías tecnológicas estadounidenses que fabrican productos que contienen tierras raras suministradas por empresas chinas. Esta dependencia de cadenas de suministro indirectas amplifica la exposición de las empresas de la zona del euro a posibles disrupciones, dado que incluso leves interrupciones de las exportaciones

<sup>1</sup> La base de datos incluye aproximadamente a 12.300 empresas de la zona del euro. Estas empresas no son plenamente representativas, ya que son multinacionales muy grandes con un número elevado de proveedores. Con todo, en los casos en los que se dispone información sobre los ingresos, dichas empresas suponen el 30 % de los ingresos de la zona del euro (el 40 % si solo se considera el sector manufacturero) y, por consiguiente, es probable que jueguen un papel importante en la actividad económica agregada. Cualquier interrupción de su producción también afectaría al ecosistema de empresas de menor tamaño que dependen de ellas dentro de la cadena de suministro.

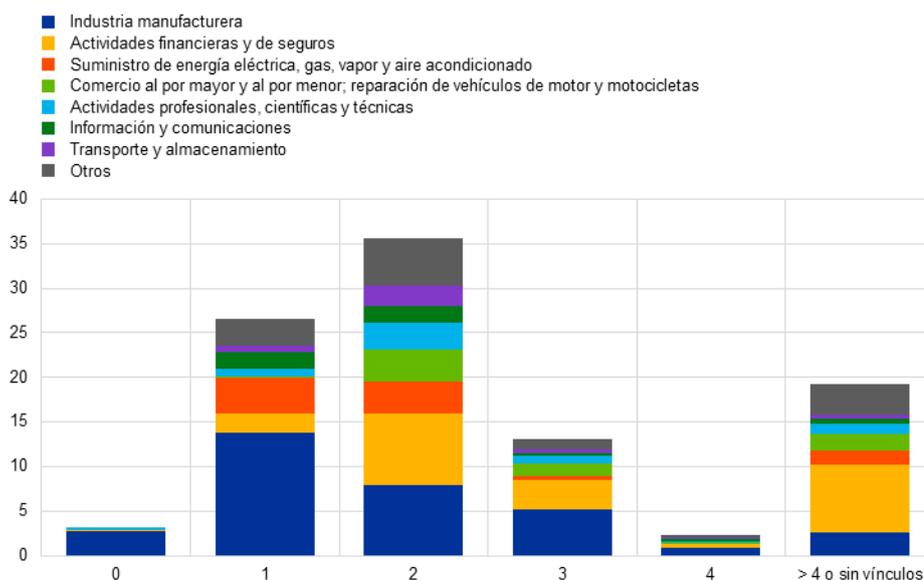
<sup>2</sup> En comparación, el número medio de intermediarios de las empresas de la zona del euro para llegar a un productor de petróleo también es de alrededor de tres.

chinas pueden transmitirse en cascada a los intermediarios y afectar a una amplia variedad de sectores.

### Gráfico B

#### Número de intermediarios entre las empresas de la zona del euro y los proveedores chinos de tierras raras

(porcentajes de empresas de la zona del euro, ponderadas por los ingresos)



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

Notas: Clasificación de las empresas según el código de actividad económica (CNAE) (nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea). El gráfico muestra los vínculos generados por las cadenas de suministro entre las empresas de la zona del euro y los productores chinos de tierras raras durante el período 2020-2024. Los vínculos se definen como las relaciones proveedor-cliente entre dos empresas. Un valor de 0 indica que las empresas de la zona se abastecen de tierras raras directamente de productores chinos sin intermediarios. No se incluyen los vínculos entre un proveedor chino de tierras raras y una empresa china que fabrica bienes que no están sujetos a restricciones de exportación.

#### La naturaleza de la dependencia de las tierras raras es diferente en los distintos sectores.

Las manufacturas están particularmente expuestas, ya que si se produjera una escasez de materiales de tierras raras, la producción podría paralizarse. La industria automovilística, por ejemplo, tiene una fuerte dependencia de los imanes permanentes fabricados con elementos de tierras raras. Este es también el caso del sector de la energía, en el que se usan estas tierras para la fabricación de imanes de neodimio que se utilizan en los aerogeneradores. En cambio, los servicios son menos vulnerables, ya que las tierras raras suelen emplearse de forma puntual como insumos intermedios.

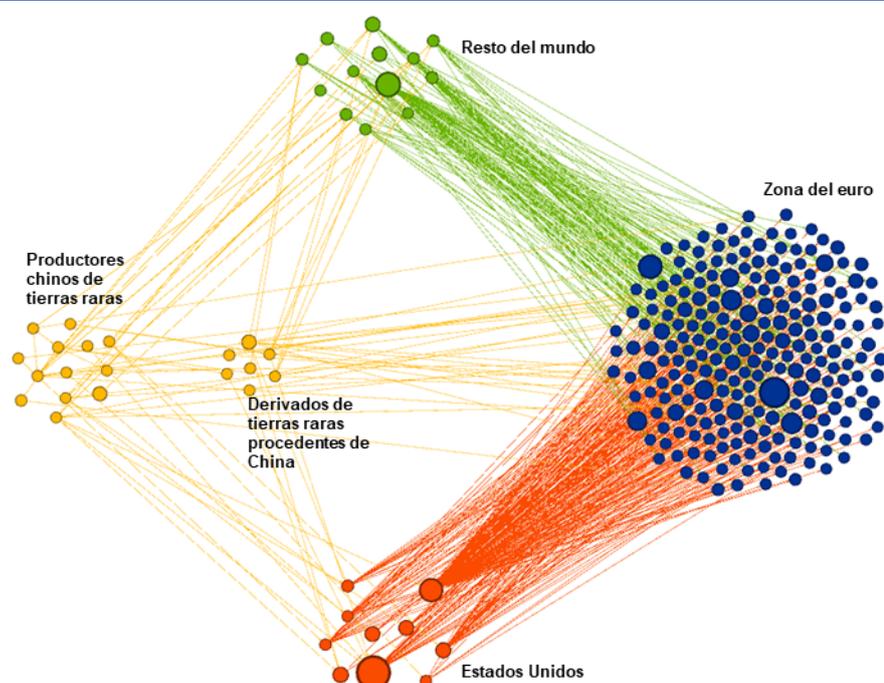
#### La red de proveedores chinos de tierras raras pone al descubierto un denso entramado de vínculos industriales globales.

Las relaciones directas con los clientes constituyen la base de la red de tierras raras, de la que forman parte empresas de Asia (fuera de China, principalmente Japón), la Unión Europea y Norteamérica. Muchas de ellas operan en sectores tecnológicos, energéticos y de manufacturas avanzadas. En la figura A se presenta la red de productores chinos de tierras raras y sus derivados, y muestra los vínculos directos entre las empresas de la zona del euro y los productores de estas tierras, así como los vínculos establecidos a través de una sola empresa intermediaria (que corresponden a las dos primeras columnas del gráfico B). De las 1.767 empresas de la zona del euro

incluidas en la muestra, se observan once vínculos directos de compañías de tierras raras con empresas de la zona y 16 vínculos con empresas que producen derivados de tierras raras, al tiempo que 223 empresas tienen vínculos a través de solo un intermediario (alrededor del 13 %)<sup>3</sup>.

### Figura A

Vínculos entre productores chinos de tierras raras y empresas de la zona del euro



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

Notas: Los nodos chinos son productores de tierras raras y de derivados. El gráfico muestra los vínculos directos e indirectos (a través del primer intermediario) de empresas chinas de tierras raras con empresas de la zona del euro. El tamaño de los nodos refleja los ingresos. En la red solo se consideran empresas respecto de las que se dispone de información sobre sus ingresos.

### Una paralización repentina del suministro de elementos de tierras raras de China a Estados Unidos repercutiría de forma significativa en las empresas de la zona del euro debido a la posición central de las empresas estadounidenses en la red de suministro global.

Las compañías del país norteamericano son los mayores intermediarios esenciales, ya que suministran productos transformados fabricados con elementos de tierras raras a las empresas de la zona del euro (gráfico C). Las corporaciones estadounidenses —incluidas importantes empresas tecnológicas como Microsoft, Apple e Intel— operan en sectores estratégicos como los de fabricación de semiconductores, producción de imanes de precisión y procesamiento de productos químicos, y dependen del abastecimiento de materias primas de China. Ello pone en evidencia la exposición indirecta de la zona del euro a los proveedores chinos de tierras raras. Solo 157 empresas estadounidenses actúan como intermediarios directos entre las empresas de la zona y los exportadores chinos de estas tierras. No obstante, estas compañías suministran productos a muchas empresas de la zona del euro, por lo que las interrupciones en

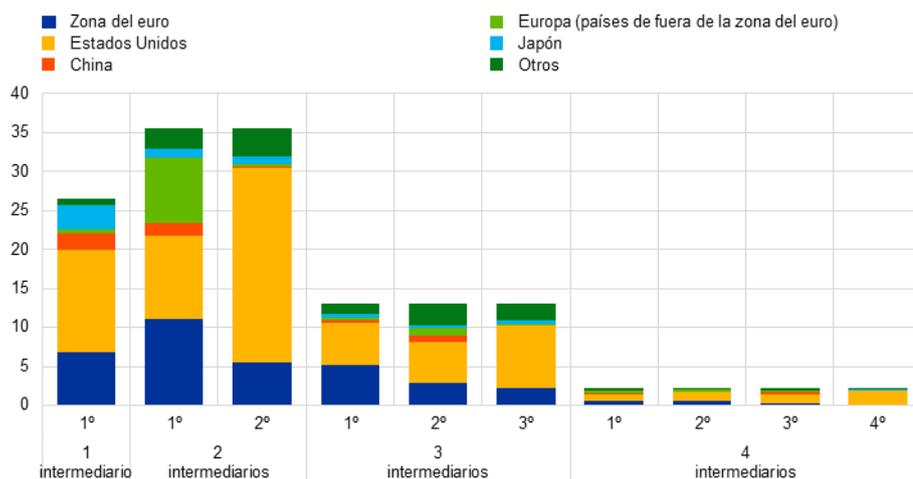
<sup>3</sup> Si también se consideran las empresas respecto de las que no se dispone de información sobre sus ingresos (12.300), las vinculadas directa e indirectamente a través de un intermediario son unas 550.

el abastecimiento de elementos de tierras raras podrían generar efectos en cascada en las cadenas de suministro.

### Gráfico C

#### País de origen de los intermediarios entre las empresas de la zona del euro y las empresas chinas de tierras raras

(porcentajes de empresas de la zona del euro, ponderadas por los ingresos)



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

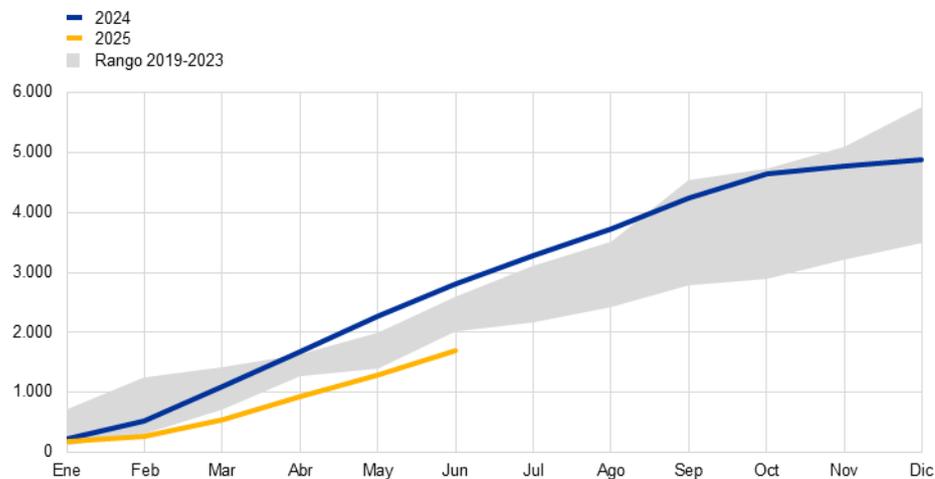
Notas: El primer intermediario es el vínculo más cercano a las empresas de la zona del euro, mientras que el intermediario con el número más alto es el vínculo más próximo a los productores chinos de tierras raras.

**Las restricciones a las exportaciones de tierras raras impuestas por China ya han provocado interrupciones en la cadena global de valor y han afectado a algunas empresas europeas.** En general, la zona del euro no había hecho acopio de elementos de tierras raras antes de que entraran en vigor las restricciones y, en junio, las importaciones agregadas de China se situaban por debajo de los niveles habituales (gráfico D). Ese mes, el sector automovilístico europeo dio la voz de alarma señalando que varias líneas y plantas de producción habían tenido que cerrar en Europa como consecuencia de unos niveles de existencias peligrosamente bajos (Asociación Europea de Proveedores de la Industria Automovilística, 2025). El retraso de China en la tramitación de las solicitudes de licencias de exportación fue la causa de parte de estas interrupciones. Sin embargo, desde entonces, las autoridades europeas han negociado para permitir que algunas empresas europeas aceleren la aprobación de las licencias.

## Gráfico D

### Importaciones de tierras raras de China por parte de la zona del euro

(toneladas, acumuladas desde enero)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra una combinación de las dos primeras columnas del gráfico A (código SA 280530 y código SA 284690). La última observación corresponde a junio de 2025.

**China está aprovechando su cuasimonopolio de elementos de tierras raras en las disputas comerciales internacionales.** Al restringir las exportaciones de tierras raras en respuesta a los aranceles estadounidenses, el país asiático ha demostrado que está dispuesto a utilizar estos elementos para presionar a sus socios comerciales. Asimismo, China podría usar las tierras raras para ejercer presiones en las negociaciones comerciales en curso con la UE. El Parlamento Europeo ha instado a la Comisión a abordar estas vulnerabilidades implementando con rapidez la Ley Europea de Materias Primas Fundamentales. Esta ley tiene por objeto, entre otros, reforzar la posición de Europa diversificando las importaciones de materias primas fundamentales y potenciando las iniciativas de reciclaje (Parlamento Europeo, 2025).

**La zona del euro sigue expuesta a riesgos asociados a la inflación y a riesgos económicos como consecuencia de su dependencia del suministro de elementos de tierras raras de China a sectores críticos.** Las disrupciones en las cadenas de suministro originadas por las restricciones a las exportaciones de este país podrían elevar los costes de los insumos para los fabricantes, en particular en el sector automovilístico, en el de electrónica y en el de energías renovables. Los mayores costes podrían incrementar los precios de consumo y contribuir a las presiones inflacionistas. Además, la escasez de materiales también podría paralizar la producción, lo que lastraría la producción industrial y frenaría la actividad económica en general. La pandemia puso en evidencia la fragilidad de las cadenas globales de suministro y mostró cómo perturbaciones repentinas pueden afectar en cascada a diferentes industrias y sectores. Las estimaciones basadas en modelos apuntan a que las disrupciones en el suministro de insumos críticos, como los elementos de tierras raras, podrían incidir de manera desproporcionada en los sectores que intervienen en las fases finales de la producción (Attinasi *et al.*, 2025). Los indicadores actuales no sugieren que las presiones en las cadenas de

suministro y las subidas de precios vayan a producirse de manera inminente. Con todo, es fundamental mantener la vigilancia y seguir de cerca los acontecimientos, dada la posibilidad de que se produzcan cambios rápidos en la dinámica de las cadenas globales de suministro. Como demuestra el estudio realizado en este recuadro, el análisis de redes podría servir como herramienta de seguimiento para identificar posibles vulnerabilidades de las cadenas de suministro.

## Bibliografía

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

Asociación Europea de Proveedores de la Industria Automovilística (2025), «[Urgent action needed as China's export restrictions on rare earths disrupt European automotive supply chains](#)», *nota de prensa*, 4 de junio.

Comisión Europea (2020), «[Critical raw materials for strategic technologies and sectors in the EU](#)», Oficina de Publicaciones de la Unión Europea.

Comisión Europea (2025), «[Critical Raw Materials Act](#)».

Parlamento Europeo (2025), «[Commission must tackle China's export restrictions on rare earth elements](#)», *nota de prensa*, 10 de julio.

Agencia Internacional de la Energía (2024), «[Global Critical Minerals Outlook 2024](#)», IEA Publications.

International Relations Committee Work stream on Open Strategic Autonomy (2023), «[The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 311, BCE.

## 2 Expectativas y comportamiento de los consumidores durante las recientes tensiones comerciales

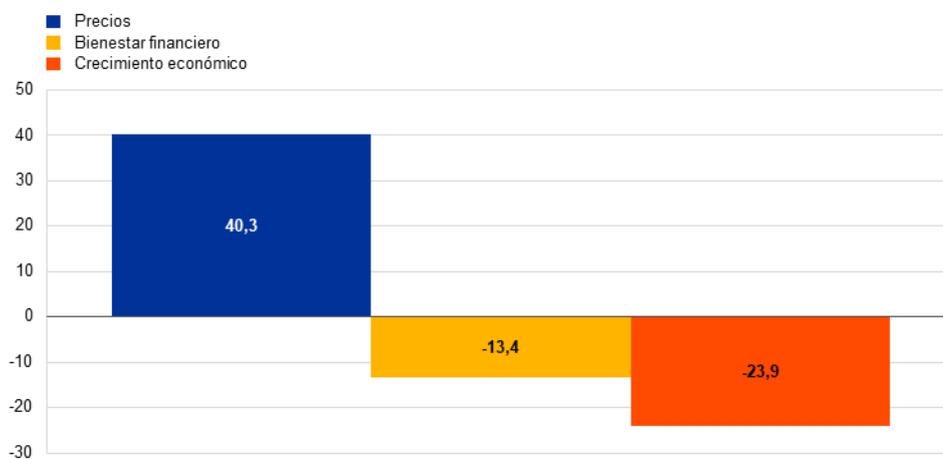
Adam Baumann, Luca Caprari, Maarten Dossche, Georgi Kocharkov y Omiros Kouvavas

**Las recientes tensiones comerciales y los anuncios de aranceles están afectando considerablemente al comportamiento y a las expectativas de los consumidores europeos.** Los datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) recopilados en junio de 2025 revelan que los consumidores europeos esperan que los aranceles tengan un impacto adverso sobre la inflación, las finanzas de los hogares y el crecimiento económico<sup>1</sup>. En términos netos, el 40 % de los encuestados considera que los aranceles tendrán un impacto inflacionista, el 13 % piensa que tendrán un efecto negativo sobre sus finanzas y el 24 % cree que frenarán el crecimiento económico (gráfico A).

### Gráfico A

Expectativas de los hogares relativas al impacto de la subida de los aranceles

(porcentajes netos ponderados)



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. Pregunta formulada: «Desde que asumió el cargo en enero, el presidente de Estados Unidos ha anunciado la imposición de posibles aranceles y varios países (incluida la Unión Europea) han anunciado medidas de represalia en respuesta. Suponiendo que los aranceles llegan a imponerse, ¿cómo cree que afectarán a las siguientes categorías en los próximos doce meses?». El promedio de los porcentajes netos ponderados se ha calculado ponderando las respuestas de la siguiente manera: «Aumentará(n) mucho» (+1), «Aumentará(n) un poco» (+0,5), «Disminuirá(n) un poco» (-0,5), «Disminuirá(n) mucho» (-1).

**Los consumidores que consideran que los aranceles tendrán un impacto inflacionista han ajustado al alza sus expectativas de inflación.** Los datos muestran que, para el grupo de la encuesta de junio de 2025 que pensaba que los aranceles tendrán un impacto inflacionista, las expectativas de inflación también se elevaron en comparación con enero de 2025, concretamente en torno a 0,2 puntos porcentuales a un año vista, 0,13 puntos porcentuales a tres años vista y

<sup>1</sup> Véase Baumann *et al.* (2025a) para un análisis detallado de la evolución reciente de la confianza de los consumidores y el correspondiente crecimiento contenido del consumo.

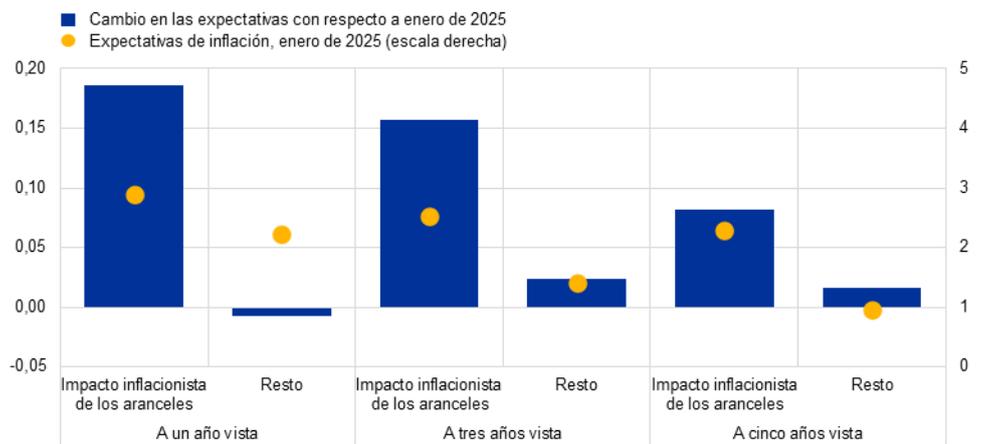
0,06 puntos porcentuales a cinco años vista (panel a del gráfico B). El ligero incremento de las expectativas de inflación a largo plazo en este grupo de encuestados sugiere que es posible que el efecto percibido de los aranceles sobre la inflación puede no ser totalmente transitorio.

### Gráfico B

#### Cambios en las expectativas debido a los aranceles

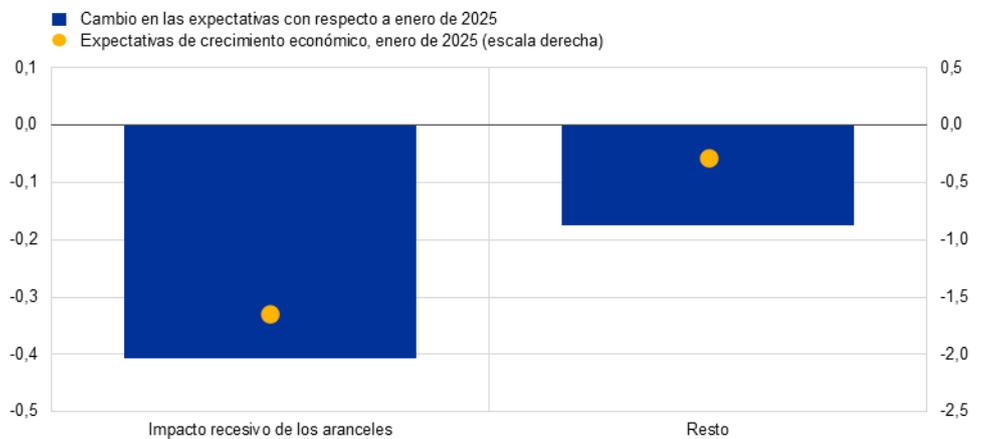
##### a) Expectativas de inflación

(escala izquierda: puntos porcentuales; escala derecha: porcentajes)



##### b) Expectativas de crecimiento económico

(escala izquierda: puntos porcentuales; escala derecha: porcentajes)



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. El panel a muestra la diferencia entre las expectativas de inflación en enero de 2025 y la media de las expectativas de inflación en abril, mayo y junio de 2025 para los encuestados que creen que los aranceles aumentarán la inflación y para aquellos que opinan que no en tres horizontes: a un año vista, a tres años vista y a cinco años vista. El panel b muestra la diferencia entre las expectativas de crecimiento económico en enero de 2025 y la media de esas expectativas en abril, mayo y junio de 2025 para los encuestados que consideran que los aranceles frenarán el crecimiento económico y para aquellos que piensan que no.

**Asimismo, la preocupación por el crecimiento económico se ha incrementado entre los que consideran que los aranceles tienen un impacto recesivo.** Los consumidores que creen que los aranceles tienen un efecto recesivo han reducido sus expectativas de crecimiento económico para los próximos doce meses en 0,4 puntos porcentuales desde enero de 2025, en comparación con un descenso de solo 0,2 puntos porcentuales en el caso del resto de encuestados (panel b del gráfico B). Estos resultados reflejan el mensaje del gráfico A, es decir, que las

tensiones comerciales están generando unas perspectivas económicas más pesimistas entre los hogares.

**En respuesta a la preocupación con respecto a los aranceles, los consumidores están modificando sus hábitos de gasto de forma notable.**

Aproximadamente el 26 % de los encuestados señalaron que estaban sustituyendo los productos estadounidenses, mientras que alrededor del 16 % indicaron que habían reducido su gasto total (panel a del gráfico C)<sup>2</sup>. Estos cambios de comportamiento varían en función del grupo de renta: los hogares de renta alta son más propensos a sustituir los productos de Estados Unidos, mientras que los de renta más baja se inclinan más por recortar su gasto total.

---

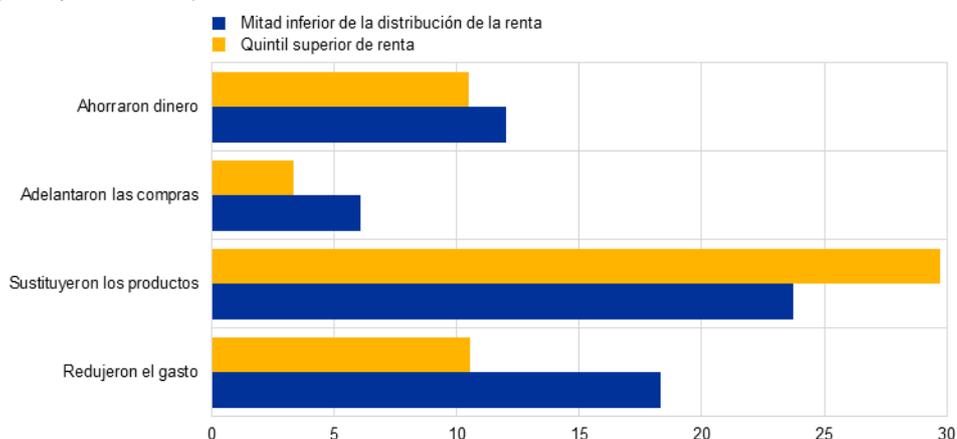
<sup>2</sup> La sustitución de productos estadounidenses señalada en la encuesta se ha producido a pesar de la depreciación significativa del dólar estadounidense.

### Gráfico C

#### Medidas adoptadas por los encuestados en la CES tras los anuncios de aranceles

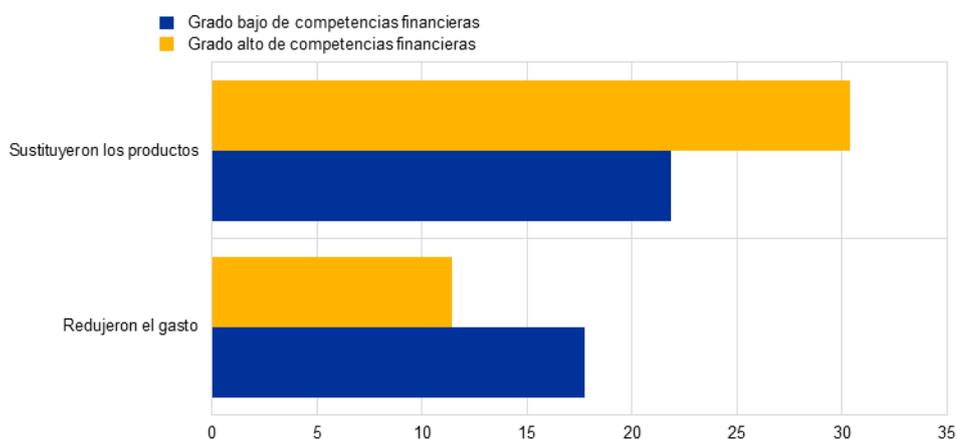
##### a) Medidas adoptadas, por nivel de renta

(porcentaje de encuestados)



##### b) Medidas adoptadas, por grado de competencias financieras

(porcentaje de encuestados)



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. Porcentaje de encuestados que adoptaron una medida específica tras el anuncio de posibles aranceles. En el panel a, los quintiles de renta se obtienen de la renta declarada por los hogares, por edición de la encuesta y por país. En el panel b, el grado de competencias financieras se basa en las puntuaciones obtenidas en un «test» financiero de la CES en una escala de 0 a 4 donde 4 equivale a un grado alto y menos de 3 representa un grado bajo de competencias financieras.

#### Las competencias financieras y la preferencia por la sustitución de productos parecen influir en las medidas adoptadas.

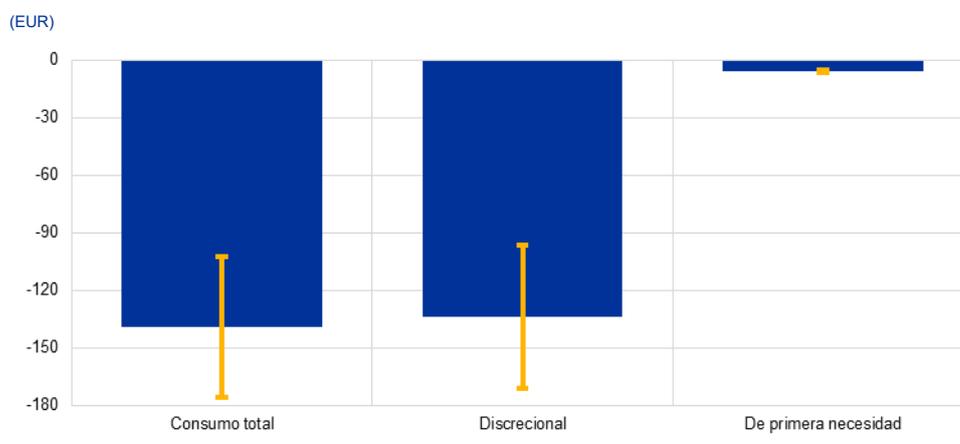
Como se ha puesto de relieve en Baumann *et al.* (2025b), muchos consumidores ya estaban dispuestos a sustituir los productos estadounidenses antes de los anuncios de aranceles realizados por la Administración de Estados Unidos en abril de 2025<sup>3</sup>. En la encuesta de junio de 2025, los consumidores con más competencias financieras eran más propensos a señalar que habían sustituido los productos estadounidenses, mientras que aquellos con menos competencias financieras eran más propensos a indicar que habían reducido su consumo total (panel b del gráfico C).

<sup>3</sup> En la encuesta de junio de 2025, las respuestas de los participantes que en marzo de 2025 señalaron que las preferencias eran la razón principal para optar por una posible sustitución indican que el 40 %, aproximadamente, ha actuado ahora de acuerdo con esas intenciones.

**La reducción del gasto obedece a los recortes del gasto discrecional.** Los consumidores que señalaron que habían ajustado su consumo después de los anuncios de aranceles redujeron su gasto nominal total en mayor medida que el grupo de comparación, estimado como la diferencia entre los dos grupos y su consumo en enero y en abril de 2025. Como era de esperar, esta reducción se debió en su totalidad al gasto discrecional, mientras que el gasto de primera necesidad se mantuvo prácticamente igual (gráfico D).

### Gráfico D

Estimaciones basadas en «diferencias en diferencias» de la reducción del consumo en respuesta a las tensiones comerciales



Fuente: BCE (CES de junio de 2025).

Notas: Datos ponderados por población. Diferencia en la variación del nivel de consumo entre enero de 2025 y abril de 2025 para los que señalaron que habían reducido el gasto después de los anuncios de aranceles y aquellos que no lo hicieron. Los bienes de primera necesidad incluyen los alimentos, las bebidas, los costes de la vivienda y los suministros básicos, mientras que el resto del consumo es discrecional. Las líneas de color amarillo representan intervalos de confianza del 90 %.

**Estos resultados ponen de relieve los efectos tangibles de las tensiones comerciales en el comportamiento y en las expectativas económicas de los consumidores europeos.** Al modificar las expectativas de inflación y de crecimiento y al desencadenar cambios en el comportamiento del gasto, los aranceles han introducido un nivel de incertidumbre que está influyendo en las decisiones de los hogares y posiblemente también en la evolución económica en términos más generales.

### Bibliografía

A. Baumann, L. Caprari, M. Dossche, G. Kocharkov y O. Kouvaras (2025a), «[La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

A. Baumann, L. Caprari, M. Dossche, G. Kocharkov y O. Kouvaras (2025b), «[How European consumers respond to US tariffs](#)», *VoxEU Column*, Centre for Economic Policy Research, 16 de julio.

### 3 Las manufacturas frente a los servicios: cómo el adelanto de compras y la incertidumbre han determinado la evolución reciente

Niccolò Battistini y Johannes Gareis

**La actividad manufacturera volvió a crecer a principios de 2025, mientras que la de los servicios se ralentizó, lo que supuso una reversión de las tendencias observadas anteriormente en los dos sectores.** Los datos cuantitativos sobre producción muestran que la actividad de las manufacturas experimentó una desaceleración significativa en 2023 y 2024. Sin embargo, en el primer trimestre de 2025, dicha actividad repuntó cuando la contracción de la zona del euro, excluida Irlanda, se interrumpió bruscamente, al tiempo que, en Irlanda, el crecimiento se aceleró (gráfico A). En cambio, en los servicios, que habían seguido expandiéndose en los dos años anteriores, la actividad perdió impulso. Los datos de las encuestas de la Comisión Europea sobre las percepciones de las empresas confirman esta reversión. Las empresas manufactureras percibían un aumento notable de la actividad que, no obstante, se mantenía por debajo de su media de largo plazo. Por el contrario, las empresas de servicios señalaron una caída de la actividad percibida por debajo de los patrones históricos. La divergencia observada previamente entre las manufacturas y los servicios reflejó la escalada de la inflación provocada por los precios de la energía y el consiguiente endurecimiento de la política monetaria, que afectaron al sector manufacturero en particular, mientras que los servicios se vieron respaldados por la normalización de los hábitos de consumo tras la pandemia<sup>1</sup>. Aunque algunos de estos determinantes han revertido, han aparecido nuevos factores. Es probable que el adelanto temporal de las compras en previsión de las subidas de los aranceles estadounidenses haya contribuido a la recuperación de las manufacturas, mientras que la creciente incertidumbre en torno a la política comercial (y, más en general, a la política económica) parece haber moderado la actividad en su conjunto. En este recuadro se examinan el adelanto de compras y la incertidumbre sobre la política comercial utilizando datos granulares por sectores y se consideran las perspectivas a corto plazo para la actividad de las manufacturas y de los servicios.

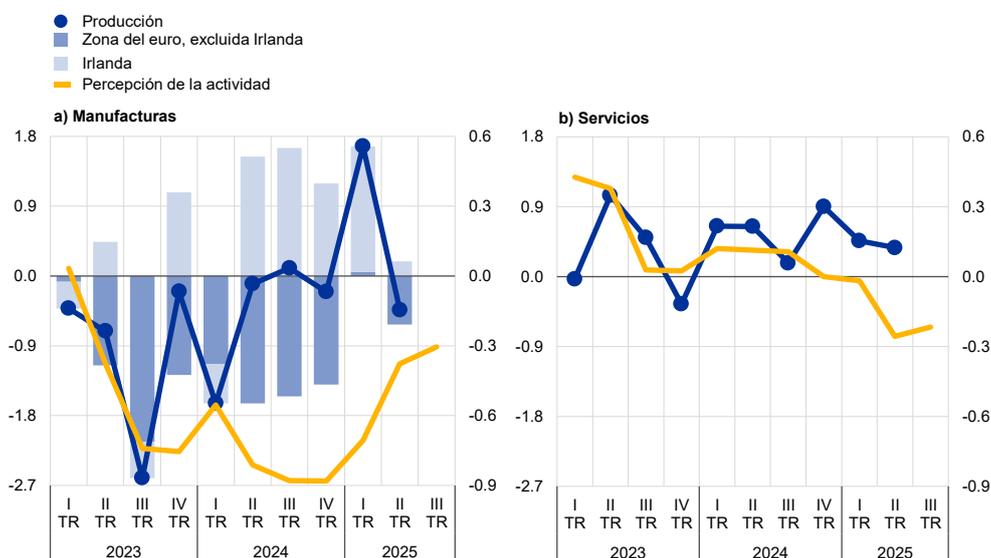
---

<sup>1</sup> Para conocer un análisis del impacto del anterior endurecimiento de la política monetaria en la actividad de los sectores de manufacturas y de servicios, véase Battistini y Gareis (2023).

## Gráfico A

### Producción y percepción de la actividad en las manufacturas y los servicios

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales; escala derecha: saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: La producción de los servicios se refiere a la economía de mercado, excluidos los servicios financieros y públicos. «Percepción de la actividad» se refiere a la valoración de las empresas de cambios en la producción en los tres meses anteriores en el caso de las manufacturas y a la demanda en los tres meses anteriores en el de los servicios. Los indicadores de opinión se han normalizado para el período comprendido entre enero de 1999 y la fecha de la última observación. Las medias trimestrales de las observaciones más recientes se calculan a partir de las observaciones mensuales disponibles. Las últimas observaciones mensuales corresponden a junio de 2025 para la producción manufacturera, a mayo de 2025 para la producción de los servicios y a julio de 2025 para las encuestas de opinión.

### Es probable que el adelanto de las compras en previsión del aumento de los aranceles estadounidenses diera un impulso temporal a la actividad manufacturera en el primer trimestre de 2025.

De acuerdo con las encuestas a empresas, el adelanto reflejó un fuerte incremento transitorio de la demanda de Estados Unidos de bienes de la zona del euro con anterioridad a las subidas arancelarias previstas para abril (Melemenidis *et al.*, 2025). Ello es acorde con el momento y la magnitud de las fluctuaciones en la producción de las manufacturas. La producción de este sector se expandió de manera acusada en el primer trimestre tras dos años de descenso, en gran parte como consecuencia del vigoroso crecimiento registrado en marzo —mes en el que alcanzó un máximo—, y posteriormente cayó entre abril y junio. Los efectos del adelanto temporal también son evidentes si la exposición de distintos sectores a las exportaciones a Estados Unidos se compara con su dinámica de producción (gráfico B). En los sectores con mayor exposición a las exportaciones al país norteamericano se observó un avance más pronunciado de la producción en marzo (panel a del gráfico B) y una caída más intensa entre abril y junio (panel b del gráfico B). La industria farmacéutica es la que ilustra esta dinámica con mayor claridad, dado que está muy expuesta a las exportaciones a Estados Unidos. En este sector, la producción creció casi un 9 % en marzo en comparación con febrero, y después, en el segundo trimestre, experimentó una caída que en promedio fue de una magnitud similar. En varios países, esta evolución reflejó en gran medida la fuerte volatilidad de la fabricación

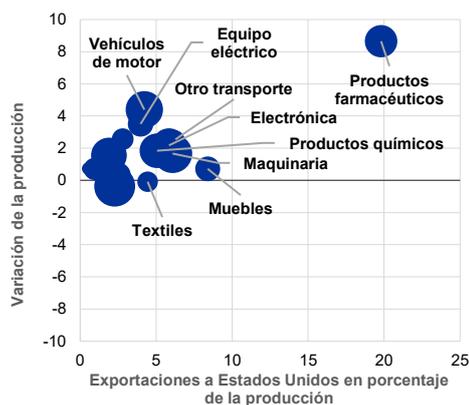
de productos farmacéuticos en Alemania, Países Bajos y, muy probablemente, Irlanda<sup>2</sup>.

### Gráfico B

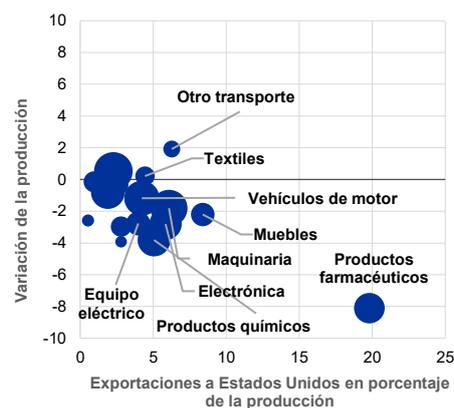
#### Producción de las manufacturas y exposición a las exportaciones a Estados Unidos

(tasas de variación de un período con respecto a otro)

a) Marzo con respecto a febrero



b) Media de abril-junio con respecto a marzo



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: El tamaño de los puntos refleja la participación de los sectores en el valor añadido bruto total. Las etiquetas identifican a los sectores en los que las exportaciones a Estados Unidos superan el 3 % de la producción del sector. Los datos *input-output* sectoriales se basan en las tablas de la base de datos FIGARO correspondientes a 2022. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2025.

**Si bien la actividad de las manufacturas se vio favorecida temporalmente por el adelanto de las compras, es probable que la creciente incertidumbre acerca de la política comercial haya contribuido a la reciente pérdida de impulso observada en los servicios.** Después del anuncio de la imposición de aranceles realizado por la Administración estadounidense el 2 de abril, la incertidumbre en torno a la política comercial se incrementó hasta alcanzar un máximo histórico, muy por encima de los niveles observados en episodios anteriores de tensiones comerciales, como las disputas entre el país norteamericano y China durante el primer mandato del presidente Trump (gráfico C)<sup>3</sup>. La evidencia empírica muestra que la incertidumbre sobre la política comercial afecta de manera desproporcionada a la inversión empresarial (Caldara *et al.*, 2020; Andersson *et al.*, 2024) y a la actividad sectorial relacionada (De Santis y Zimic, 2019). Los datos granulares y actualizados procedentes de encuestas a los distintos sectores respaldan esta conclusión. Durante la primera Administración Trump, la actividad percibida disminuyó entre las empresas manufactureras y de servicios empresariales —ambos

<sup>2</sup> La fabricación de productos farmacéuticos en Alemania y Países Bajos se incrementó alrededor del 19 % y el 17 % entre febrero y marzo, y descendió en torno al 15 % y el 26 %, en promedio, en el segundo trimestre en comparación con marzo, respectivamente. Aunque no se dispone de datos oficiales sobre la producción de la industria farmacéutica de Irlanda, la producción del «sector moderno» (incluido el farmacéutico) de este país y sus exportaciones de productos farmacéuticos a Estados Unidos experimentaron un fuerte avance en marzo antes de descender en el segundo trimestre, lo que puede sugerir un patrón similar de producción.

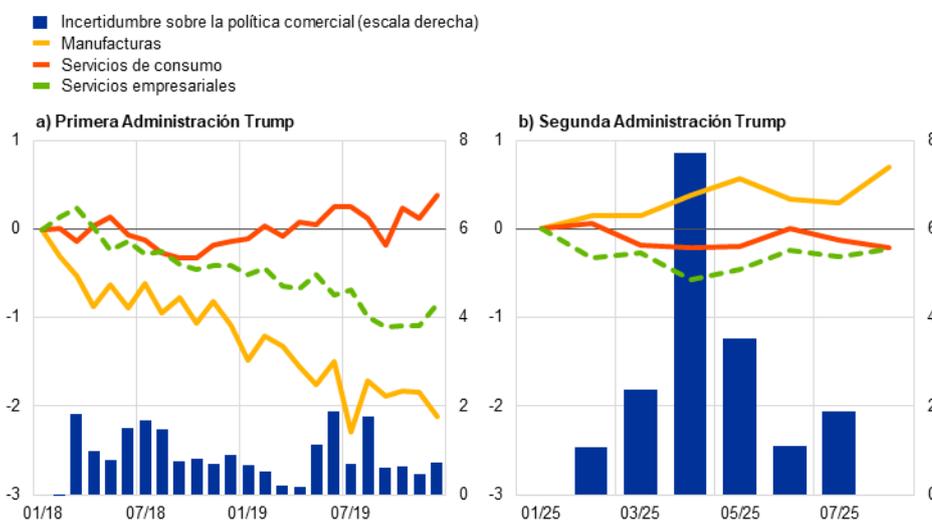
<sup>3</sup> En este recuadro, la incertidumbre sobre la política comercial se refiere al índice elaborado por Caldara *et al.* (2020), que se construye haciendo un recuento de la frecuencia de aparición conjunta de los términos «política comercial» e «incertidumbre» en periódicos importantes de Estados Unidos. Para conocer un análisis inicial de la importancia de la incertidumbre en torno a la política comercial en comparación con otros indicadores de incertidumbre durante la primera Administración Trump, véase Azqueta-Gavaldón *et al.* (2019).

sectores estrechamente vinculados a la inversión empresarial—, mientras que mantuvo capacidad de resistencia en los servicios de consumo (panel a del gráfico C)<sup>4</sup>. De igual modo, en la coyuntura actual, es probable que la mayor incertidumbre sobre la política comercial haya afectado más a las manufacturas y a los servicios empresariales que a los servicios de consumo. Con todo, en el caso de las manufacturas, este impacto negativo se ha visto ampliamente compensado hasta ahora por los efectos positivos del adelanto de las compras, que han impulsado temporalmente la producción (panel b del gráfico C).

### Gráfico C

#### Incertidumbre sobre la política comercial y percepción de la actividad en las manufacturas y los servicios

(escala izquierda: variaciones acumuladas en saldos netos normalizados; escala derecha: variación acumulada en el índice normalizado)



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

Notas: «Percepción de la actividad» se refiere a la valoración de las empresas de cambios en la producción en los tres meses anteriores en el caso de las manufacturas y a la demanda en los tres meses anteriores en el de los servicios. Los servicios de consumo incluyen los servicios de alojamiento y restauración, así como actividades de agencias de viajes, de emisión de radio y televisión y actividades postales; los servicios empresariales incluyen las demás actividades profesionales, almacenamiento, edición (principalmente *software*) y reparación de ordenadores. En relación con el indicador de incertidumbre sobre la política comercial, véase *Caldara et al. (2020)*. Las variaciones acumuladas se han calculado a partir de enero de 2018 en el panel a) y de enero de 2025 en el panel b). Las últimas observaciones corresponden a julio de 2025.

#### Diversos factores están determinando las perspectivas para las manufacturas y los servicios, y todavía no se observa una señal clara de cuáles prevalecerán.

Los datos de las encuestas de la Comisión Europea indican que la actividad ha disminuido ligeramente en los servicios de consumo, mientras que ha registrado una leve recuperación en los servicios empresariales, en el período transcurrido del tercer trimestre, ya que la incertidumbre en torno a la política comercial se ha reducido (panel b del gráfico C). Además, la actividad de las manufacturas ha seguido aumentando hasta situarse por encima del nivel de principios de año. Al considerar los riesgos originados por la incertidumbre, si la

<sup>4</sup> La creciente incertidumbre sobre la política comercial durante el primer mandato del presidente Trump debería ser solo un factor que explica la percepción de menor actividad en las manufacturas y en los servicios empresariales. Esta evolución también puede haberse visto influenciada por otros factores, entre ellos las dificultades del sector del automóvil como consecuencia de la introducción de nuevas normas sobre emisiones, las turbulencias financieras en los mercados emergentes y el Brexit (Gunnella y Quaglietti, 2019).

incertidumbre sobre la política comercial continuara siendo elevada en términos históricos, sus efectos moderadores podrían seguir afectando a los servicios y se harían evidentes en las manufacturas a medida que revierten los efectos del adelanto de las compras. Con todo, el acuerdo comercial alcanzado entre la UE y Estados Unidos podría dar lugar a una disminución rápida de la incertidumbre, lo que mitigaría algunos de sus impactos adversos. Aparte de los riesgos asociados a la incertidumbre, es probable que otros determinantes influyan en las perspectivas. Existen factores adversos con origen en la apreciación del euro y en el impacto de las subidas arancelarias, mientras que los efectos retardados de la relajación de la política monetaria y el posible apoyo procedente del aumento del gasto en defensa e infraestructuras son factores positivos compensatorios.

## Bibliografía

- M. Andersson, A. Bobasu y R. A. De Santis (2024), «[¿Qué señales económicas envían los indicadores de incertidumbre?](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- A. Azqueta-Gavaldón, D. Hirschbühl, L. Onorante y L. Saiz (2019), «[Fuentes de incertidumbre sobre las políticas económicas en la zona del euro: un enfoque basado en el aprendizaje automático](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- N. Battistini y J. Gareis (2023), «[La política monetaria y la reciente desaceleración en las manufacturas y los servicios](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino y A. Raffo (2020), «The economic effects of trade policy uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, enero, pp. 38-59.
- R. A. De Santis y S. Zimic (2019), «[El papel de los factores internos y externos en la caída de la producción industrial de la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE.
- V. Gunnella y L. Quaglietti (2019), «[The economic implications of rising protectionism: a euro area and global perspective](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE.
- A. Melemenidis, R. Morris y M. Roma (2025), «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

## Disposición de los trabajadores a aceptar reducciones salariales a cambio de la flexibilidad del teletrabajo

Clémence Berson, António Dias da Silva y Marco Weissler

**Desde la pandemia, el teletrabajo se ha convertido en una práctica más habitual en la zona del euro**<sup>1</sup>. Según Eurostat, el porcentaje de trabajadores por cuenta ajena de entre 20 y 64 años que, al menos ocasionalmente, trabajaban en remoto se duplicó entre 2019 y 2024, desde el 11,7 % hasta el 22,4 %<sup>2</sup>. Entre los participantes en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), el trabajo a distancia era aún más común, dado que, en mayo de 2024, el 33,6 % de los asalariados indicó que teletrabajaba como mínimo dos días por semana. Esta discrepancia podría atribuirse a diferencias metodológicas y, puesto que la encuesta CES se lleva a cabo *online*, a posibles disparidades en los muestreos. La CES también pone de relieve que estas modalidades de teletrabajo parecen haberse consolidado, ya que se han mantenido estables, en general, entre 2024 y 2025. A menudo, las empresas ofrecen prestaciones extrasalariales, entre ellas posibilidades de teletrabajar, como alternativa a los incrementos salariales. Una conclusión frecuente a la que se llega en estudios internacionales previos sobre este tema es que los empleados estarían dispuestos a renunciar a una parte de su salario a cambio de poder trabajar a distancia (Aksoy *et al.*, 2022, Nagler *et al.*, 2024 y Cullen *et al.*, 2025). En este recuadro se analiza en qué medida los trabajadores de la zona del euro valoran la opción de poder teletrabajar.

**Según la encuesta CES, el modelo de trabajo híbrido sigue siendo el más común y la opción preferida por los que trabajan en remoto.** En 2025, el 55,7 % nunca teletrabajaba, el 11,9 % aproximadamente un día a la semana, el 21,9 % entre dos y cuatro días por semana («trabajo híbrido») y el 10,6 % cinco o más días a la semana (gráfico A)<sup>3</sup>. Cuando se comparan las modalidades de teletrabajo reales con las preferidas por los empleados se constatan algunas diferencias significativas. La mayor brecha se observa en el caso de los que actualmente trabajan en remoto una vez a la semana, seguidos de los que nunca teletrabajan y de aquellos que lo hacen todo el tiempo. En general, parece que el modelo de trabajo híbrido es la opción preferida, ya que la mayoría de los empleados que se acogen a esta modalidad (84 %) manifiestan estar satisfechos con su régimen actual de teletrabajo. Es interesante señalar que el 43 % de los que trabajan en remoto todo el tiempo preferirían trabajar menos días desde casa, lo que sugiere

<sup>1</sup> En este recuadro, se emplean indistintamente «teletrabajar», «trabajar en remoto», «trabajar a distancia» y «trabajar desde casa» para hacer referencia al trabajo realizado en un lugar distinto de la oficina o de otro centro de trabajo convencional, ya sea el domicilio del trabajador u otro lugar de su elección.

<sup>2</sup> Estos porcentajes se refieren a trabajadores por cuenta ajena de entre 20 y 64 años. Además, aunque el porcentaje actual de teletrabajadores es más elevado que en 2019, es más bajo que en 2021 y 2022, en consonancia con la evidencia relativa a Estados Unidos (Bick *et al.*, 2025). Para un análisis de la evolución del trabajo en remoto en la zona del euro durante la pandemia, véase Dias Da Silva *et al.* (2023).

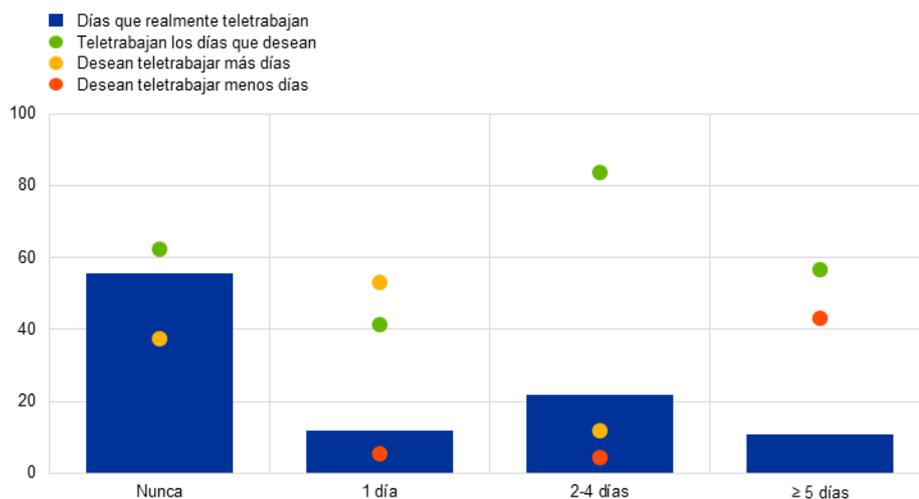
<sup>3</sup> Las cifras agregadas ocultan diferencias sustanciales entre las distintas profesiones en cuanto a la viabilidad del teletrabajo, tal como se muestra en Dias da Silva *et al.* (2023).

que el teletrabajo puede estar más determinado por las necesidades o las exigencias de la empresa que por las preferencias de los empleados<sup>4</sup>.

### Gráfico A

#### Días reales de teletrabajo a la semana y días de teletrabajo deseados

(columnas: porcentaje de trabajadores; puntos: porcentaje de trabajadores en cada columna)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Resultados del módulo anual sobre el mercado de trabajo de la encuesta CES finalizado en mayo de 2025 para trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años. Estos resultados se basan en las preguntas siguientes: «En general, ¿cuántos días ha trabajado desde casa en una semana típica en los últimos tres meses?» y «En los próximos doce meses, ¿cuántos días a la semana le gustaría trabajar desde casa en una semana típica?».

**Los trabajadores no están dispuestos a renunciar a una parte importante de su salario a cambio de un modelo de trabajo híbrido, a pesar del alto grado de satisfacción con su régimen de teletrabajo actual.** En mayo de 2025, se solicitó a los participantes en la encuesta CES que, suponiendo que su empresa no permitiese el teletrabajo, indicaran el nivel de reducción salarial que estarían dispuestos a aceptar (en porcentaje de su sueldo actual) para tener la opción de trabajar en remoto dos o tres días por semana. Los resultados muestran que el 70 % no estaría dispuesto a admitir un recorte salarial a cambio de teletrabajar. Sin embargo, el 13 % aceptaría una rebaja de entre el 1 % y el 5 %, mientras que el 8 % estaría de acuerdo con una disminución de entre el 6 % y el 10 % (panel a del gráfico B).

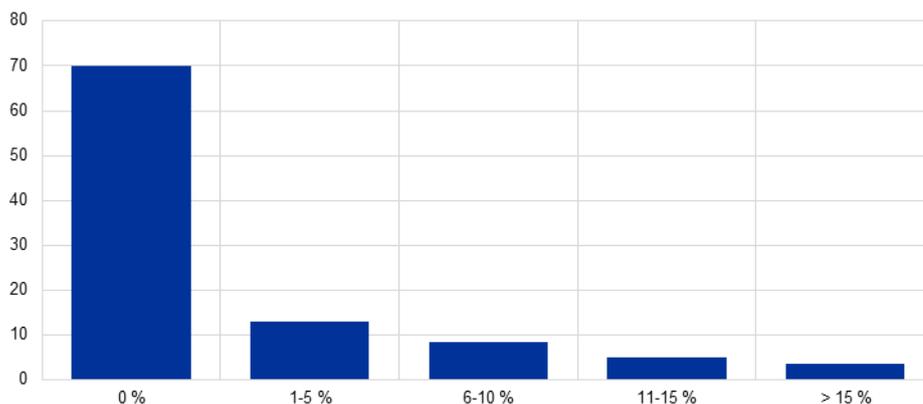
<sup>4</sup> Solo la mitad de los empleados que en mayo de 2024 indicaron que trabajaban en remoto todo el tiempo mantenían las mismas condiciones de teletrabajo en mayo de 2025, frente al 74 % de los que seguían acogidos a un modelo de trabajo híbrido y el 88 % de los que nunca o casi nunca teletrabajaban. Esto sugiere que el trabajo 100 % a distancia no es una modalidad que se mantenga en el tiempo.

## Gráfico B

### Disposición a aceptar una reducción salarial a cambio de un modelo de trabajo híbrido

#### a) Porcentaje de trabajadores dispuestos a aceptar una reducción salarial

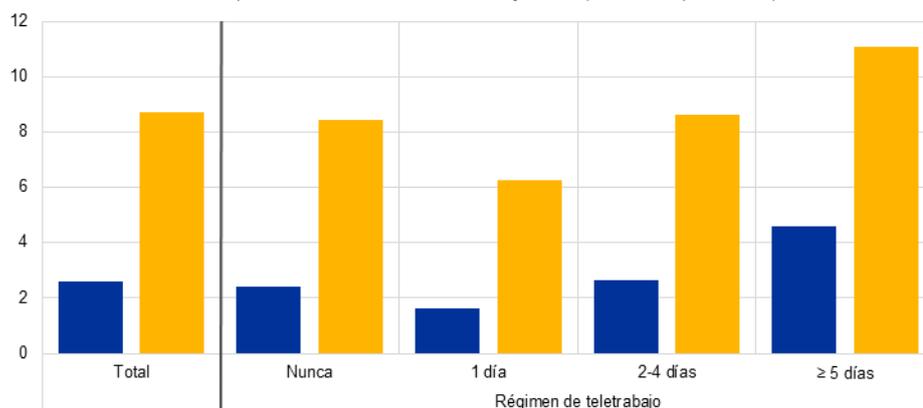
(eje de abscisas: porcentaje del salario actual; eje de ordenadas: porcentaje de trabajadores)



#### b) Reducción salarial media aceptable a cambio de un modelo de trabajo híbrido

(porcentaje del salario actual)

■ Reducción salarial aceptable a cambio de un modelo de trabajo híbrido  
■ Reducción salarial aceptable a cambio de un modelo de trabajo híbrido (reducción superior a cero)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES).

Notas: Resultados del módulo anual sobre el mercado de trabajo de la encuesta CES finalizado en mayo de 2025 para trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años. Los resultados del panel b se basan en la pregunta siguiente: «Imagine que su empresa no permite que sus empleados teletrabajen. ¿Cuál es la mayor reducción de salario (en porcentaje de su salario actual) que estaría dispuesto a aceptar teóricamente por trabajar dos o tres días a la semana desde casa?». Los resultados excluyen a aquellos trabajadores cuya actividad no puede llevarse a cabo en remoto.

### La reducción salarial media que los trabajadores aceptarían a cambio de trabajar a distancia dos o tres días a la semana asciende al 2,6 %.

Este porcentaje es significativamente más bajo que otras estimaciones de la literatura empírica. Barrero *et al.* (2021) estiman que en Estados Unidos los trabajadores aceptarían un recorte del 7 % si pudieran teletrabajar dos o tres días por semana. Según lo estimado por Nagler *et al.* (2024), en Alemania los asalariados están dispuestos a renunciar al 7,7 % de sus ingresos salariales por la posibilidad de trabajar en remoto todo el tiempo y al 5,4 % por teletrabajar dos días a la semana. Centrándose en el sector tecnológico estadounidense, Cullen *et al.* (2025) calculan que los trabajadores serían proclives a asumir una reducción de alrededor del 25 %

de su salario total para poder optar a un trabajo a distancia frente a uno totalmente presencial.

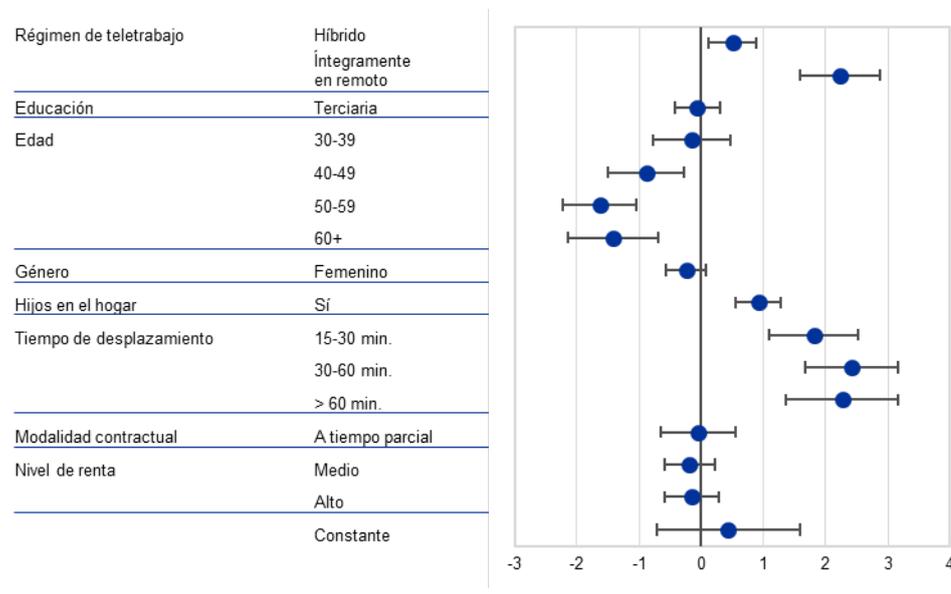
**Se observan grandes diferencias en la disposición a aceptar una reducción salarial en función de las distintas modalidades de teletrabajo.** Los empleados que en la actualidad trabajan en remoto con más frecuencia tienden a estar dispuestos a aceptar un mayor recorte de su salario para mantener este régimen de trabajo (panel b del gráfico B). Aquellos que teletrabajan todo el tiempo se muestran dispuestos a asumir una rebaja del 4,6 %. En cambio, los que actualmente trabajan a distancia un día a la semana aceptarían una reducción salarial de solo el 1,6 %. Entre los que manifiestan su disposición a admitir un salario menor, el recorte medio aceptable es mucho más elevado (8,7 %). Ello sugiere que, si bien la mayoría de los empleados no son muy proclives a renunciar a una parte de su sueldo por teletrabajar, algunos consideran que el teletrabajo es una prestación extrasalarial valiosa.

**Las características personales y del puesto influyen en la medida en que los trabajadores valoran la opción de trabajar en remoto (gráfico C).** Los más jóvenes suelen dar más valor al teletrabajo que los de mayor edad. Los empleados con hijos en el hogar tienden a valorarlo mucho (véase, por ejemplo, Aksoy *et al.*, 2025), al igual que aquellos con tiempos de desplazamiento al lugar de trabajo más largos. En cambio, parece que la renta, el nivel educativo y el género del trabajador tienen un impacto reducido en su valoración del teletrabajo.

## Gráfico C

### Disposición a aceptar una reducción salarial: resultados de una regresión a partir de las características personales y del puesto

(porcentaje del salario actual)



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Resultados del módulo anual sobre el mercado de trabajo de la encuesta CES finalizado en mayo de 2025 para trabajadores con edades comprendidas entre 20 y 64 años. Coeficientes e intervalos de confianza del 95 % de una regresión lineal con errores estándar robustos a la heterocedasticidad. Las categorías de referencia omitidas son «Nunca» y «un día a la semana» (para régimen de teletrabajo), «20-29» (para edad), «0-15 min» (para tiempo de desplazamiento) y «Bajo» (para nivel de renta). Los grupos de renta se definen como terciles de los salarios por hora recortados en abril de 2025. Los resultados excluyen a aquellos trabajadores cuya actividad no puede llevarse a cabo en remoto. Ejemplo a efectos ilustrativos: los empleados de empresas con un modelo de trabajo híbrido (2-4 días de teletrabajo por semana) están dispuestos, en promedio, a aceptar un recorte salarial estimado 0,5 puntos porcentuales superior al de aquellos que nunca o casi nunca teletrabajan. La probabilidad de que el valor verdadero de esta estimación se sitúe entre 0,1 y 0,9 puntos porcentuales es del 95 %, es decir, es probable que sea superior a cero.

**Otros factores pueden influir en estos resultados.** Trabajar a distancia conlleva retos como el aislamiento social, menos oportunidades para relacionarse con los compañeros y preocupación por la falta de visibilidad en el trabajo. Estos factores pueden ser el motivo por el que muchos no están dispuestos a aceptar una reducción salarial a cambio de posibilidades de trabajo híbrido. Sin embargo, para algunos —especialmente aquellos con hijos o tiempos de desplazamiento largos— el trabajo en remoto es muy valioso, ya que les ayuda a conciliar su vida laboral y personal. También puede contribuir a que los trabajadores que se enfrentan a determinadas circunstancias externas participen en el mercado laboral o acepten empleos que de otro modo no podrían llevar a cabo, por ejemplo, reduciendo el coste de los desplazamientos o facilitando las responsabilidades de cuidado familiar. Por tanto, la flexibilidad del teletrabajo puede contribuir a atraer y retener trabajadores, sobre todo en mercados de trabajo tensionados con escasez de personal cualificado.

## Bibliografía

C. G. Aksoy, J. M. Barrero, N. Bloom, S. J. Davis, M. Dolls y P. Zarate (2022), «Working from Home Around the World», *Brookings Papers on Economic Activity*, The Brookings Institution, pp. 281-330.

C. G. Aksoy, J. M. Barrero, N. Bloom, S. J. Davis, M. Dolls y P. Zarate (2022), «Working from Home in 2025: Five Key Facts», Stanford Institute for Economic Policy Research, Stanford University, 14 de abril.

J. M. Barrero, N. Bloom y S. J. Davis (2021), «Why Working from Home Will Stick», *NBER Working Paper*, n.º 28731, abril.

A. Bick, A. Blandin, A. Caplan y T. Caplan (2025), «The work from home divide: Insights from six US surveys», *VoxEU column*, 4 de marzo.

Z. Cullen, B. Pakzad-Hurson y R. Perez-Truglia (2025), «Home Sweet Home: How Much Do Employees Value Remote Work?», *AEA Papers and Proceedings*, vol. 115, pp. 276-281, mayo.

A. Dias da Silva, D. Georgarakos y M. Weessler (2023), «[Preferencias de trabajo en remoto tras la pandemia](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

M. Nagler, J. Rincke y E. Winkler (2024), «Working from home, commuting, and gender», *Journal of Population Economics*, vol. 37, art. n.º 58, 8 de junio, pp. 1-23.

## 5 Seguimiento de la atención a la inflación en las noticias de prensa

Ilias Aarab, Marta Bañbura, Elena Bobeica y Emma Leguay

**El grado de atención que los ciudadanos prestan a la inflación puede afectar a las expectativas de inflación, a la propagación de *shocks* a la inflación y a la transmisión de la política monetaria.** En concreto, el nivel de atención determina cómo se forman dichas expectativas, que desempeñan un papel fundamental en la dinámica de los precios y los salarios. La atención que se dedica a la inflación varía con el tiempo<sup>1</sup>. Cuando es elevada, las expectativas son más sensibles a su evolución, lo que podría dar lugar a una transmisión más intensa y rápida a los precios y salarios reales. Estudios previos también muestran que las personas que prestan atención a la inflación y las que no lo hacen pueden responder de manera diferente a la política monetaria. Así pues, el grado de atención puede influir en la efectividad de la transmisión de la política monetaria (Pfäuti, 2024; Song y Stern, 2024).

**En este recuadro, la atención prestada a la inflación se aproxima midiendo la relevancia de este tema en la prensa.** Las encuestas pueden proporcionar una medida directa de la atención a través de preguntas específicas, pero la cobertura de prensa ofrece una alternativa indirecta, reflejando la información que está a disposición de los agentes económicos<sup>2</sup>. Se ha constatado que esta cobertura determina las percepciones y las expectativas de los consumidores, ya que los hogares recurren a los medios de comunicación para mantenerse informados sobre la evolución de los precios<sup>3</sup>. Además, los datos de noticias de prensa están disponibles con alta frecuencia y de manera oportuna.

**En este recuadro se presenta una medida de la atención prestada a la inflación basada en diccionarios, que se basa en un amplio corpus de artículos publicados en periódicos generalistas de las cuatro economías principales de la zona del euro.** Para medir la atención a la inflación en la zona del euro se sigue la metodología propuesta por Baker *et al.* (2016) con el fin de obtener un índice de incertidumbre de política económica. Se calcula la proporción de artículos de prensa que contienen una o varias palabras clave asociadas a la inflación<sup>4</sup>. Se utilizan artículos publicados en sus idiomas originales en periódicos de Francia, Alemania,

<sup>1</sup> A menudo, las personas no recopilan ni procesan toda la información disponible al tomar decisiones, ya sea debido a limitaciones cognitivas o a los costes asociados. En este último caso, tienden a dar prioridad a las señales más relevantes (Handel y Schwartzstein, 2018; Coibion *et al.*, 2018). Este mecanismo, conocido como «desatención racional» (para un análisis, véase Maćkowiak *et al.*, 2023), puede influir en las expectativas y, por tanto, tiene implicaciones significativas para las dinámicas de la economía.

<sup>2</sup> En otros estudios se han analizado otras fuentes de datos como X (antes Twitter), Google Trends o la cobertura televisiva, tanto para Estados Unidos como para países europeos, y se han obtenido resultados similares a los presentados en este recuadro (véase, por ejemplo, Buelens, 2023; Korenok *et al.*, 2022).

<sup>3</sup> Véanse, por ejemplo, Larsen *et al.* (2021); Nimark y Pitschner (2019), y Arndt (2024).

<sup>4</sup> Aparte del término «inflación», en este recuadro se utilizan varios términos y expresiones relacionados, incluidos sinónimos de subidas, dinámicas y presiones de precios, evolución del poder adquisitivo y del valor de la moneda, así como sus variantes gramaticales en cada idioma.

Italia y España<sup>5</sup>. Estos artículos proceden de Factiva, una base de datos de noticias de prensa mantenida por Dow Jones. Después de realizar varias fases de preprocesamiento y «limpieza», el resultado es una base de datos con más de tres millones de artículos, con una media de 10.000 artículos publicados al mes<sup>6</sup>. Para cada idioma se construye un conjunto de palabras clave relacionadas con la inflación (el «diccionario») y se calcula la proporción diaria de artículos en el corpus de cada periódico que contienen al menos una de estas palabras clave. La serie temporal diaria de cada periódico se estandariza para que mantenga una desviación típica igual a uno para el período 1997-2011. A continuación, se calcula la media de estas proporciones estandarizadas en los distintos periódicos para elaborar la serie temporal diaria consolidada. Por último, esta serie temporal se normaliza para obtener una media de 100 durante ese mismo período<sup>7</sup>. Así pues, un valor de 500 del índice de atención a la inflación significa que esta es cinco veces mayor que la atención media prestada entre 1997 y 2011. El índice de atención a la inflación resultante muestra una fuerte correlación (0,85) con la inflación durante todo el período muestral disponible.

---

<sup>5</sup> Francia: *Le Monde, Les Echos, Le Figaro*; Alemania: *Der Tagesspiegel, Die Welt, Die Süddeutsche Zeitung*; Italia: *Il Corriere della Sera, Il Sole 24 Ore, La Repubblica, La Stampa*; España: *El Mundo, El País, Expansión, La Vanguardia*.

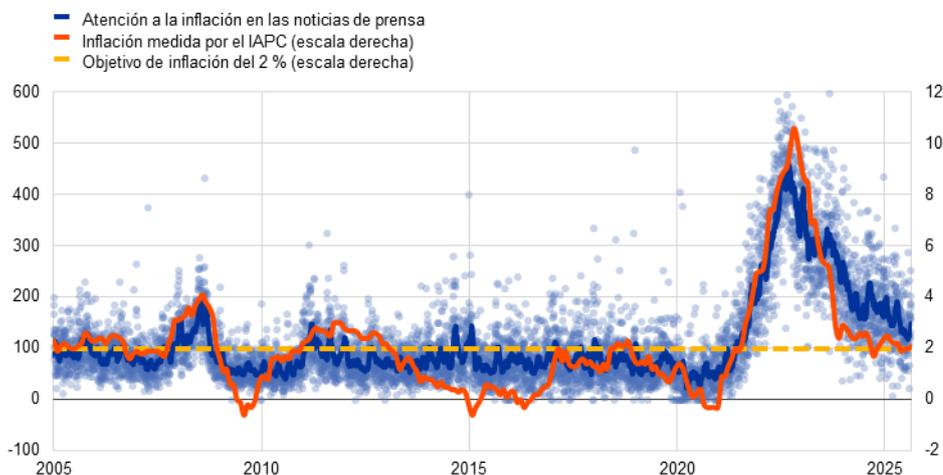
<sup>6</sup> Esta metodología asume que la calidad de los datos de texto es alta. Para garantizarlo, se llevan a cabo varias fases de preprocesamiento diseñadas con el fin de excluir documentos que probablemente no sean relevantes y de limpiar otros componentes de los datos que podrían distorsionar la señal. Ejemplos de este tipo de registros son aquellos extremadamente breves o largos, los que tienen un contenido explícitamente republicado y aquellos cuya codificación temática no figura en la lista de categorías relacionadas con la economía.

<sup>7</sup> La metodología aplicada en este análisis es distinta de la que siguen Baker *et al.* (2016) en dos aspectos. En primer lugar, el índice se ha calculado con frecuencia diaria, mientras que en Baker *et al.* la frecuencia es mensual. Este enfoque se ha seleccionado por la disponibilidad de datos suficientes y por el interés en recopilar noticias de alta frecuencia, lo que proporciona información valiosa antes de la publicación mensual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). En segundo lugar, para las fases de estandarización y normalización, este análisis abarca los años 1997-2011, mientras que el período que cubre el estudio mencionado es 1985-2009. Este ajuste incluye la crisis de la deuda soberana, de especial relevancia para los países europeos.

## Gráfico A

### Atención a la inflación en las noticias de prensa e inflación medida por el IAPC

(escala izquierda: índice del número relativo de artículos; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Dow Jones Factiva, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La atención a la inflación en la prensa se calcula utilizando la media móvil de 28 días del índice diario. El índice diario se muestra en forma de puntos sombreados en azul. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

#### **Aunque la atención prestada a la inflación en las noticias ha disminuido desde el máximo que alcanzó en 2022, sigue siendo superior a los niveles observados antes del repunte inflacionista (gráfico A).**

A medida que las tasas de inflación aumentaron de forma acusada en la zona del euro y en otros países, y las subidas de los precios erosionaron el poder adquisitivo, los artículos de prensa se enfocaron más en la dinámica de la inflación. Esta mayor atención a la inflación durante el pico inflacionista pone de manifiesto la influencia del entorno económico general en los patrones de atención, como se documenta en varios estudios<sup>8</sup>.

Aunque la inflación se ha mantenido en el último tiempo próxima al objetivo del BCE del 2 % a medio plazo, su cobertura por parte de los medios de comunicación sigue siendo relativamente alta<sup>9</sup>. Esta persistencia puede reflejar los efectos duraderos del episodio inflacionista más importante registrado en la historia reciente de la zona del euro. Los ciudadanos aún tienen presente el recuerdo del período de inflación elevada, los niveles de precios son altos si se comparan con los niveles previos a la escalada inflacionista y el poder adquisitivo se ha ido recuperando solo gradualmente (Bates *et al.*, 2025).

#### **La persistente atención a la inflación en la prensa ha coincidido con la percepción de los ciudadanos de que su ritmo de caída ha sido más lento de lo que realmente fue.**

Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), la inflación percibida por estos aumentó de forma acusada en respuesta a las crecientes subidas de los precios, pero se redujo de forma más gradual cuando la inflación observada comenzó a disminuir (gráfico B). Es probable que la mayor lentitud de este ajuste haya contribuido a la persistencia de unas expectativas de inflación elevadas, en

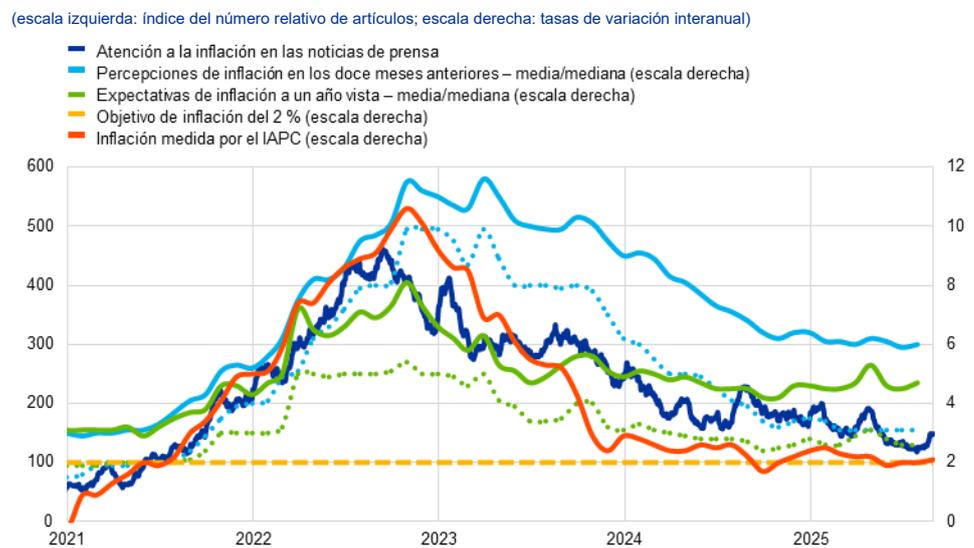
<sup>8</sup> Bracha y Tang (2025); Coibion y Gorodnichenko (2025), y Weber *et al.* (2025).

<sup>9</sup> Un patrón similar se puede observar en Estados Unidos, con una medida diferente de la atención a la inflación (Pfäuti, 2025).

particular a un año vista, dada la estrecha relación entre las dos variables. La frecuencia de la atención prestada a la inflación en las noticias de prensa muestra una fuerte correlación con las percepciones de los consumidores sobre la inflación pasada y sus expectativas a corto plazo, tanto durante el período de incremento de la inflación como cuando descendió posteriormente. Al igual que sucede con la atención que recibe la inflación en la prensa, tanto las percepciones como las expectativas se han mantenido en niveles ligeramente elevados si se comparan con los niveles anteriores a la escalada inflacionista, pese a que la inflación observada se ha reducido con más rapidez.

### Gráfico B

Atención a la inflación, percepciones y expectativas de inflación durante el período reciente de inflación elevada



Fuentes: Dow Jones Factiva, encuesta sobre las expectativas de los consumidores, Eurostat y cálculos del BCE.  
 Notas: La atención a la inflación en las noticias de prensa se calcula utilizando la media móvil de 28 días del índice diario. Las percepciones y las expectativas de inflación muestran la tasa media de las respuestas a la encuesta con líneas continuas, y la mediana de las respuestas con líneas punteadas. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025 para la atención prestada a la inflación en la prensa y para la inflación medida por el IAPC, y a julio de 2025 para las percepciones de inflación en los doce meses anteriores y las expectativas de inflación a un año vista.

**En general, la atención prestada a la inflación se ha moderado ligeramente este año pero, si bien se ha normalizado para el componente energético, sigue siendo elevada en el caso de los alimentos.** A finales de agosto, la atención a la inflación era menor que a principios de año. A comienzos de abril se produjo un repunte transitorio de la cobertura de prensa sobre la inflación, coincidiendo con el anuncio de la imposición de aranceles realizado por Estados Unidos el 2 de abril, pero la atención disminuyó a medida que las tensiones arancelarias se redujeron. Si se examinan con más detalle la energía y los alimentos —dos componentes que fueron fundamentales en la escalada inflacionista y que influyen notablemente en las expectativas—, se ponen de relieve varias similitudes y algunas tendencias contrapuestas. Durante la mencionada escalada, estos dos componentes recibieron considerablemente más atención en las noticias que la inflación en general. En concreto, la cobertura de la inflación de la energía se multiplicó por siete con respecto a su media histórica y hasta por once en el caso de la cobertura de la inflación de los alimentos. En comparación, las noticias sobre la inflación general se

multiplicaron aproximadamente por cinco. La atención dedicada a los incrementos de los precios de la energía ha retornado en gran medida a los niveles anteriores al repunte inflacionista, mientras que la inflación de los alimentos sigue recibiendo una atención considerable en los medios de comunicación<sup>10</sup>. Este patrón es acorde con el hecho que la tasa de variación interanual de los precios de los alimentos se mantuviera elevada, en el 3,2 %, en agosto de 2025 y de que, en general, estos precios todavía son significativamente superiores a los niveles anteriores a la pandemia.

**En conjunto, la atención a la inflación ha disminuido, lo que pone de manifiesto la importancia del entorno económico general al determinar la cobertura de los medios de comunicación.** No obstante, la atención sigue superando los niveles observados antes de la escalada inflacionista, lo que puede deberse a las tasas de inflación de determinados componentes, como los alimentos, que continúan siendo más elevadas que antes de la pandemia, así como a los efectos persistentes del episodio inflacionista más pronunciado de la historia reciente de la zona del euro en la memoria colectiva de los europeos. Esta atención sostenida podría influir en la manera en que se propagarán futuras perturbaciones a través de la economía (Salle *et al.*, 2023; Pfäuti, 2025).

---

<sup>10</sup> Para analizar los componentes de la inflación, este análisis se basa en la metodología de Baker *et al.* (2016) aplicando un enfoque de etiquetado jerárquico y añadiendo una capa al mecanismo de emparejamiento de palabras clave. Concretamente, en el conjunto de artículos relacionados con la inflación se identifican los que contienen una o varias palabras clave que generalmente están asociadas al componente. A continuación, se calcula la proporción de estos artículos con respecto al número total de artículos publicados, en lugar de restringir el cálculo únicamente al subconjunto de artículos relacionados con la inflación. Para elaborar el índice de cada componente, se siguen las mismas fases de estandarización y normalización del índice de atención a la inflación general. Al centrarse en artículos referidos a la inflación y aplicar grandes diccionarios específicos a los alimentos y la energía, se maximiza la recuperación sin perder precisión.

## Gráfico C

### Atención prestada a componentes de la inflación en la prensa

#### a) Atención a la inflación de los alimentos

(escala izquierda: índice del número relativo de artículos; escala derecha: tasas de variación interanual)



#### b) Atención a la inflación de la energía

(escala izquierda: índice del número relativo de artículos; escala derecha: tasas de variación interanual)



Fuentes: Dow Jones Factiva, Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La atención que se presta en las noticias a la inflación de los alimentos y a la inflación de la energía se calcula utilizando las medias móviles de 28 días de los índices diarios. Los índices diarios están representados con puntos sombreados en azul. Los índices diarios se normalizan para tener una media de 100 en el período 1997-2011. Un valor de 700 del índice de la inflación de los alimentos significa que la atención dedicada al componente de alimentos de la inflación es siete veces mayor que la atención media prestada a la inflación de los alimentos entre 1997 y 2011. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2025.

## Bibliografía

S. Arndt (2024), «[Different News papers — Different Inflation Perceptions](#)», *Working Paper*, Heidelberg University, junio.

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

- C. Bates, K. Bodnár, V. Botelho y F. Rousseau (2025), «[La recuperación de los salarios reales en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, BCE, número 5.
- A. Bracha y J. Tang (2025), «[Inflation Levels and \(In\)Attention](#)», *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n.º 3, mayo, pp. 1564-1594.
- C. Buelens (2023), «[Googling “Inflation”: What does Internet Search Behaviour Reveal about Household \(In\)attention to Inflation and Monetary Policy?](#)», *Discussion Papers*, n.º 183, Comisión Europea, marzo.
- O. Coibion e Y. Gorodnichenko (2025), «[Inflation, Expectations and Monetary Policy: What Have We Learned and to What End?](#)», *Discussion Paper Series*, IZA Institute of Labor Economics, n.º 17919, mayo.
- O. Coibion, Y. Gorodnichenko y S. Kumar (2018), «[How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence](#)», *American Economic Review*, vol. 108, n.º 9, septiembre, pp. 2671-2713.
- B. Handel y J. Schwartzstein (2018), «[Frictions or Mental Gaps: What’s Behind the Information We \(Don’t\) Use and when Do We Care?](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, n.º 1, pp. 155-178.
- O. Korenok, D. Munro y J. Chen (2022), «[Inflation and attention thresholds](#)», *Discussion Paper*, n.º 1175, Global Labor Organization.
- V. H. Larsen, L. A. Thorsrud y J. Zhulanova (2021), «[News-driven inflation expectations and information rigidities](#)», *Journal of Monetary Economics*, vol. 117, pp. 507-520.
- B. Maćkowiak, F. Matjka y M. Wiederholt (2023), «[Rational Inattention: A Review](#)», *Journal of Economic Literature*, vol. 61, n.º 1, marzo, pp. 226-273.
- K. P. Nimark y S. Pitschner (2019), «[News means and delegated information choice](#)», *Journal of Economic Theory*, vol. 181, mayo, pp. 160-196.
- O. Pfäuti (2025), «[The Inflation Attention Threshold and Inflation Surges](#)», *Papers* 2308.09480, arXiv.org, revisado en 2025.
- O. Pfäuti (2024), «[Inflation — Who Cares? Monetary Policy in Times of Low Attention](#)», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 57, n.º 5.
- I. Salle, Y. Gorodnichenko y O. Coibion (2023), «[Lifetime Memories of Inflation: Evidence from Surveys and the Lab](#)», *NBER Working Paper*, n.º 31996, diciembre.
- W. Song y S. Stern (2024), «[Firm Inattention and the Efficacy of Monetary Policy: A Text-Based Approach](#)», *The Review of Economic Studies*, vol. 92, n.º 5, octubre, pp. 3438-3469.
- M. Weber, B. Candia, H. Afrouzi, T. Ropele, R. Lluberas, S. Frache, B. Meyer, S. Kumar, Y. Gorodnichenko, D. Georgarakos, O. Coibion, G. Kenny y J. Ponce

(2025), «Tell Me Something I Don't Already Know: Learning in Low- and High-Inflation Settings», *Econometrica*, vol. 93, n.º 1, enero, pp. 229-264.

## Situación de liquidez y operaciones de política monetaria entre el 23 de abril y el 29 de julio de 2025

Samuel Bieber y Vladimir Tsonchev

**Este recuadro describe la situación de liquidez y las operaciones de política monetaria del Eurosistema durante el tercer y el cuarto período de mantenimiento de reservas de 2025.** Estos dos períodos de mantenimiento estuvieron comprendidos entre el 23 de abril y el 29 de julio de 2025 (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 debido a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) tras la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones del PEPP al final de diciembre de 2024. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso continuo de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

### Necesidades de liquidez

**Las necesidades diarias medias de liquidez del sistema bancario, definidas como la suma de los factores autónomos netos y las exigencias de reservas, disminuyeron 36 mm de euros en el período de referencia y se situaron en 1.318 mm de euros.** Esta disminución se debe a que los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron menos que los factores autónomos de inyección de liquidez (cuadro A). Las exigencias de reservas mínimas se mantuvieron en 167 mm de euros y no tuvieron impacto sobre las necesidades de liquidez agregadas.

**Los factores autónomos de absorción de liquidez aumentaron 60 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del incremento de los otros factores autónomos.** En promedio, los otros factores autónomos netos registraron un ascenso de 52 mm de euros, debido fundamentalmente al aumento de alrededor de 70 mm de euros en las cuentas de revalorización como consecuencia de la subida de los precios del oro (véase el párrafo siguiente sobre los factores autónomos de inyección de liquidez). Este aumento se vio compensado en parte por el descenso del capital y las reservas del Eurosistema tras las pérdidas registradas en 2024. Los depósitos de las Administraciones Públicas experimentaron una ligera reducción de 5 mm de euros y se situaron en 104 mm de euros. La disminución que se lleva observando en estos depósitos desde 2022 refleja cambios en la remuneración de los depósitos mantenidos por las Administraciones Públicas en el Eurosistema, que han aumentado el atractivo financiero de la colocación de estos fondos en el mercado, así como la normalización de los colchones de efectivo que mantienen los Tesoros

nacionales. Siguiendo el patrón habitual observado en esta época del año, el importe medio de los billetes en circulación se incrementó durante el período de referencia en 14 mm de euros, hasta situarse en 1.583 mm de euros.

**Los factores autónomos de inyección de liquidez se incrementaron 97 mm de euros, lo que reflejó principalmente que los activos exteriores netos registraron un aumento de 74 mm de euros.** El incremento de las tenencias de activos exteriores netos fue impulsado sobre todo por el alza de los precios del oro. Los activos netos denominados en euros aumentaron 23 mm de euros durante el período de referencia.

## Cuadro A

### Situación de liquidez del Eurosistema

#### Pasivo

(medias; mm de euros)

	Período de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025						Período de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025	
	Tercer y cuarto período de mantenimiento		Tercer período de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto período de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer y segundo período de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de absorción de liquidez</b>	2.861	(+60)	2.877	(+52)	2.845	(-33)	2.801	(+61)
Billetes en circulación	1.583	(+14)	1.579	(+7)	1.587	(+8)	1.569	(-0)
Depósitos de las AAPP	104	(-5)	104	(+4)	103	(-1)	109	(-2)
Otros factores autónomos (neto) <sup>1)</sup>	1.174	(+52)	1.194	(+41)	1.154	(-40)	1.122	(+63)
<b>Saldos de las cuentas corrientes por encima de las exigencias de reservas mínimas</b>	5	(-0)	6	(+0)	5	(-1)	5	(-0)
<b>Exigencias de reservas mínimas<sup>2)</sup></b>	167	(+0)	167	(+1)	167	(-0)	167	(+3)
<b>Facilidad de depósito</b>	2.705	(-120)	2.740	(-67)	2.671	(-69)	2.825	(-92)
<b>Operaciones de ajuste de absorción de liquidez</b>	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)

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.

1) Calculados como la suma de las cuentas de revalorización, otros activos y pasivos de residentes en la zona del euro, y capital y reservas.

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

## Activo

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025						Periodo de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025	
	Tercer y cuarto periodo de mantenimiento		Tercer periodo de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto periodo de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer y segundo periodo de mantenimiento	
<b>Factores autónomos de inyección de liquidez</b>	1.710	(+97)	1.722	(+65)	1.699	(-23)	1.613	(+133)
Activos exteriores netos	1.330	(+74)	1.345	(+58)	1.315	(-29)	1.256	(+85)
Activos netos denominados en euros	380	(+23)	377	(+6)	384	(+6)	357	(+48)
<b>Instrumentos de política monetaria</b>	4.029	(-156)	4.068	(-78)	3.989	(-80)	4.185	(-162)
Operaciones de mercado abierto	4.029	(-156)	4.068	(-78)	3.989	(-80)	4.185	(-162)
Operaciones de crédito	23	(-2)	25	(+1)	21	(-4)	26	(-14)
- OPF	10	(+0)	11	(+1)	8	(-3)	9	(-1)
- OFPML a tres meses	13	(-3)	14	(-1)	13	(-1)	16	(+2)
- Operaciones TLTRO III	0	(+0)	0	(+0)	0	(+0)	0	(-16)
Carteras en firme <sup>1)</sup>	4.005	(-154)	4.043	(-78)	3.968	(-76)	4.159	(-147)
Facilidad marginal de crédito	0	(-0)	0	(+0)	0	(-0)	0	(+0)

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» son las operaciones principales de financiación, «OFPML» se refiere a las operaciones de financiación a plazo más largo y «TLTRO III» a la tercera serie de operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico.

1) Debido a la finalización de las compras netas de activos, ya no se muestra el desglose individualizado de las carteras en firme.

## Otra información relativa a la liquidez

(medias; mm de euros)

	Periodo de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025						Periodo de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025	
	Tercer y cuarto periodo de mantenimiento		Tercer periodo de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto periodo de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer y segundo periodo de mantenimiento	
<b>Necesidades de liquidez agregadas<sup>1)</sup></b>	1.318	(-36)	1.323	(-11)	1.313	(-10)	1.354	(-69)
<b>Factores autónomos netos<sup>2)</sup></b>	1.151	(-37)	1.156	(-12)	1.146	(-9)	1.188	(-72)
<b>Exceso de liquidez<sup>3)</sup></b>	2.711	(-120)	2.746	(-67)	2.676	(-70)	2.830	(-92)

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.

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

2) Se calculan como la diferencia entre los factores autónomos de liquidez del pasivo y los factores autónomos de liquidez del activo. En este cuadro también se incluyen las partidas en curso de liquidación en los factores autónomos netos.

3) 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.

## Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

	Período de referencia actual: 23 de abril a 29 de julio de 2025				Período de referencia anterior: 5 de febrero a 22 de abril de 2025			
	Tercer período de mantenimiento: 23 de abril a 10 de junio de 2025		Cuarto período de mantenimiento: 11 de junio a 29 de julio de 2025		Primer período de mantenimiento: 5 de febrero a 11 de marzo de 2025		Segundo período de mantenimiento: 12 de marzo a 22 de abril de 2025	
OPF	2,40	(-0,25)	2,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)	2,65	(-0,25)
Facilidad marginal de crédito	2,65	(-0,25)	2,40	(-0,25)	3,15	(-0,25)	2,90	(-0,25)
Facilidad de depósito	2,25	(-0,25)	2,00	(-0,25)	2,75	(-0,25)	2,50	(-0,25)
€STR	2,17	(-0,25)	1,92	(-0,25)	2,67	(-0,25)	2,42	(-0,25)
Índice RepoFunds Rate Euro	2,25	(-0,24)	2,00	(-0,24)	2,73	(-0,23)	2,49	(-0,25)

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.

## Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

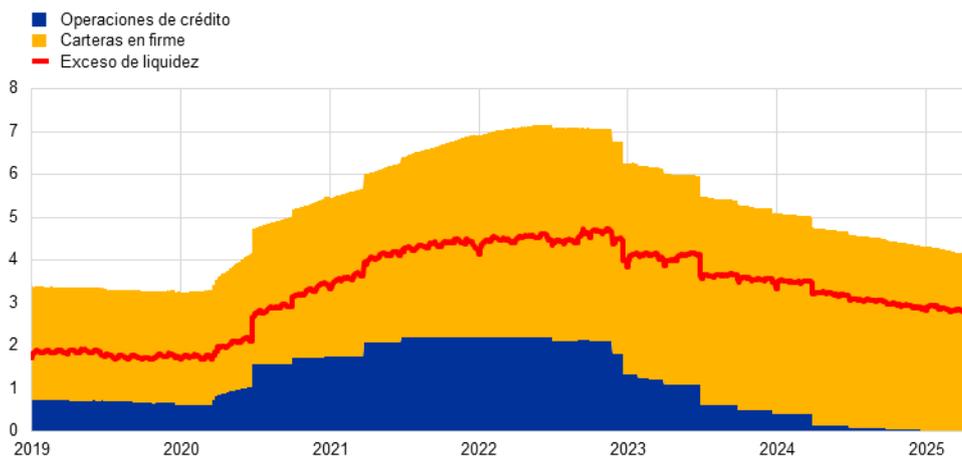
**El volumen medio de liquidez proporcionada a través de instrumentos de política monetaria se redujo 156 mm de euros, hasta un importe de 4.029 mm de euros, durante el período de referencia (gráfico A).** La reducción de la

liquidez inyectada obedeció principalmente a la disminución de las carteras en firme del Eurosistema y, en menor medida, de las operaciones de crédito.

### Gráfico A

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

(billones de euros)



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden al 29 de julio de 2025.

**La liquidez media proporcionada mediante las tenencias de las carteras en firme de operaciones de política monetaria experimentó un descenso de 154 mm de euros durante el período de referencia y se situó en 4.005 mm de**

**euros.** Este descenso se debió a que siguieron venciendo los valores de las carteras del APP y del PEPP, sin que se realizaran reinversiones<sup>1</sup>.

**La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 2 mm de euros, hasta los 23 mm de euros, durante el período de referencia.** El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) se mantuvo estable en 10 mm de euros, mientras que el correspondiente a las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses experimentó un descenso de 3 mm de euros y se situó en 13 mm de euros. La menor participación de las entidades de crédito en estas operaciones regulares refleja su holgada posición de liquidez, en términos agregados, y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

## Exceso de liquidez

**El exceso de liquidez medio se redujo 120 mm de euros en el periodo de referencia, hasta un importe de 2.711 mm de euros (gráfico A).** El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y de su recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario a través de instrumentos de política monetaria y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir sus reservas mínimas. Tras registrar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha estado disminuyendo de forma sostenida desde entonces.

## Evolución de los tipos de interés

**En la reunión celebrada el 5 de junio de 2025, el Consejo de Gobierno decidió reducir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos — incluido el tipo de la facilidad de depósito, mediante el que guía la orientación de la política monetaria—.** Esta decisión se tradujo en el descenso de los tipos de interés de la facilidad de depósito, de las OPF y de la facilidad marginal de crédito hasta situarse en el 2 %, el 2,15 % y el 2,4 %, respectivamente.

**La evolución del tipo de interés medio a corto plazo del euro (€STR) durante el período de referencia reflejó las bajadas de los tipos de interés del BCE, al tiempo que mantuvo un diferencial negativo con respecto al tipo de la facilidad de depósito.** El €STR se situó, en promedio, 7,9 puntos básicos por debajo del tipo de la facilidad de depósito durante el período analizado, en comparación con una media de 8,4 puntos básicos en el primer y el segundo período de mantenimiento de 2025. La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos del mercado monetario sin garantía fue completa e inmediata.

---

<sup>1</sup> Los valores mantenidos en las carteras en firme se contabilizan a coste amortizado y se ajustan al final de cada trimestre, lo que tiene un impacto marginal en las variaciones de estas carteras.

**La transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a los tipos *repo* también fue fluida e inmediata.** El tipo *repo* medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que al €STR. En promedio, el tipo *repo* se situó en el mismo nivel que el tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, mientras que fue 1,3 puntos básicos inferior en el primer y el segundo período de mantenimiento de 2025. La continua y gradual disminución del diferencial entre los tipos *repo* y el tipo de interés de la facilidad de depósito refleja la creciente disponibilidad de activos de garantía como resultado del aumento de las emisiones netas soberanas y del descenso de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del APP y el PEPP.