

Recuadros

1 Bulgaria adopta el euro

Matteo Falagiarda, Christine Gartner y Steffen Osterloh

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

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

¹ Véase Falagiarda y Gartner (2022).

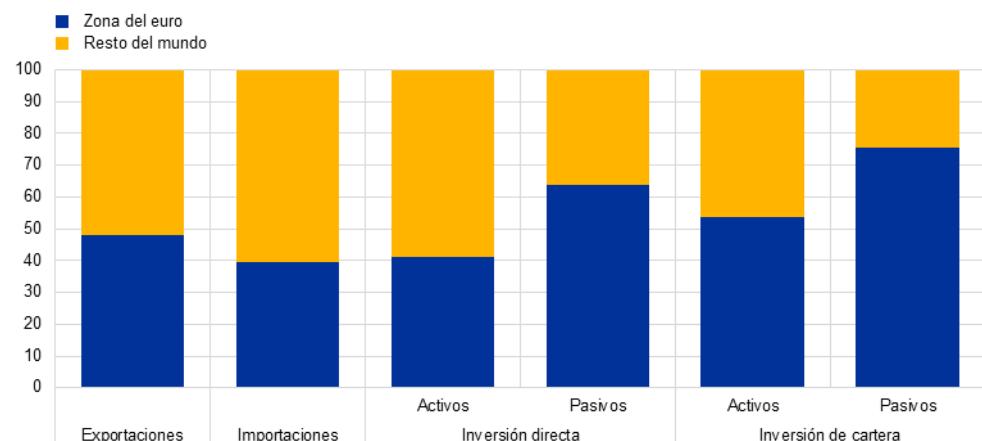
² Véase Dorrucci *et al.* (2020).

Gráfico A

Vínculos de Bulgaria con la zona del euro

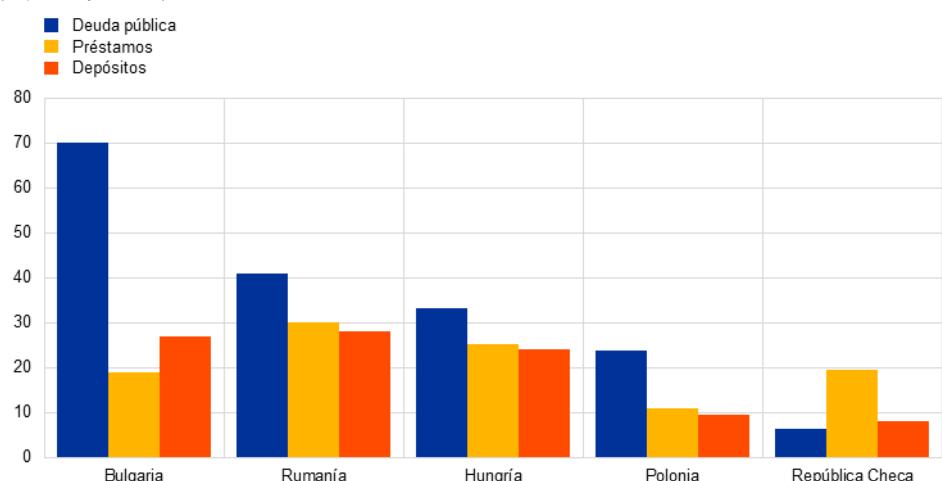
a) Vínculos comerciales y financieros

(en porcentaje del total)



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

(en porcentaje del total)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

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

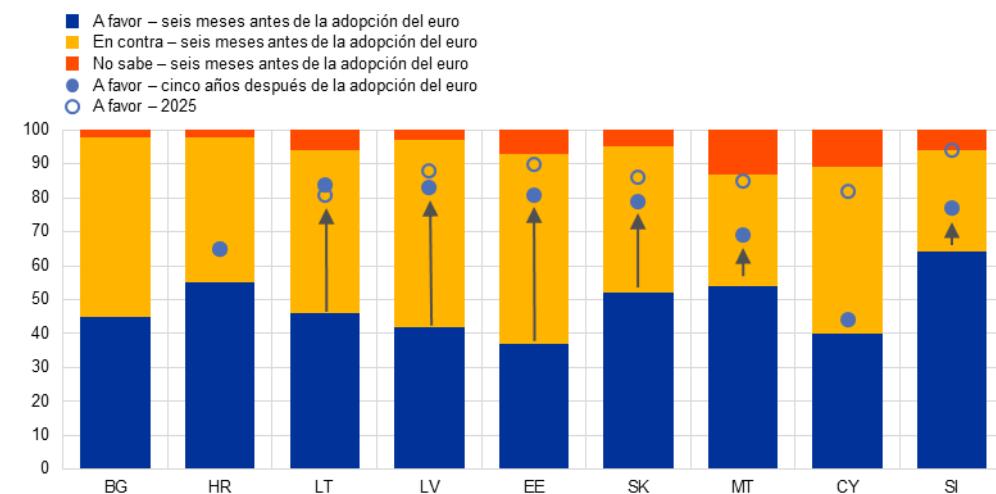
³ Algunas de estas ventajas ya son evidentes en las mejoras recientes de las calificaciones crediticias de Bulgaria.

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

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

Gráfico B Actitudes con respecto al euro

(en porcentaje del total)



Fuente: Comisión Europea (Eurobarómetro).

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

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

⁵ Véase también Dreher y Hernborg (2025).

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

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

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

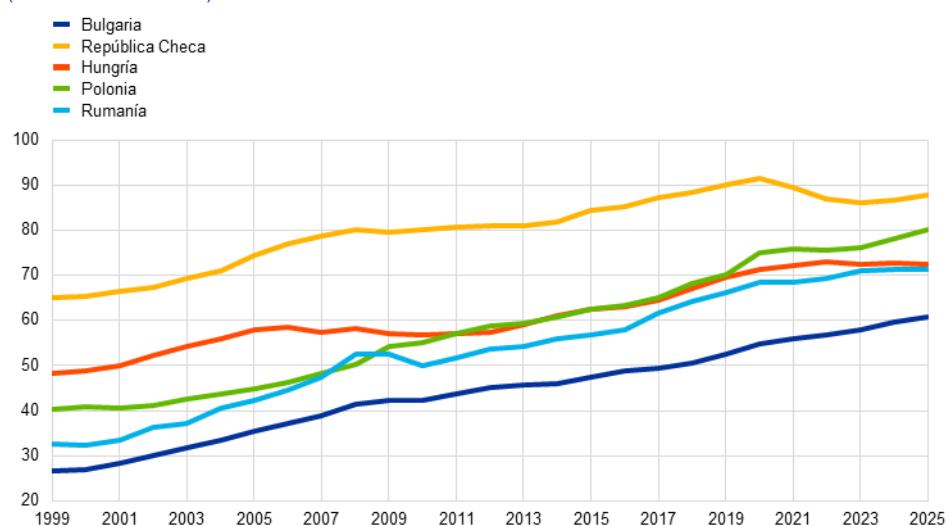
⁷ Véase Falagiarda (2024) para más información sobre las causas y las implicaciones de la alta inflación de los últimos años en los países de Europa Central y Oriental (CEE, por sus siglas en inglés) de la zona del euro, cuyas economías presentan características estructurales similares a las de los CEE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

Gráfico C

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

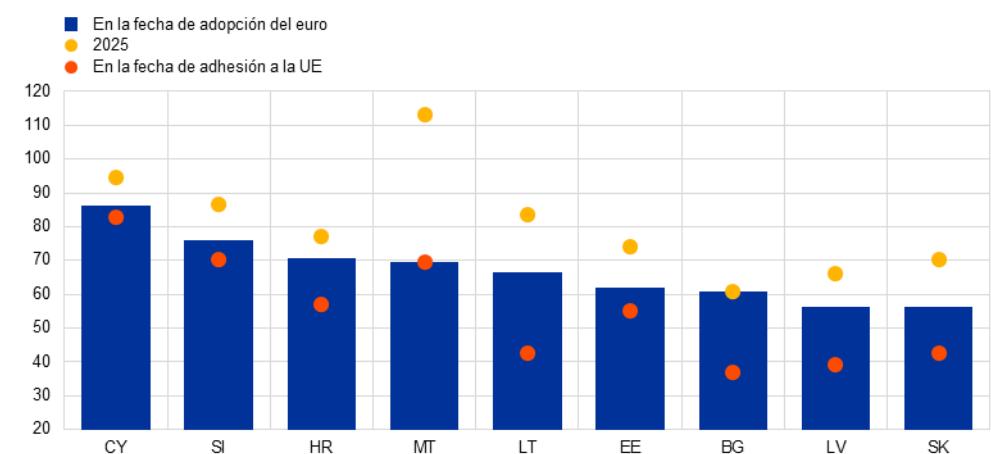
a) Evolución en el tiempo y en comparación con países de su entorno

(Índice: zona del euro = 100)



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

(Índice: zona del euro = 100)



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

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

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

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

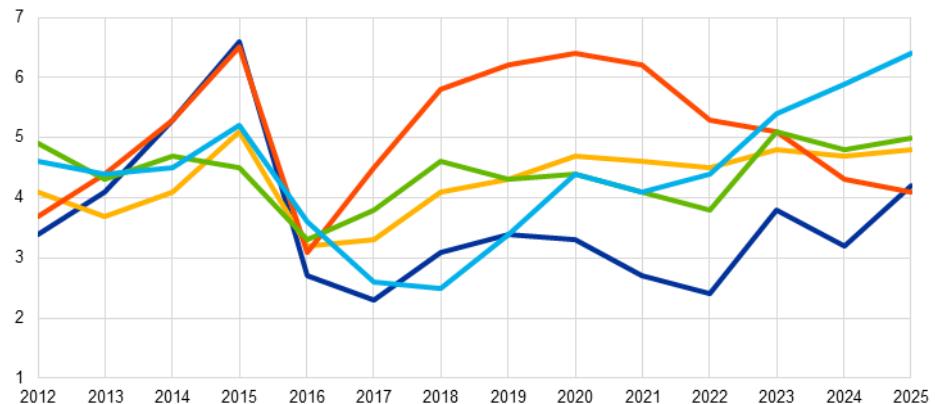
Gráfico D

Inversión y gasto públicos

a) Inversión pública

(en porcentaje del PIB)

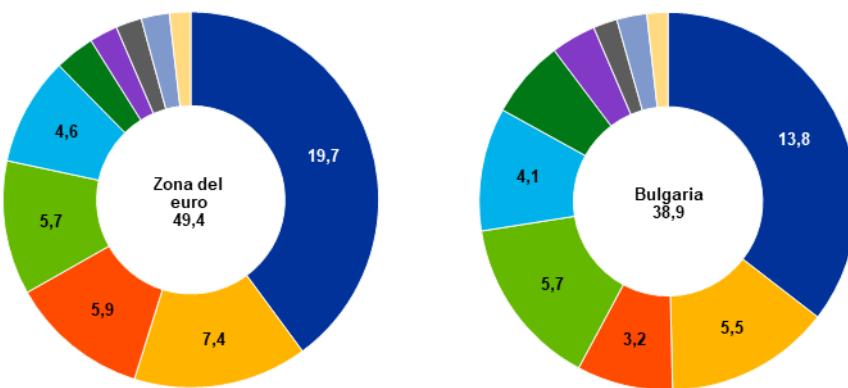
- Bulgaria
- República Checa
- Hungría
- Polonia
- Rumanía



b) Gasto de las Administraciones Públicas, por función económica

(en porcentaje del PIB)

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



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

Bibliografía

- M. Bijsterbosch, M. Falagiarda y L. Žídeková (2025), «[From headlines to hard data: mapping the uneven impact of geopolitical risk in Europe](#)», *The ECB Blog*, BCE, 28 de noviembre.
- E. Dorrucci, M. Fidora, C. Gartner y T. Zumer (2020), «[The European exchange rate mechanism \(ERM II\) as a preparatory phase on the path towards euro adoption – the cases of Bulgaria and Croatia](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- F. Dreher y N. Hernborg (2025), «[Love at second sight: support for the euro before and after adoption](#)», *The ECB Blog*, BCE, 4 de noviembre.
- Banco Central Europeo (BCE) (2025), *Informe de Convergencia*, BCE, junio.
- Comisión Europea (2025), «[Convergence Report 2025 on Bulgaria](#)», *European Economy Institutional Papers*, n.º 320, Comisión Europea, 4 de junio.
- M. Falagiarda (2024), «[Inflation in the eastern euro area: reasons and risks](#)», *The ECB Blog*, BCE, 10 de enero.
- M. Falagiarda y C. Gartner (2022), «[Croacia adopta el euro](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- M. Falagiarda, C. Gartner, I. Mužić y A. Pufnik (2023), «[Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?](#)», *The ECB Blog*, BCE, 7 de marzo.

2

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

Maximilian Schröder

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

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

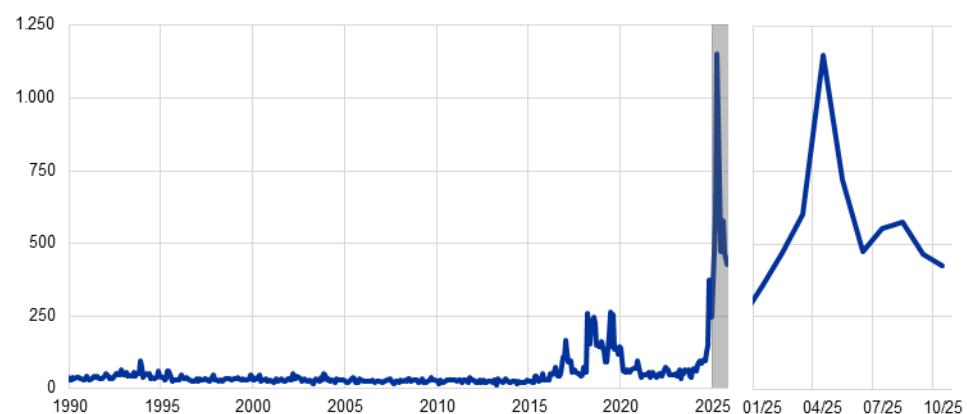
En cuanto a la medición de los efectos macroeconómicos de la incertidumbre sobre las políticas comerciales, para los dos últimos trimestres, los modelos lineales estándar muestran con frecuencia efectos de una magnitud significativa y poco verosímil. Uno de los motivos es que estos modelos realizan extrapolaciones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

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

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

Gráfico A
Índice de incertidumbre comercial

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



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

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

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

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

El indicador TPU estándar puede refinarse eliminando las influencias

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

El indicador depurado muestra picos significativamente menores durante

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

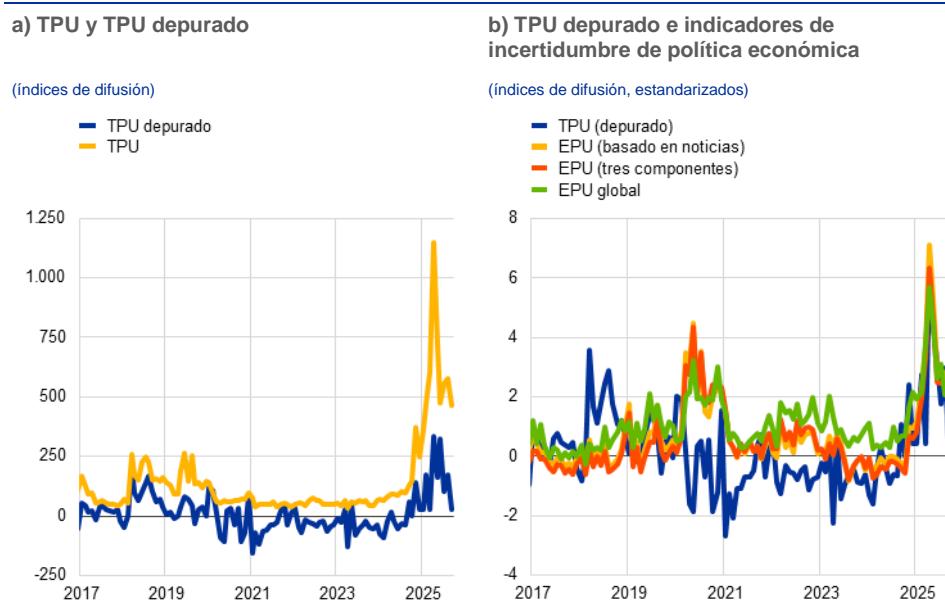
² El tipo arancelario efectivo se ha ajustado de valores atípicos.

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

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

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

Gráfico B Índice TPU y otros indicadores de incertidumbre



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

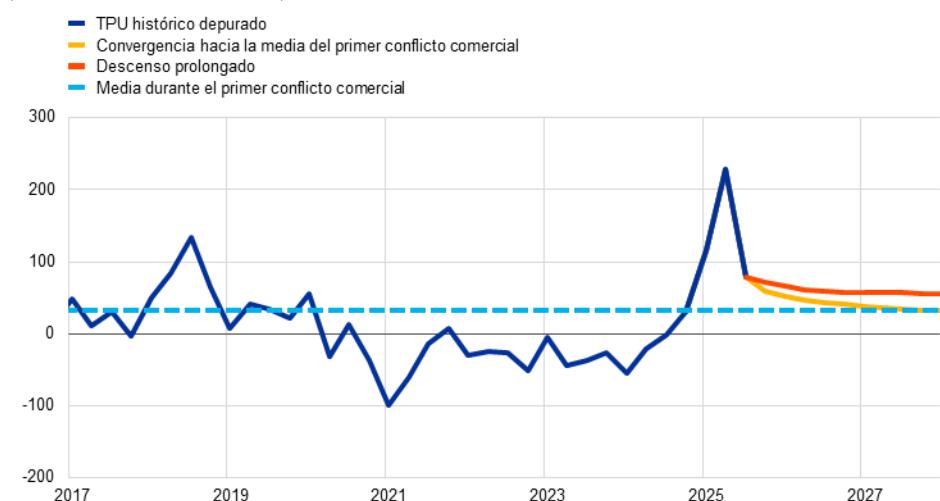
alrededor de 0,2 puntos porcentuales si la incertidumbre se mantuviera elevada durante más tiempo.

Gráfico C

Impacto de la incertidumbre sobre las políticas comerciales en el crecimiento

a) Evolución de la incertidumbre sobre las políticas comerciales

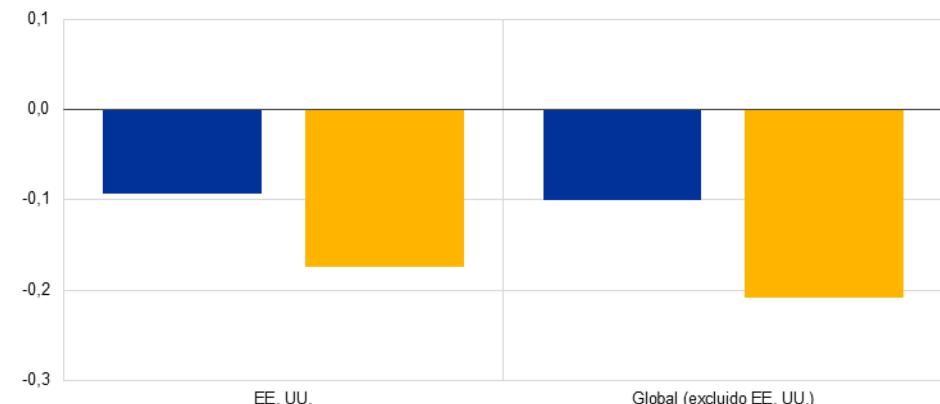
(índice, medias móviles de tres meses)



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

(puntos porcentuales)

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



Fuente: Cálculos del BCE.

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

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

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

Bibliografía

- S. R. Baker, N. Bloom y S. J. Davis (2016), «Measuring Economic Policy Uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 131, número 4, noviembre, pp. 1593-1636.
- D. Caldara y M. Iacoviello (2022), «Measuring Geopolitical Risk», *American Economic Review*, vol. 112, n.º 4, abril, pp. 1194-1225.
- D. Caldara, M. Iacoviello, P. Molligo, A. Prestipino y A. Raffo (2020), «The economic effects of trade policy uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, vol. 109, enero, pp. 38-59.
- S. J. Davis (2016), «An Index of Global Economic Policy Uncertainty», *NBER Working Papers*, n.º 22740, National Bureau of Economic Research, octubre.
- A. Saphir (2025), «US attack on Iran adds to economic uncertainty», Reuters, 23 de junio.

3

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

Rinalds Gerinovics y Baptiste Meunier

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

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

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

¹ Delle Chiaie y Perez-Quirós (2020).

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

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

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

Gráfico A
Indicadores de comercio basados en datos satelitales

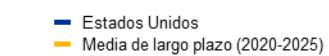
a) Comercio marítimo

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



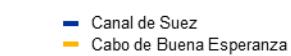
b) Congestión en grandes puertos

(número de días en la zona de fondeo)



c) Actividad marítima en los principales puntos de congestión

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



Fuentes: QuantCube y cálculos del BCE.

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

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

El indicador revisado de seguimiento del comercio mundial incorpora los datos satelitales que tienen la mayor capacidad predictiva³. La selección se basa en la literatura, que muestra que los modelos de factores son significativamente más precisos cuando se seleccionan menos predictores, pero de carácter más informativo (Bai y Ng, 2008). El *tracker* ampliado incorpora 47 series, 25 de las cuales son semanales (cuatro cotizaciones de acciones de compañías navieras y 21 indicadores basados en datos satelitales) y 22 son mensuales (como el índice de directores de compras de nuevos pedidos exteriores y los datos aduaneros). Entre los indicadores específicos de cada país, para doce países que representan el 64 % del comercio internacional, la selección de variables basadas en datos refleja el papel central de China, dado que varios de los indicadores seleccionados guardan relación con el comercio chino (exportaciones de automóviles, comercio total e importaciones de GNL, hierro y petróleo).

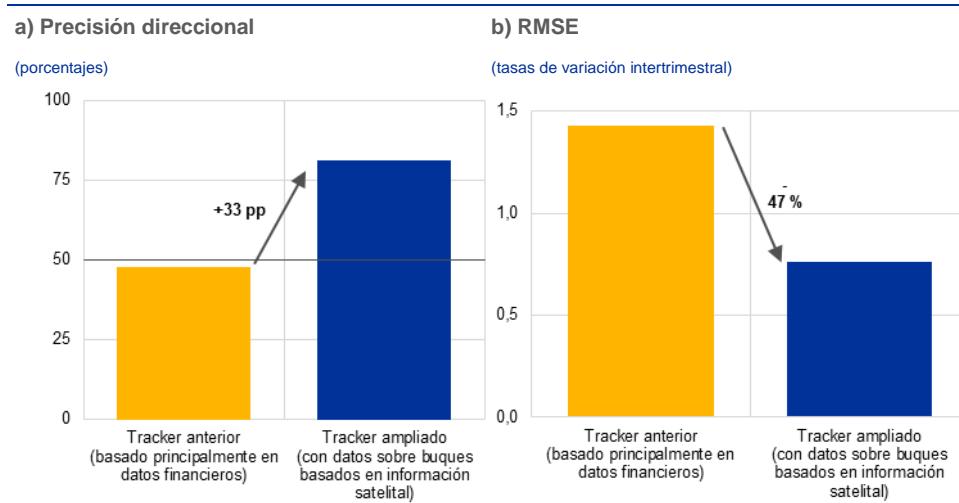
Los datos satelitales mejoran sustancialmente la capacidad predictiva del indicador de seguimiento, tanto en términos de precisión direccional (aumentó del 50 % al 80 %) como en términos de precisión puntual (el error fuera de la muestra se redujo a la mitad). La precisión direccional de las previsiones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

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

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

Gráfico B

Precisión de las previsiones fuera de la muestra



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

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

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

Gráfico C

Predicciones fuera de la muestra

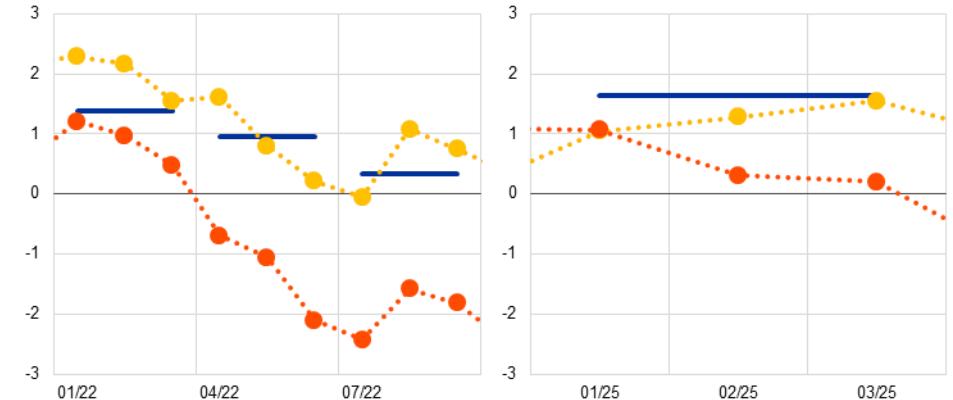
(tasas de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores)

a) Cuellos de botella en la oferta

— Crecimiento de las importaciones mundiales (excluida la zona del euro)

● Tracker ampliado

● Tracker anterior



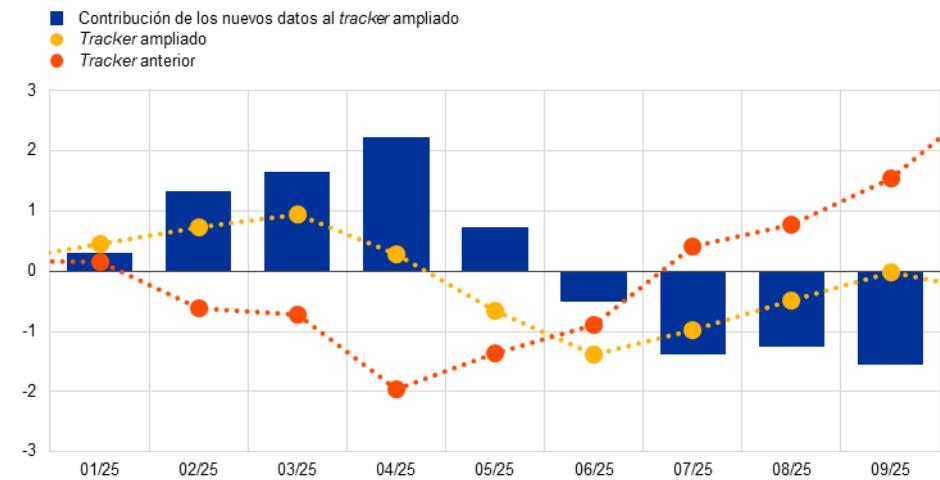
Fuentes: Bloomberg, S&P Global, Haver, QuantCube y cálculos del BCE.

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

Gráfico D

Tracker del comercio global

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



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

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

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

Bibliografía

- J. Bai y S. Ng (2008), «Forecasting economic time series using targeted predictors», *Journal of Econometrics*, vol. 146, n.º 2, octubre, pp. 304-317.
- K. Barhoumi y L. Ferrara (2015), «A World Trade Leading Index (WTLI)», *IMF Working Papers*, n.º 2015/020, Fondo Monetario Internacional, enero.
- S. Delle Chiaie y G. Pérez-Quirós (2020), «Nowcasting economic activity and trade in times of COVID-19: are high frequency data useful?», manuscrito no publicado.
- B. Efron, T. Hastie, I. Johnstone y R. Tibshirani (2004), «Least angle regression», *The Annals of Statistics*, vol. 32, n.º 2, abril, pp. 407-499.

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

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

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

4

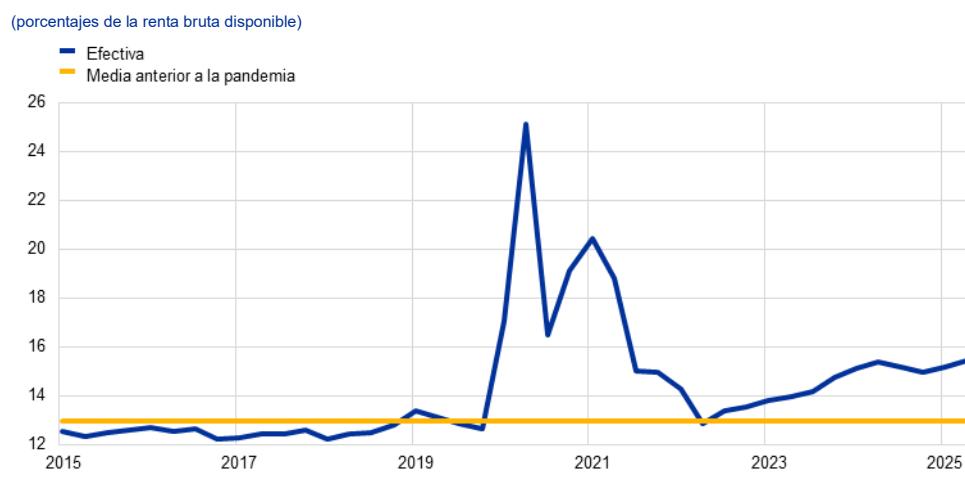
Actualización del análisis de la tasa de ahorro de los hogares: dinámica reciente y determinantes subyacentes

Maria Dimou, Marco Flaccadoro y Johannes Gareis

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

Gráfico A

Tasa de ahorro de los hogares



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

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

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

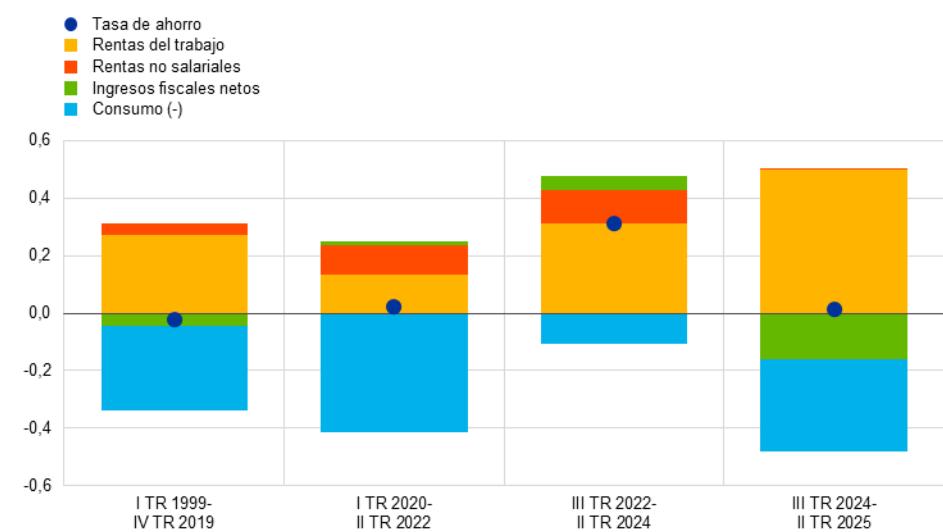
¹ Para un análisis de los factores que explican el aumento de la tasa de ahorro de los hogares en la zona del euro entre mediados de 2022 y mediados de 2024, véase Bobasu et al. (2024).

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

Gráfico B

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

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



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

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

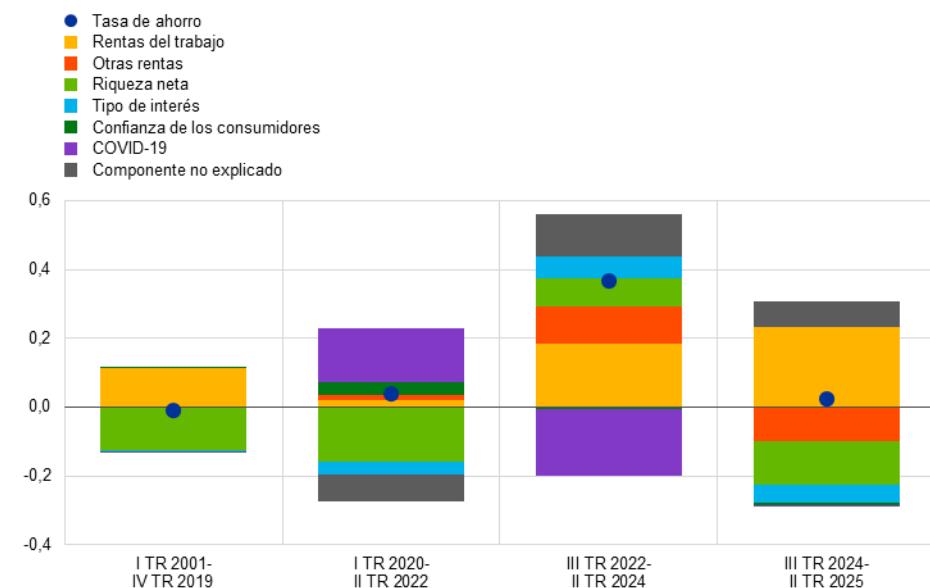
² Para una descripción de las medidas de política fiscal aplicadas en la zona del euro durante el período de alta inflación, véase Bankowski et al. (2023).

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

Gráfico C

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

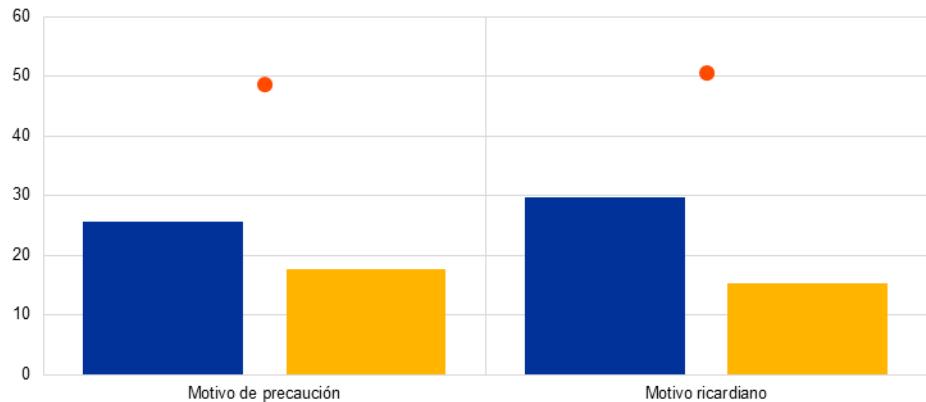
Gráfico D

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

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

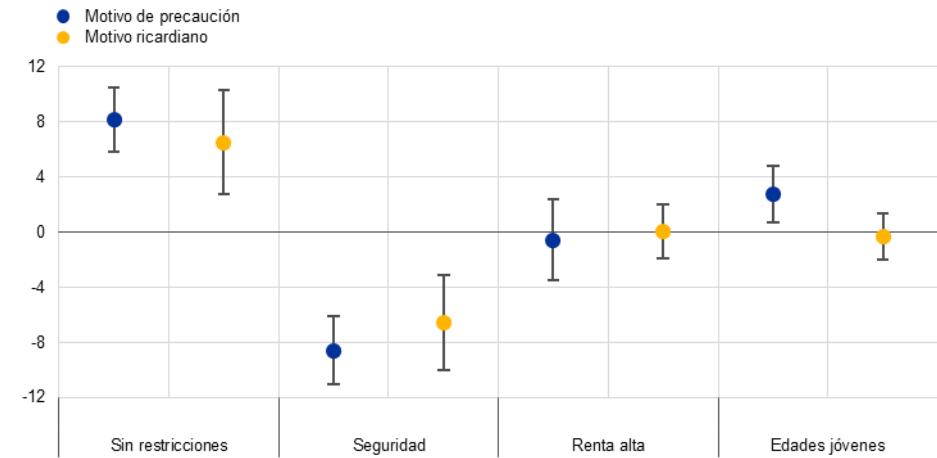
(puntuación de la importancia (0-100) y porcentaje de encuestados)

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



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

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



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

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

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

Bibliografía

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

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

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

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

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

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

5

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

Niccolò Battistini, Adam Baumann, Johannes Gareis y Desislava Rusinova

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Gráfico A

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



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

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

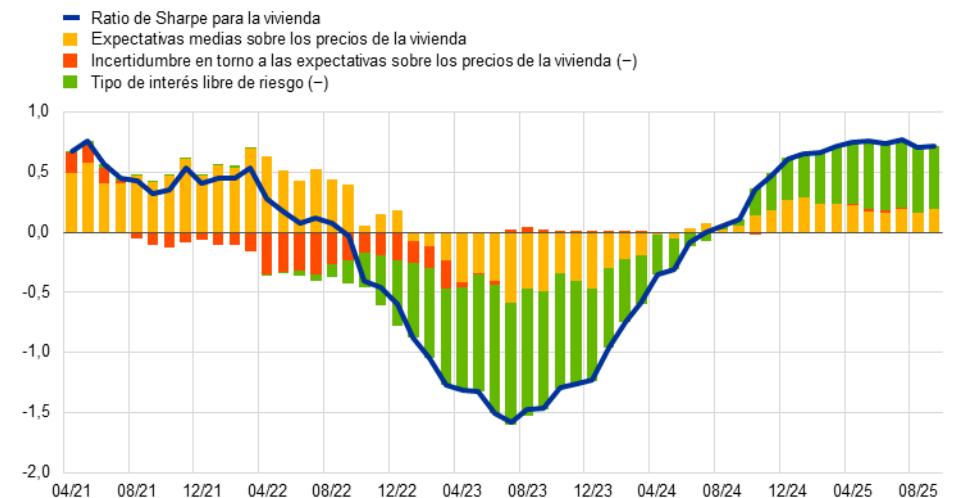
Si se analizan sus componentes, en los últimos años la ratio de Sharpe para la vivienda ha reflejado principalmente las fluctuaciones de las expectativas de crecimiento del precio de este activo y del tipo de interés libre de riesgo (gráfico B). Entre finales de 2021 y mediados de 2023, (la tasa de crecimiento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

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

Gráfico B

Descomposición de la ratio de Sharpe para la vivienda.

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



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2025.

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

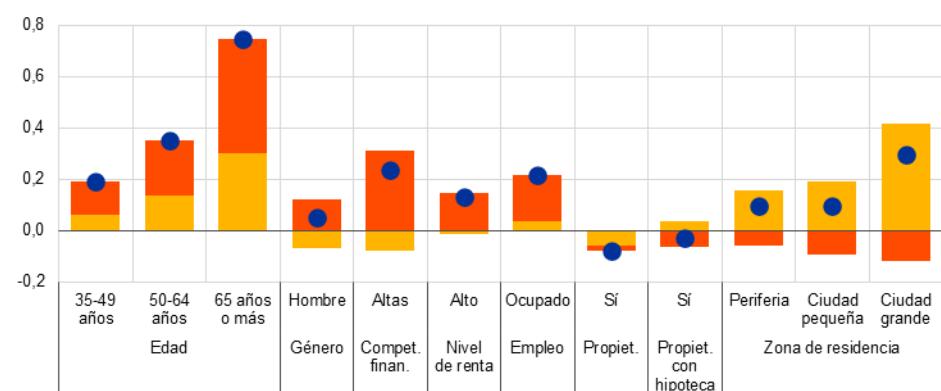
⁶ Estos patrones de la ratio de Sharpe para la vivienda en función del régimen de tenencia de los hogares difieren considerablemente de los observados en el indicador cualitativo de la vivienda como buena inversión. Según este indicador, los propietarios perciben la vivienda como una buena inversión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

Gráfico C

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

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

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



Fuentes: CES y cálculos del BCE.

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

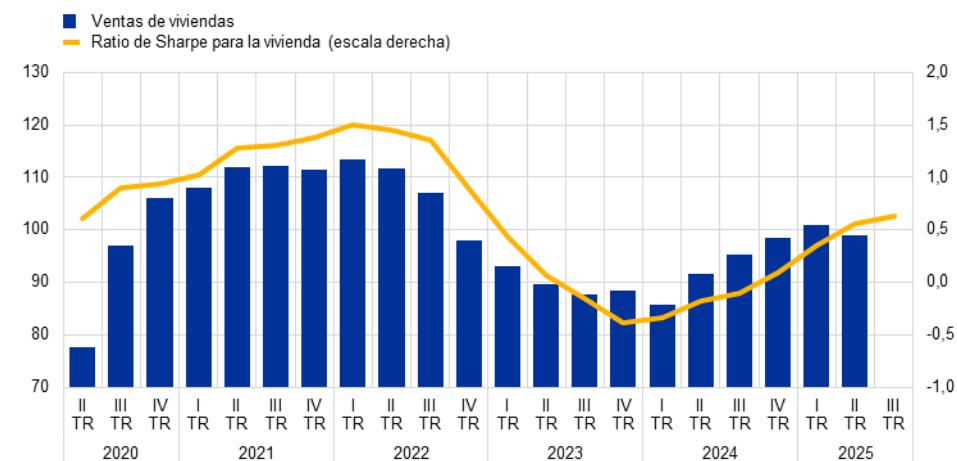
La ratio de Sharpe para la vivienda apunta a que la inversión residencial seguirá recuperándose de forma moderada. Si la evolución de la ratio de Sharpe para la vivienda se compara con las ventas reales de inmuebles residenciales se observa una estrecha correlación entre ambas series, lo que sugiere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

⁷ Véase Battistini y Gareis (2025).

Gráfico D

Ventas de viviendas y ratio de Sharpe para la vivienda

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



Fuentes: Eurostat, CES y cálculos del BCE.

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

Bibliografía

- N. Battistini, E. Charalampakis, J. Gareis y D. Rusinova (2023), «[¿Por qué la vivienda ha perdido su atractivo? Evidencia de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.
- N. Battistini y J. Gareis (2025), «[The ripple effects of monetary policy on housing and consumption](#)», *The ECB Blog*, BCE, 31 de julio.
- N. Battistini, J. Le Roux, M. Roma y J. Vourdas (2018), «[The state of the housing market in the euro area](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.
- E. Leamer (2007), «[Housing IS the business cycle](#)», Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 149-233.
- E. Leamer (2015), «[Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 2008–09?](#)», *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 47, número S1, marzo/abril 2015, pp. 43-50.
- M. Piazzesi y M. Schneider (2016), «[Housing and Macroeconomics](#)», *Handbook of Macroeconomics*, vol. 2, pp. 1547-1640.

6

Resistiendo: atesoramiento de empleo y expectativas empresariales

Katalin Bodnár, Vasco Botelho, Laura Lebastard y Marco Weissler

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

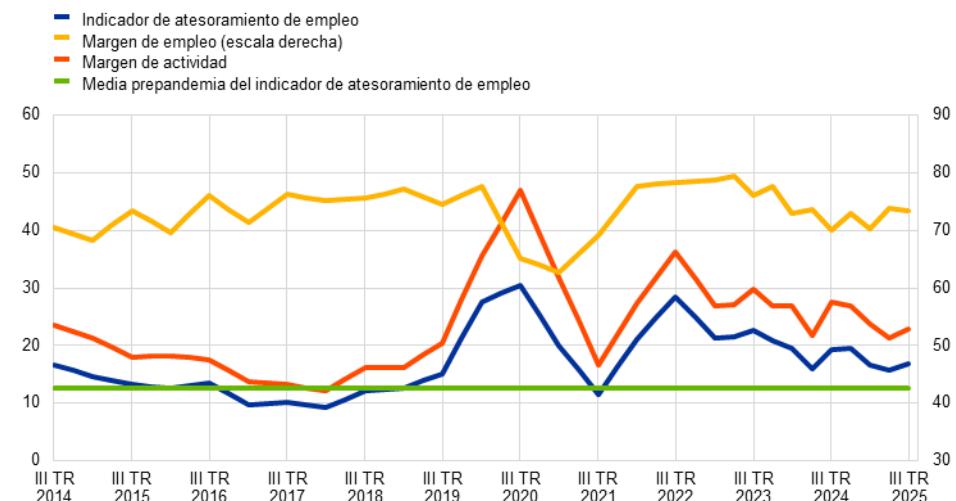
¹ El indicador de atesoramiento de empleo del BCE y su relación con la reciente recuperación cíclica de la productividad del trabajo se analiza en [Botelho \(2024\)](#) y en [Arce y Sondermann \(2024\)](#).

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

Gráfico A

Atesoramiento de empleo y márgenes de ajuste de las empresas

(proporción de empresas, en porcentaje)



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

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

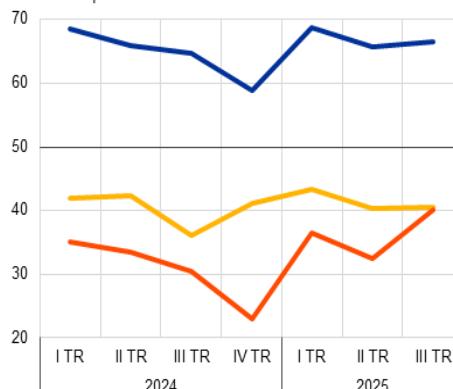
Gráfico B

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

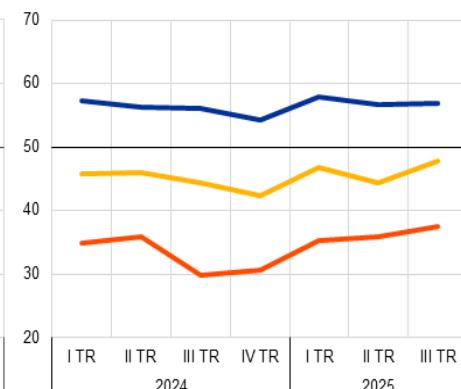
(índice de difusión; 50 = territorio neutral)

a) Volumen de negocio

- Actividad normal
- Atesoramiento de empleo
- Despidos



b) Inversión



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

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

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

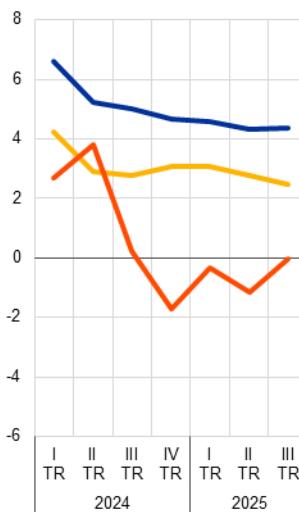
Gráfico C

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

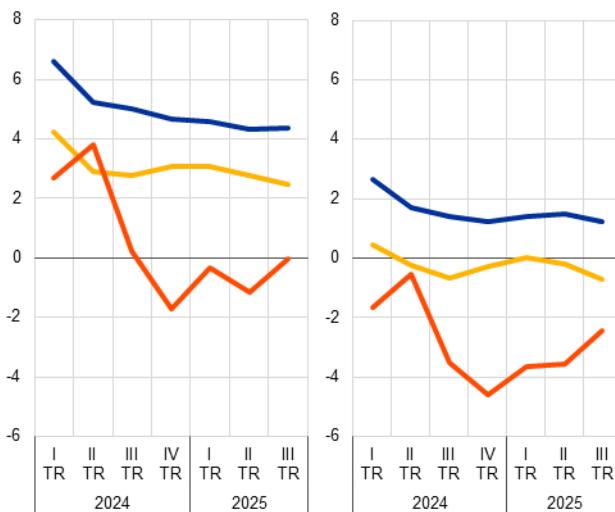
(tasas de variación interanual)

a) Costes laborales

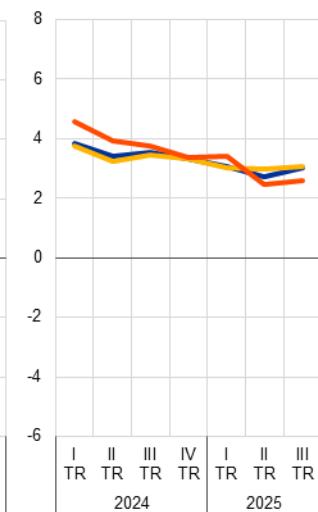
- Actividad normal
- Atesoramiento de empleo
- Despidos



b) Empleo



c) Crecimiento del salario nominal por trabajador



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

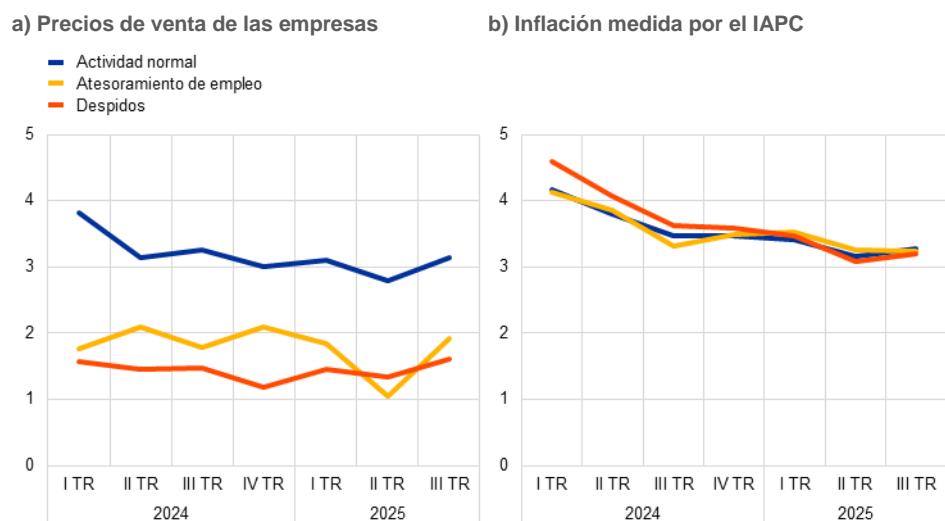
Las empresas que señalan un deterioro de la actividad tienden a tener menores expectativas de aumentos futuros de sus precios de venta a un año vista (gráfico D). Las empresas de la categoría «actividad normal» esperan que sus precios de venta continúen subiendo a un ritmo más rápido (un 3,1 %, en tasa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

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

Gráfico D

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

(tasas de variación interanual)



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

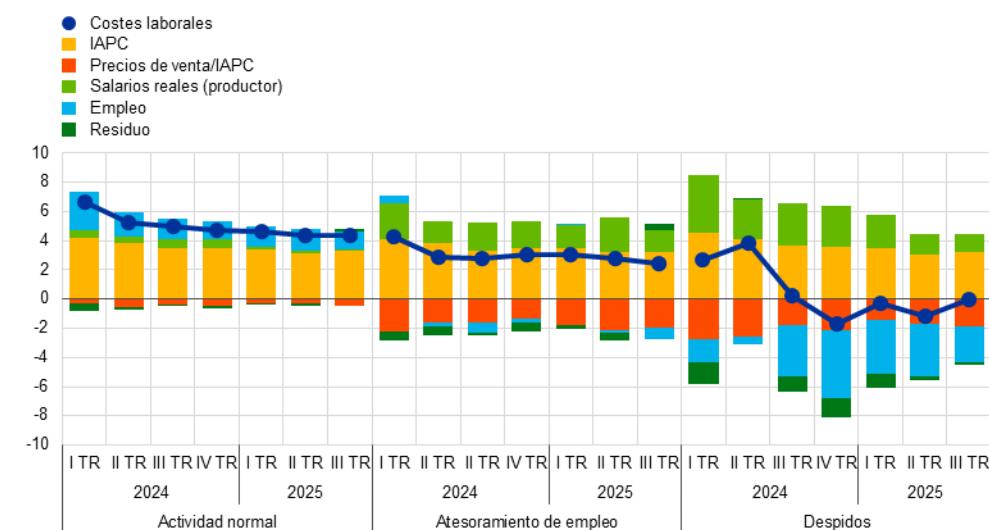
En conjunto, se dispone de evidencia de la existencia de un vínculo entre las decisiones de las empresas de mantener trabajadores y sus expectativas de crecimiento futuro de los costes laborales. El gráfico E muestra los factores que determinan las expectativas de crecimiento de los costes laborales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

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

Gráfico E

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

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



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

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

Bibliografía

- Ó. Arce y D. Sondermann (2024), «[Low during long? Reasons of the recent decline in productivity](#)», *The ECB Blog*, BCE, 6 de mayo.
- C. Bates, K. Bodnár, P. Healy y M. Roca I Llevadot (2025), «[Wage developments during and after the high inflation period](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.
- C. Bates, V. Botelho, S. Holton, M. Roca I Llevadot y M. Stanislao (2024), «[The ECB wage tracker: your guide to euro area wage developments](#)», *The ECB Blog*, BCE, 18 de diciembre.
- V. Botelho (2024), «[Atesoramiento de empleo en las empresas favorecido por el aumento de los márgenes empresariales](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.
- A. Ferrando, S. Lamboglia y J. Rariga (2025), «[Determinantes de las expectativas de inflación de las empresas encuestadas en la SAFE](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

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

Colm Bates, Friderike Kuik, Elisabeth Wieland y Zivile Zekaite

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

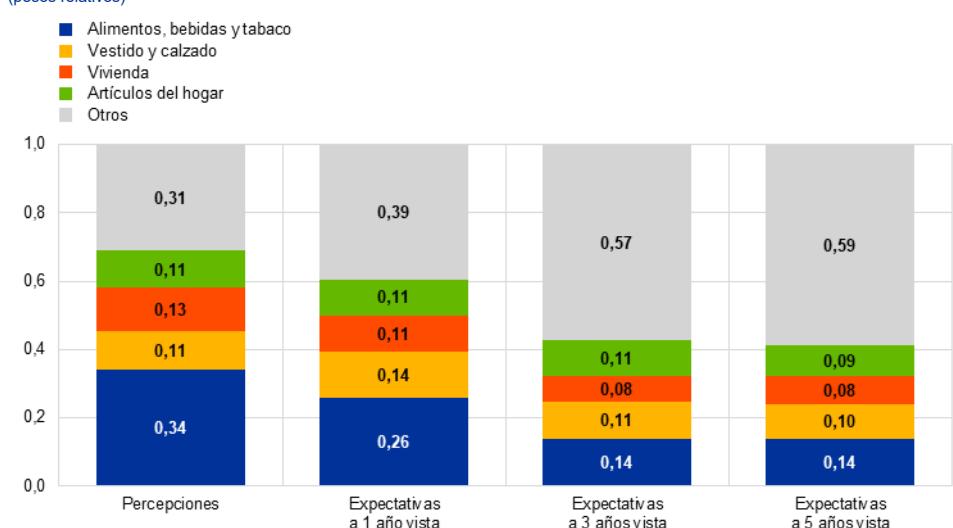
¹ Véase D'Acunto *et al.* (2025), así como la bibliografía que se incluye en dicha publicación.

Gráfico A

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

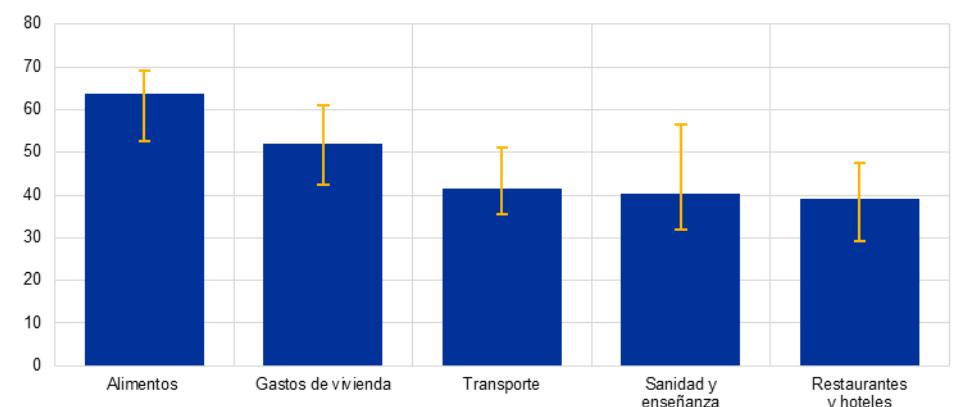
a) Importancia relativa de la inflación de los alimentos para las percepciones y las expectativas de inflación

(pesos relativos)



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

(porcentajes, porcentaje de encuestados)



Fuentes: CES del BCE, cálculos del BCE.

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

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

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

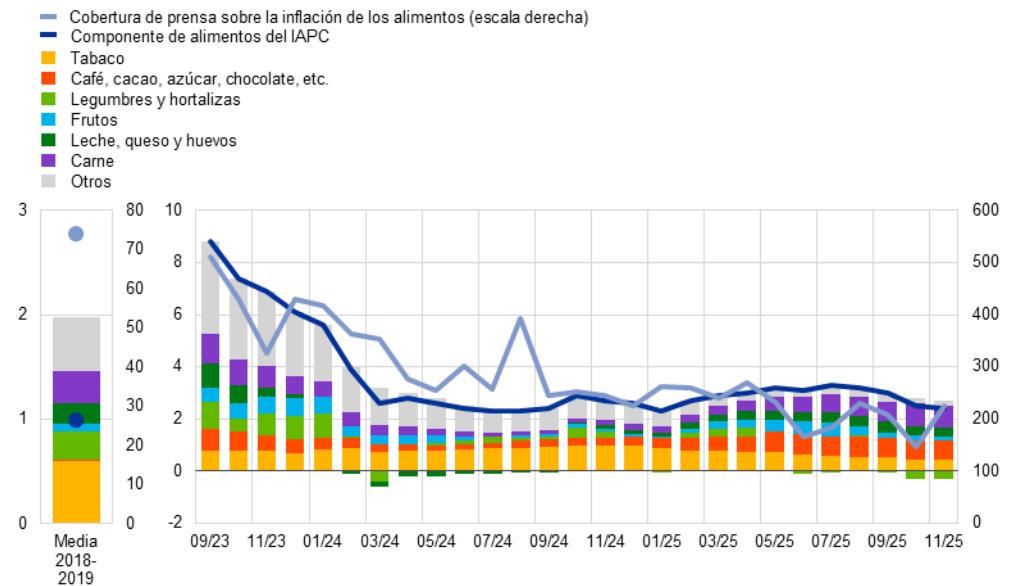
encima de su media de largo plazo anterior a la pandemia del 2,2 %. Entre las distintas partidas del componente de alimentos del IAPC, los principales determinantes que explican que la tasa de inflación fuese superior a la media en 2025 son los siguientes: «café, té y cacao», «azúcar, confitura, miel,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

Gráfico B

Inflación del componente de alimentos del IAPC

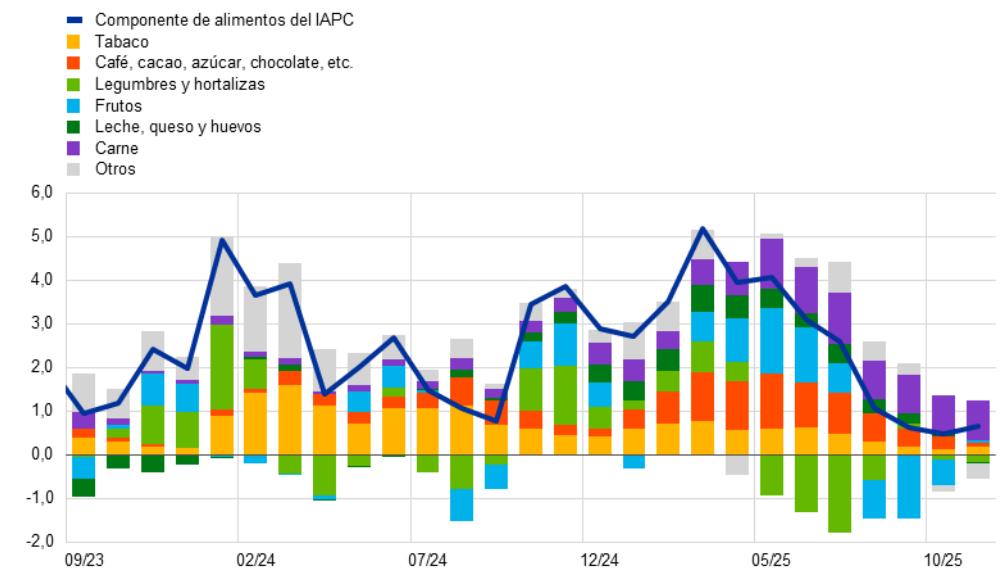
a) Inflación del componente de alimentos del IAPC y atención mediática

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



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

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



Fuentes: Eurostat, Factiva y cálculos del BCE.

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

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

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

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

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

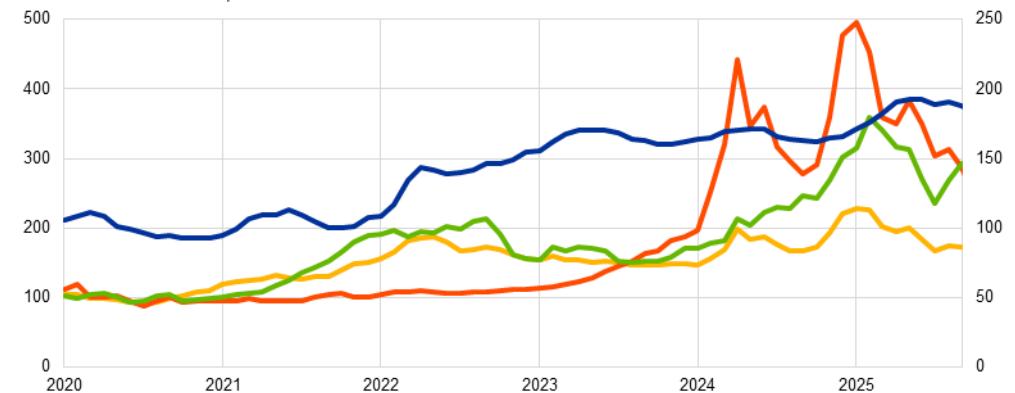
Gráfico C

Determinantes de la inflación del componente de alimentos del IAPC

a) Evolución de los precios de las materias primas alimenticias

(índices, 2020 = 100)

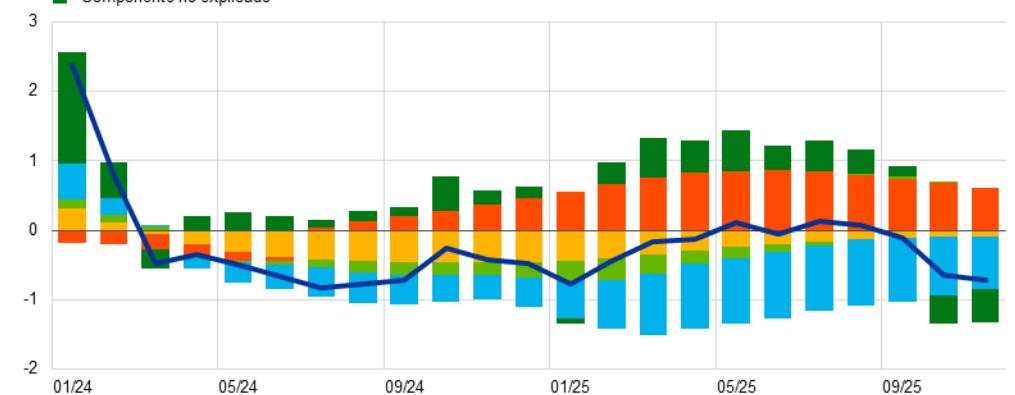
- Precios agrícolas en origen y precios del mercado mayorista: carne (escala derecha)
- Precios internacionales de las materias primas alimenticias (HWWI)
- Precio de materia prima: cacao
- Precio de materia prima: café



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

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

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



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

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

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

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

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

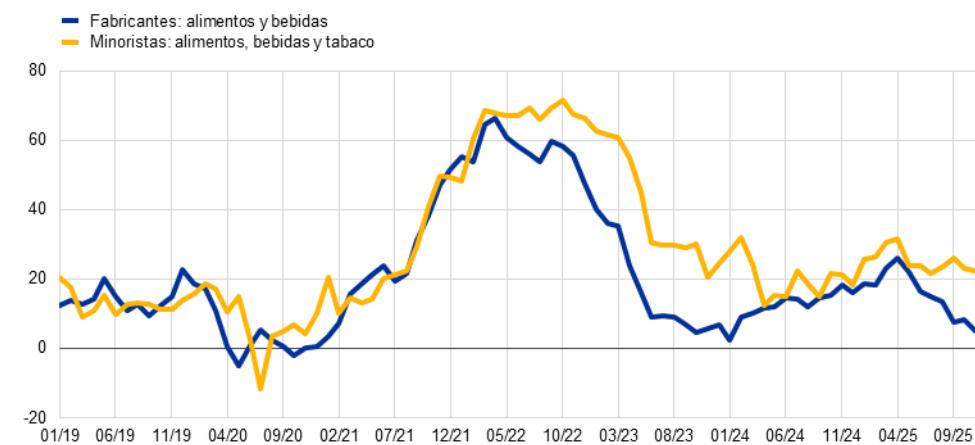
⁵ Para información detallada sobre la descomposición basada en un modelo BVAR, véase Kuik *et al.* (2024).

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

Gráfico D

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

(puntos porcentuales; saldos desestacionalizados)



Fuente: Comisión Europea.

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

Bibliografía

- I. Aarab, M. Bañbara, E. Bobeica y E. Leguay (2025), «[Seguimiento de la atención a la inflación en las noticias de prensa](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE.
- E. Bobeica, G. Koester y C. Nickel (2025), «[When groceries bite: the role of food prices for inflation in the euro area](#)», *The ECB Blog*, BCE, 25 de septiembre.
- F. D'Acunto, F. De Fiore, D. Sandri y M. Weber (2025), «[A global survey of household perceptions and expectations](#)», *BIS Quarterly Review*, septiembre de 2025.
- G. Ferrucci, R. Jiménez-Rodríguez y L. Onorante (2012), «[Food Price Pass-Through in the Euro Area: Non-Linearities and the Role of the Common Agricultural Policy](#)», *International Journal of Central Banking*, vol. 8, marzo de 2012, pp. 179-218.
- M. Kotz, M. G. Donat, T. Lancaster, M. Parker, P. Smith, A. Taylor y S. H. Vetter (2025), «[Climate extremes, food price spikes, and their wider societal risks](#)», *Environmental Research Letters*, vol. 20, n.º 8.
- M. Kotz, F. Kuik, E. Lis y C. Nickel (2024), «[Global warming and heat extremes to enhance inflationary pressures](#)», *Nature Communications Earth & Environment*, vol. 5, n.º 115.
- F. Kuik, E. M. Lis, J. Paredes e I. Rubene (2024), «[Factores determinantes de la inflación de los alimentos en la zona del euro en los dos últimos años](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

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

8

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

Kristian Tötterman y Samuel Bieber

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

El exceso de liquidez en el sistema bancario de la zona del euro continuó disminuyendo gradualmente. La provisión de liquidez descendió durante el período de referencia debido principalmente a la reducción de las tenencias del Eurosistema de valores adquiridos en el marco del programa de compras de activos (APP) y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia (PEPP) tras la finalización de las reinversiones del APP a principios de julio de 2023 y de las reinversiones del PEPP al final de diciembre de 2024. Esta disminución se vio compensada en parte por el descenso continuo de la absorción de liquidez a través de los factores autónomos netos.

Análisis de liquidez de los factores autónomos

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

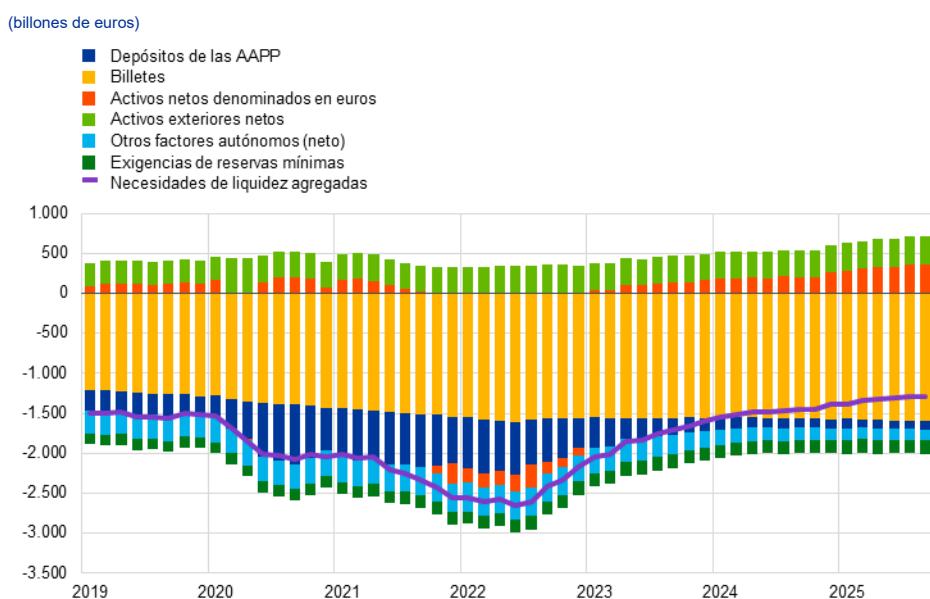
históricas, que reflejan este desglose revisado, están disponibles en el ECB Data Portal en [la sección donde se publican los cuadros de liquidez](#).

Necesidades de liquidez

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

Gráfico A

Variación de las necesidades de liquidez agregadas



Fuente: BCE.

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

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

Los factores autónomos de absorción de liquidez disminuyeron 3 mm de euros durante el período de referencia, principalmente como resultado del

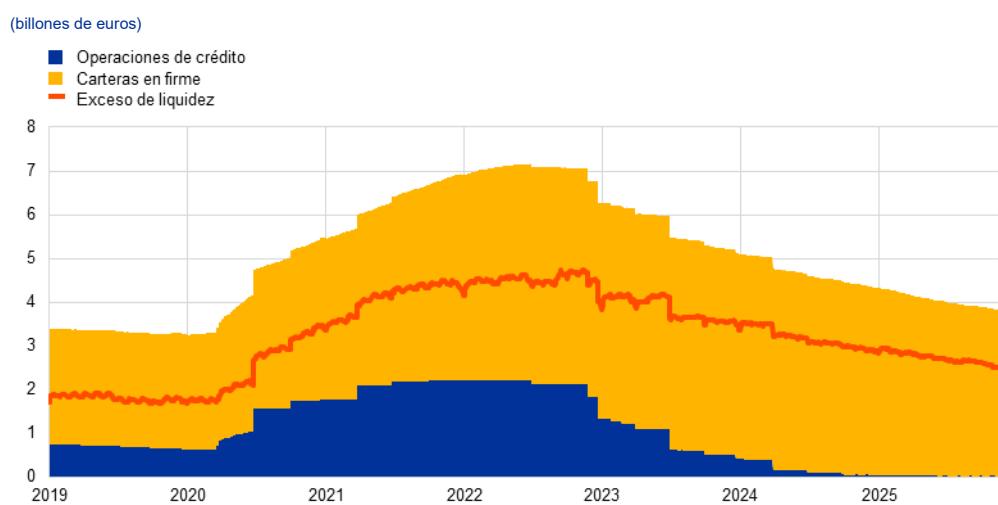
descenso de los otros factores autónomos. En promedio, los otros factores autónomos netos registraron una caída de 18 mm de euros, que reflejó, sobre todo, la reducción observada en el lado del pasivo. Los depósitos de las Administraciones Públicas aumentaron levemente —6 mm de euros— hasta situarse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

Liquidez inyectada mediante instrumentos de política monetaria

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

Gráfico B

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



Fuente: BCE.

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

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

La liquidez media proporcionada mediante operaciones de crédito cayó 3 mm de euros, hasta los 21 mm de euros, en el período de referencia. El saldo vivo medio de las operaciones principales de financiación (OPF) y el de las operaciones de financiación a plazo más largo (OFPML) a tres meses se redujeron en torno a 1 mm de euros y 2 mm de euros, respectivamente. La escasa participación de las

entidades de crédito en estas operaciones regulares refleja su holgada posición de liquidez y la disponibilidad de fuentes de financiación alternativas a tipos de interés y vencimientos atractivos.

Exceso de liquidez

El exceso de liquidez se redujo 97 mm de euros en el período de referencia, hasta un importe de 2.614 mm de euros (gráfico B). El exceso de liquidez es la suma de las reservas de las entidades de crédito por encima de las exigencias de reservas mínimas y de su recurso a la facilidad de depósito neto de su recurso a la facilidad marginal de crédito. Refleja la diferencia entre la liquidez total proporcionada al sistema bancario a través de instrumentos de política monetaria y las necesidades de liquidez de las entidades de crédito para cubrir sus reservas mínimas. Tras alcanzar un máximo de 4.748 mm de euros en noviembre de 2022, el exceso de liquidez ha disminuido de forma sostenida desde entonces.

Evolución de los tipos de interés

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

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

El tipo repo medio de la zona del euro, medido por el índice RepoFunds Rate Euro, se mantuvo más próximo al tipo de la facilidad de depósito que al €STR. En promedio, el tipo repo se situó en el mismo nivel que el tipo de la facilidad de depósito durante el período de referencia, igual que ocurrió en el tercer y el cuarto período de mantenimiento de 2025.

Cuadro A

Situación de liquidez del Eurosistema

(medias; mm de euros)

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

Fuente: BCE.

Notas: Todas las cifras del cuadro están redondeadas al múltiplo de 1 mm de euros más próximo. Las cifras entre paréntesis indican la variación con respecto al período de referencia o de mantenimiento anterior. «OPF» se refiere a las operaciones principales de financiación y «OFPML» a las operaciones de financiación a plazo más largo.

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

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

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

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

Cuadro B
Evolución de los tipos de interés

(medias; porcentajes y puntos porcentuales)

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

Fuentes: BCE, CME Group y Bloomberg Finance L.P.

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