

Recuadros

1

Redireccionamiento del comercio mundial: análisis del papel del desvío de flujos comerciales asociado a los aranceles estadounidenses en la evolución de las exportaciones chinas

Julien Le Roux y Tajda Spital

Los flujos comerciales globales se reconfiguraron en 2025 tras la introducción de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos. El crecimiento de las importaciones estadounidenses se debilitó de forma acusada como consecuencia de la fuerte caída de las procedentes de China. Al mismo tiempo, las exportaciones del país asiático han sorprendido al alza, en general, y las dirigidas a todos los destinos, excepto a Estados Unidos, han registrado un aumento generalizado. Una cuestión clave es si esta capacidad de resistencia refleja una desviación del comercio en respuesta a los aranceles estadounidenses, es decir, la reorientación de las exportaciones destinadas originalmente a un mercado hacia mercados alternativos, o bien otros mecanismos de ajuste, como el desvío a través de países intermediarios. Sin embargo, es posible que aún sea demasiado pronto para evaluar el alcance total de la reorientación del comercio ocasionada por los aranceles, ya que el comportamiento anticipatorio, los retrasos en la aplicación de los aranceles en las aduanas y los producidos en el transporte, así como otros factores, pueden afectar al tiempo que las modificaciones arancelarias tardan en reflejarse en los flujos comerciales observados. En este recuadro se analiza la evolución de las exportaciones chinas en 2025 y se presenta evidencia empírica inicial sobre si los aranceles estadounidenses han provocado una desviación del comercio.

El comportamiento de las exportaciones chinas continuó siendo sólido en 2025, aunque con divergencias notables entre los mercados de destino. El valor de las exportaciones del país asiático creció un 5,5 % en 2025, frente al 4,6 % en 2024. Aunque las exportaciones a Estados Unidos se redujeron un 20 %, el avance de las exportaciones a todas las demás regiones se mantuvo vigoroso, con un aumento del 8 % de bienes exportados a la zona del euro, el 13 % a países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés), el 7 % a América Latina y el 26 % a África (panel a del gráfico A). En términos nominales, en 2025, las exportaciones de China a Estados Unidos se redujeron en 104 mm de dólares estadounidenses con respecto a 2024 (panel b del gráfico A). Este descenso fue comparable, en líneas generales, con el incremento observado de las dirigidas a países de la ASEAN. Las exportaciones a la zona del euro se incrementaron de forma más moderada, en torno a 32 mm de dólares, mientras que las destinadas a África aumentaron en 46 mm de dólares, lo que representa un crecimiento reseñable en relación con el PIB de la región.

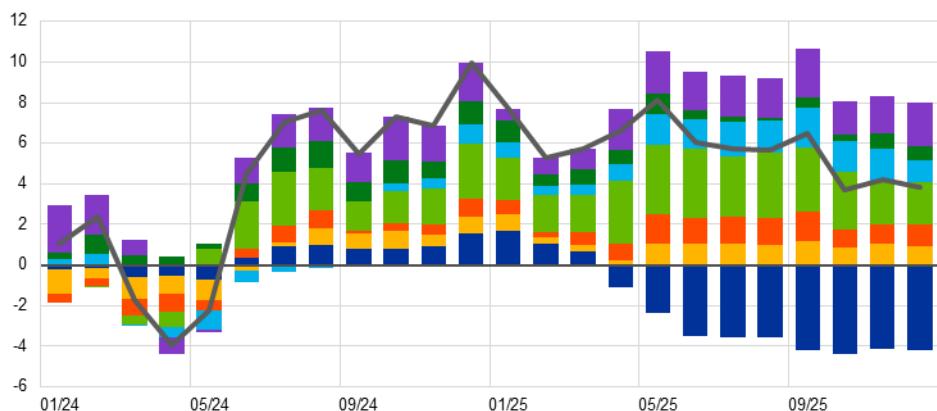
Gráfico A

Exportaciones nominales de China

a) Tasa de crecimiento interanual

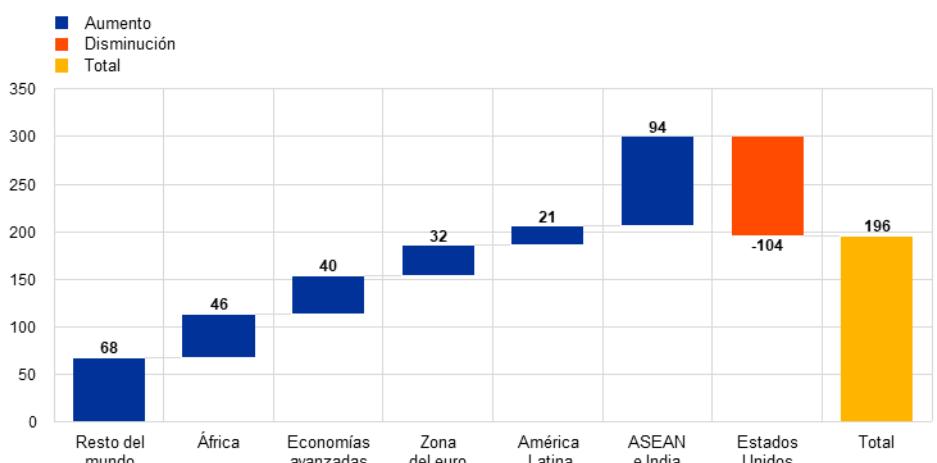
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- Estados Unidos
- Zona del euro
- Economías avanzadas (excluidos Estados Unidos y la zona del euro)
- ASEAN e India
- África
- América Latina
- Resto del mundo
- Exportaciones totales



b) 2025 con respecto a 2024

(variaciones interanuales en mm de dólares estadounidenses)



Fuentes: Administración General de Aduanas de la República Popular China y cálculos del BCE.

Notas: Los gráficos se basan en datos de comercio en términos nominales medidos en dólares estadounidenses. La última observación corresponde a diciembre de 2025.

En este recuadro se analiza si los aranceles estadounidenses han provocado una desviación de las exportaciones chinas capturando las variaciones en la exposición arancelaria de distintos productos en un modelo de datos de panel a nivel de producto con efectos fijos. Se realiza una regresión de panel en la que la tasa de crecimiento interanual de las exportaciones chinas a nivel de producto se relaciona con las modificaciones de los aranceles a nivel de producto, al tiempo que se controla por un amplio conjunto de efectos fijos que captan tendencias

específicas de los productos y los destinos¹. El modelo se estima utilizando datos sobre las importaciones mundiales de bienes chinos durante el período comprendido entre enero y septiembre de 2025².

Aunque los aranceles impuestos por Estados Unidos a los bienes chinos tuvieron un fuerte efecto directo negativo sobre las exportaciones de China al país norteamericano, la evidencia de una desviación generalizada del comercio sigue siendo limitada. Los análisis empíricos del episodio arancelario de 2025 todavía son escasos, y los análisis existentes se basan en evidencia temprana. Las estimaciones del modelo sugieren que los aranceles redujeron las importaciones estadounidenses procedentes de China en torno a un 9 % (panel a del gráfico B), mientras que la caída interanual observada en los datos de comercio fue de alrededor del 17 % en los nueve primeros meses de 2025³. Esta diferencia sugiere que factores distintos de los aranceles —como el aumento de la incertidumbre de política económica, el adelanto de las importaciones en previsión de las subidas de los aranceles, el debilitamiento de la demanda estadounidense o la ligera apreciación del renminbi frente al dólar— también contribuyeron a la contracción de las exportaciones chinas a Estados Unidos. Al mismo tiempo, la evidencia sobre los efectos de la desviación de los flujos comerciales a otros mercados es limitada. Solo se identifica un impacto positivo estadísticamente significativo para los países de África y de la ASEAN, mientras que el impacto estimado en la zona del euro es modesto y estadísticamente insignificante. Una desagregación por categorías de productos muestra que los efectos negativos de los aranceles estadounidenses son más pronunciados para los bienes de equipo, seguidos de los bienes de consumo y los bienes intermedios (panel b del gráfico B). A este nivel más detallado se encuentra cierta evidencia de desviación del comercio, en particular de bienes de consumo, para los que el incremento de los aranceles estadounidenses a los productos chinos está asociado a un aumento de las exportaciones a otros mercados.

¹ Se utilizan datos de productos basados en los códigos del Sistema Armonizado (SA) a nivel de seis dígitos, y se combinan con supuestos sobre los aranceles al mismo nivel de desagregación. Los productos exentos de aranceles se mantienen en la muestra.

² Se replica el enfoque de Cigna *et al.* (2022), que se basa en el de Amiti *et al.* (2019). La ecuación se especifica como sigue: $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN} = \beta \Delta \text{tariffs}_{p,t}^{CN} + \gamma_{it} + \gamma_{ip} + \gamma_s + \epsilon_{p,i,t}$, donde p es un producto, i el país importador y t el tiempo. El operador Δ representa las diferencias interanuales para tener en cuenta la estacionalidad. En consecuencia, $\Delta \ln EX_{p,i,t}^{CN}$ mide el crecimiento anual de las exportaciones. El modelo incluye tres grupos de efectos fijos: efectos fijos país-tiempo γ_{it} , efectos fijos país-producto γ_{ip} y efectos fijos sectoriales γ_s , que controlan por las perturbaciones agregadas, las tendencias específicas de productos y las perturbaciones sectoriales globales, respectivamente.

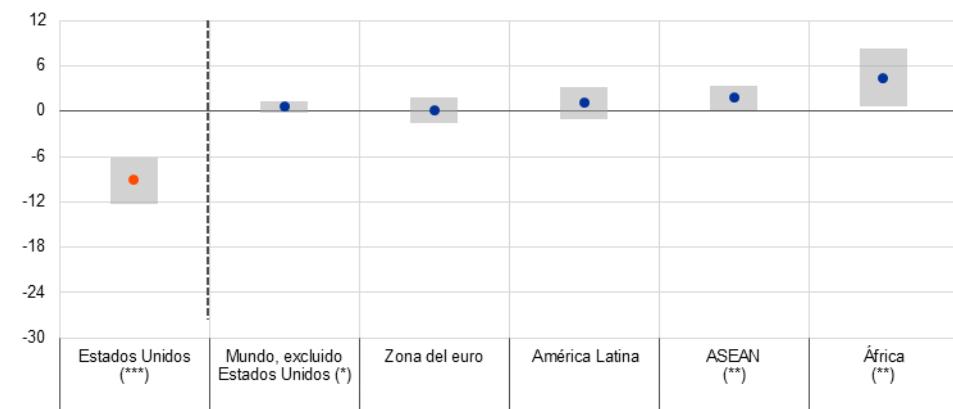
³ Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se intensificaron de forma acusada a principios de 2025. El país norteamericano impuso subidas arancelarias del 10 % a todos los bienes chinos en febrero y marzo, seguidas de nuevos aumentos que culminaron en un tipo arancelario máximo del 125 % en abril. Tras los acuerdos bilaterales, los aranceles se retiraron parcialmente en mayo y octubre. En la actualidad, el tipo arancelario efectivo aplicable a las importaciones estadounidenses de productos chinos se sitúa en el 34 %.

Gráfico B

Impacto sobre las exportaciones chinas de los aranceles estadounidenses de 2025

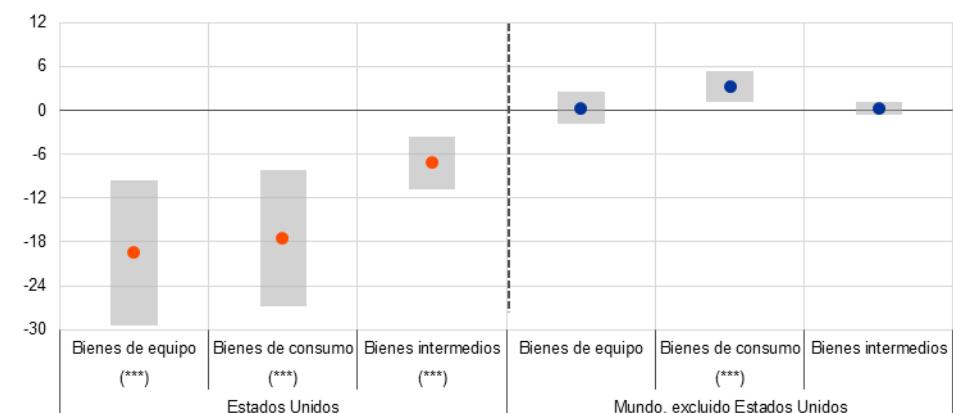
a) Por destino

(desviación porcentual entre diciembre de 2024 y septiembre de 2025)



b) Por categoría

(desviación porcentual entre diciembre de 2024 y septiembre de 2025)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: Los gráficos muestran las variaciones porcentuales de las exportaciones chinas como resultado de los aranceles impuestos por Estados Unidos en 2025. El impacto se calcula aplicando el aumento medio de los tipos arancelarios observado entre finales de 2024 y septiembre de 2025, expresado en diferencias en puntos porcentuales, a la elasticidad estimada de las exportaciones con respecto a los aranceles. En promedio, los aranceles estadounidenses a las exportaciones chinas aumentaron 37 puntos porcentuales durante ese período. Las barras de color gris representan intervalos de confianza del 95 % en torno a los coeficientes estimados, mientras que (*), (**) y (***) indican niveles de significatividad del 10 %, el 5 % y el 1 %, respectivamente. La muestra de estimación incluye datos sobre las importaciones mundiales de bienes chinos entre enero y septiembre de 2025. La última observación corresponde a septiembre de 2025.

La desviación, limitada pero significativa, de los flujos comerciales de China a países de la ASEAN tras la introducción de los aranceles puede reflejar patrones más amplios de redireccionamiento del comercio. El redireccionamiento de los intercambios comerciales se produce cuando las exportaciones se redirigen a través de países intermediarios pero, en última instancia, llegan al mercado de destino original. Cabe destacar que las exportaciones chinas a países de la ASEAN han aumentado de forma notable, especialmente las de bienes intermedios utilizados para su ulterior procesamiento o montaje (panel a del gráfico C). Esta tendencia es acorde con el incremento de las importaciones estadounidenses procedentes de países de la ASEAN, que es la única región que contribuyó positivamente al crecimiento de las importaciones estadounidenses en 2025 en su conjunto. Los datos sectoriales también indican un

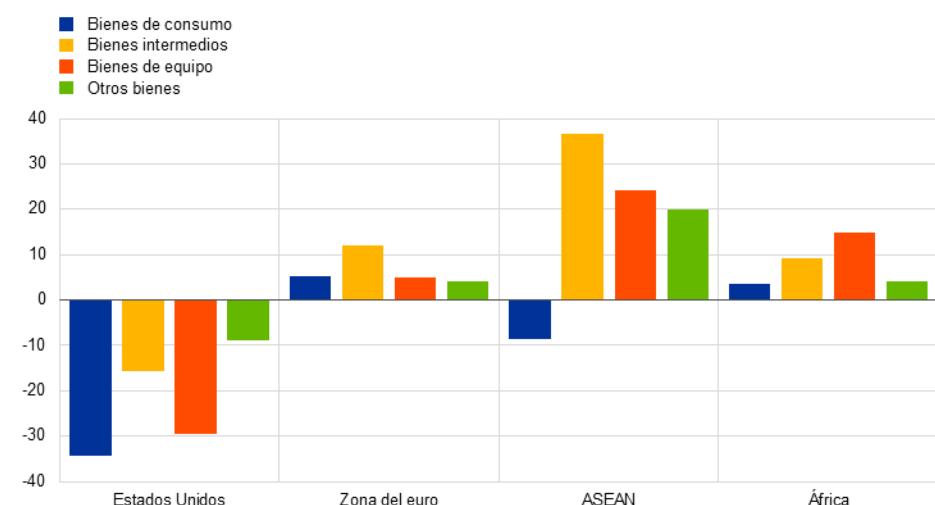
acusado crecimiento de las exportaciones reales de China a países de la ASEAN, acompañado de una caída de los valores unitarios en la mayoría de los sectores, un patrón coherente con una mayor integración de los insumos intermedios de menor valor en las cadenas de producción regionales (panel b del gráfico C). En conjunto, esta evolución sugiere que las cadenas de suministro centradas en países de la ASEAN tuvieron un impacto en el ajuste, aunque la evidencia sigue siendo preliminar.

Gráfico C

Evolución de las exportaciones chinas, desde enero-noviembre de 2024 hasta enero-noviembre de 2025

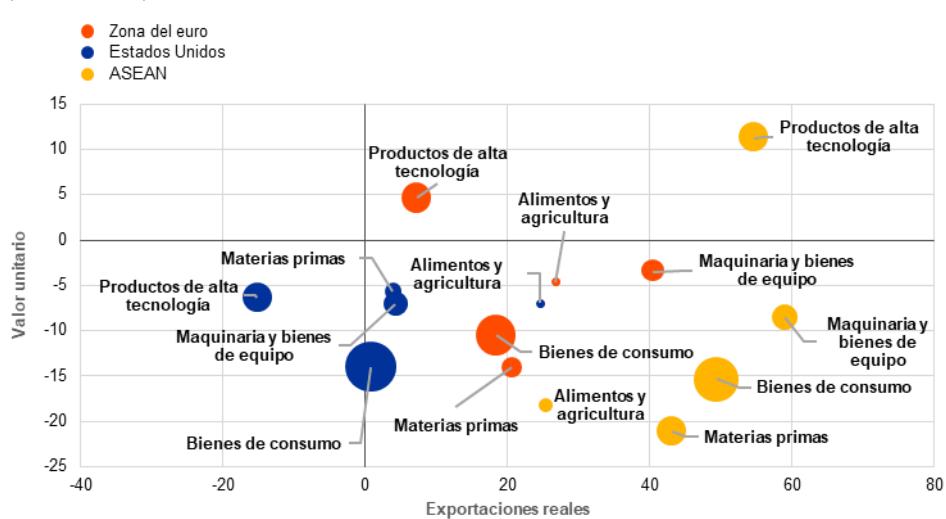
a) Por categoría

(variaciones en mm de dólares estadounidenses)



b) Por socio comercial y sector

(tasas de variación)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Notas: El panel a refleja los cambios en el total de exportaciones chinas durante los 11 primeros meses de 2025 en comparación con el mismo período de 2024. El panel b muestra los cambios en las exportaciones reales y los valores unitarios de las exportaciones chinas (en dólares estadounidenses) durante los 11 primeros meses de 2025 para cada socio comercial y sector. El tamaño de las burbujas es proporcional al valor comercial medio correspondiente durante los mismos meses de 2022 a 2024. La lista de productos de alta tecnología se basa en la definición de la Comisión Europea. La última observación corresponde a noviembre de 2025.

En general, la desviación del comercio solo ha tenido una influencia limitada en la dinámica reciente de las exportaciones chinas, mientras que otros factores han tenido un papel más destacado. Aunque parte de la disminución de las exportaciones del país asiático a Estados Unidos puede atribuirse a los nuevos aranceles, hasta el momento se dispone de poca evidencia de que estas medidas hayan dado lugar a un redireccionamiento significativo de los flujos comerciales hacia otros mercados. Los redireccionamientos relacionados con los aranceles parecen de magnitud reducida y restringidos a un grupo limitado de productos, lo que indica que los efectos de desbordamiento de los aranceles estadounidenses a terceros países de destino han sido escasos. Más bien, la reciente fortaleza de las exportaciones chinas a otros mercados parece haber estado determinada por tendencias anteriores a las medidas arancelarias más recientes, como pone de manifiesto el avance generalizado de las exportaciones a las principales zonas del mundo. Estas tendencias se sustentan en varios factores. La debilidad de la demanda interna ha llevado a las empresas chinas a canalizar al exterior el exceso de capacidad, lo que se ha visto respaldado por la caída de los precios de exportación, las mejoras de competitividad reforzadas por una moneda débil y la expansión de la capacidad manufacturera impulsada por el Estado⁴. Una mayor integración de las cadenas de suministro en Asia también ha favorecido las exportaciones a socios regionales.

Bibliografía

- A. Al-Haschimi, N. Dvoöáková, J. Le Roux y T. Spital (2025), «[El creciente superávit comercial de China: por qué las exportaciones aumentan mientras las importaciones se estancan](#)», *Boletín Económico*, número 7, BCE.
- M. Amiti, S. J. Redding y D. E. Weinstein (2019), «[The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 33, n.º 4, pp. 187-210.
- S. Cigna, P. Meinen, P. Schulte y N. Steinhoff (2022), «[The impact of US tariffs against China on US imports: Evidence for trade diversion?](#)», *Economic Research*, vol. 60, n.º 1, pp. 162-173.

⁴ Para más detalles sobre la evolución reciente de las exportaciones chinas, véase Al-Haschimi *et al.* (2025).

2

Los determinantes de los precios de la electricidad para los hogares y las industrias electrointensivas y su importancia para los objetivos de descarbonización de la UE

Daniela Arlia y John Hutchinson

La electrificación es un elemento clave de la estrategia de descarbonización de la UE, pero la demanda de electricidad se ha mantenido prácticamente estancada durante la última década y, tras la crisis energética de 2021-2022, los precios han permanecido en niveles elevados (gráfico A). El Pacto por una Industria Limpia de la Comisión Europea, presentado en febrero de 2025, tiene por objeto aumentar el peso de la electricidad en el consumo final bruto de energía en la UE del 23 % en 2024 al 32 % en 2030. Dado que la electricidad puede generarse más fácilmente a partir de fuentes renovables que con otras formas de energía, aumentar su peso en el consumo energético final es fundamental para alcanzar los objetivos establecidos en la Directiva sobre energías renovables de la UE. Sin embargo, la consecución de este objetivo de consumo podría resultar difícil, ya que la electricidad consumida en la zona del euro disminuyó un 6,3 % entre 2015 y 2023 (Eurostat, 2026)¹. Asimismo, los precios de la electricidad siguen siendo altos en comparación con los niveles anteriores a la crisis energética de 2021-2022, aunque se observan diferencias sustanciales entre los Estados miembros de la UE y entre los hogares y las empresas. Los elevados precios de la electricidad afectan directamente a los hogares al reducir su poder adquisitivo, al tiempo que repercuten también en la competitividad de las empresas electrointensivas. En este recuadro se examina la composición de los precios de la energía, los factores determinantes de las diferencias en los precios y los patrones de consumo recientes de los cinco países de mayor tamaño de la zona del euro, con el foco puesto en los hogares y en las industrias electrointensivas.

¹ Un informe de McKinsey (2024) señala que el crecimiento de la demanda de electricidad en la UE ya se está viendo moderado por la disminución de la demanda de la industria y la lenta adopción de tecnologías clave de electrificación, como los vehículos eléctricos y las bombas de calor. Al mismo tiempo, la demanda de electricidad de los centros de datos está creciendo, pero puede verse atenuada por las incertidumbres relacionadas con los aumentos de carga impulsados por la IA, los problemas de conexión a unas redes ya saturadas y nuevas normativas. A escala mundial, la Agencia Internacional de la Energía (2024) espera que la demanda de estos centros aumente con fuerza. No obstante, se prevé que su contribución al crecimiento total de la electricidad demandada solo sea relativamente pequeña.

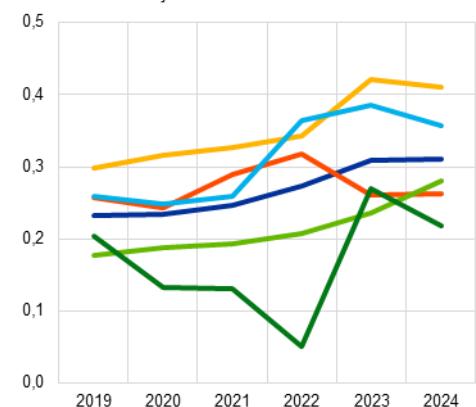
Gráfico A

Precios anuales de la electricidad para los hogares y las industrias electrointensivas

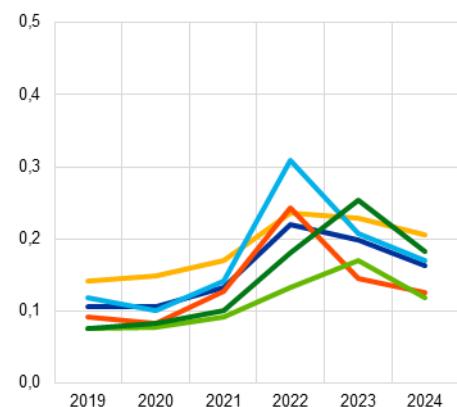
(euro/kWh)

a) Hogares

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



b) Industrias electrointensivas



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los precios de la electricidad para los hogares se calculan para todas las bandas de consumo eléctrico. Las industrias electrointensivas se clasifican según la definición propuesta por Dechezleprêtre *et al.* (2025) y a continuación se asignan a las bandas de consumo correspondientes establecidas por la Comisión Europea (Dirección General de Energía, Comisión Europea *et al.*, 2025). Dichas industrias incluyen: i) industria de la madera, ii) fabricación de papel y pasta de papel, iii) coquerías y refino de petróleo, iv) industria química, v) fabricación de productos de caucho y plásticos, vi) fabricación de otros productos minerales no metálicos, vii) producción de metales preciosos y de otros metales no ferreos, viii) extracción de crudo de petróleo y gas natural, y ix) extracción de minerales metálicos.

Los costes energéticos y de suministro representan la mayor parte del importe final de la factura eléctrica, tanto para los hogares como para las industrias electrointensivas, aunque la contribución de los impuestos y los costes de red también es importante. Los precios de la electricidad que soportan los usuarios finales pueden descomponerse en cuatro componentes principales: i) costes energéticos y de suministro, ii) costes de red, iii) IVA, y iv) otros impuestos². El componente de costes energéticos y de suministro incluye los costes de los combustibles y los derechos de emisión en el marco del régimen de comercio de derechos de emisión (RCDE) de la UE. En 2024, los costes energéticos y de suministro representaron alrededor del 50 % de la factura eléctrica de los hogares y el 63 % de la de las industrias electrointensivas de la zona del euro. Los costes de red supusieron el 27 % de la factura de los hogares, pero solo el 12 % de la de las industrias electrointensivas, ya que los grandes consumidores industriales —que a menudo están conectados directamente a redes de alta o muy alta tensión— se benefician de tarifas reducidas de acceso a la red. El IVA representó en torno al 14 % de la factura eléctrica tanto de los hogares como de las empresas en 2024, mientras que otros impuestos específicos y sistemas de fijación de precios nacionales tuvieron un peso aproximado del 10 %, por lo que contribuyen a las diferencias existentes entre países (gráfico B).

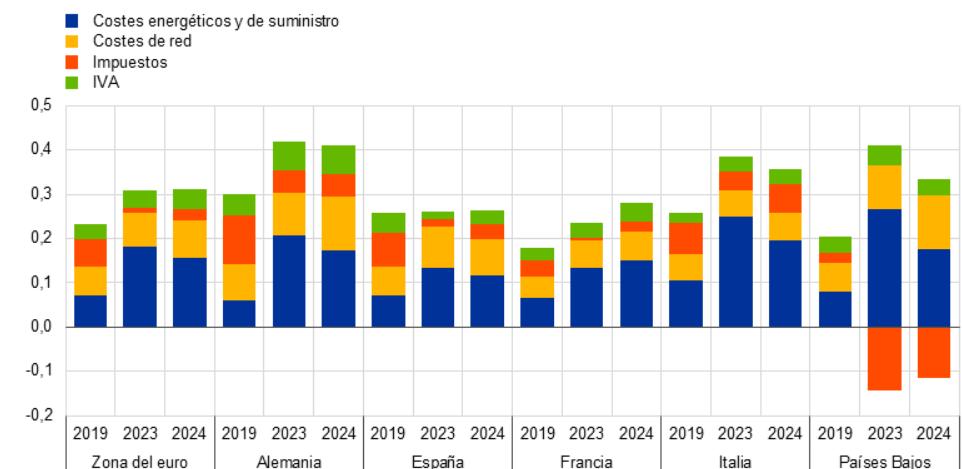
² Para más detalles, véanse Heussaff *et al.* (2024) y Kuik *et al.* (2022).

Gráfico B

Descomposición de los precios de la electricidad para los hogares y las industrias electrointensivas

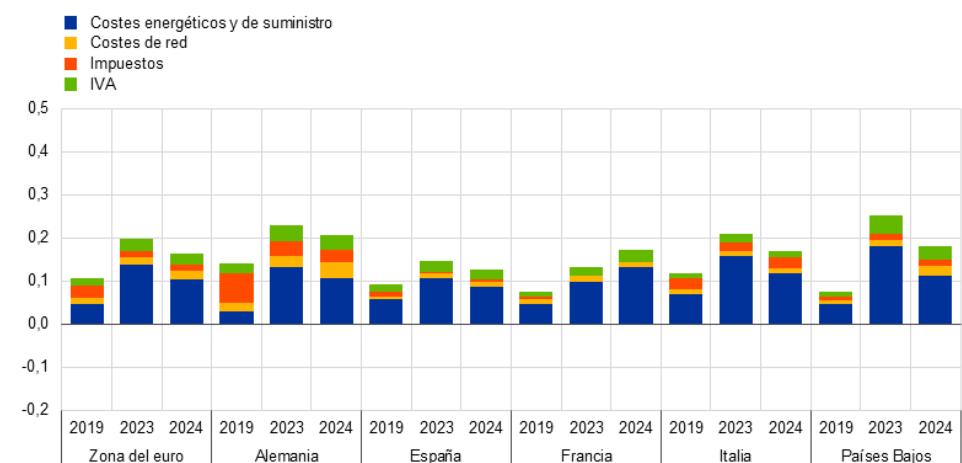
a) Hogares

(euro/kWh)



b) Industrias electrointensivas

(euro/kWh)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «Impuestos» se refiere a los aplicados a la potencia instalada, las energías renovables, el medio ambiente, la energía nuclear y cualquier otra figura impositiva (es decir, impuestos, tasas, gravámenes o cargos no incluidos en ninguna de las categorías anteriores). Los precios de la electricidad que soportan los hogares se calculan para todas las bandas de consumo eléctrico. Las industrias electrointensivas se clasifican según la definición propuesta por Dechezleprêtre *et al.* (2025) y a continuación se asignan a las bandas de consumo correspondientes establecidas por la Comisión Europea (Dirección General de Energía, Comisión Europea *et al.*, 2025). Dichas industrias incluyen: i) industria de la madera, ii) fabricación de papel y pasta de papel, iii) coquerías y refino de petróleo, iv) industria química, v) fabricación de productos de caucho y plásticos, vi) fabricación de otros productos minerales no metálicos, vii) producción de metales preciosos y de otros metales no ferreos, viii) extracción de crudo de petróleo y gas natural, y ix) extracción de minerales metálicos.

Los hogares de la zona del euro pagan aproximadamente el doble que las industrias electrointensivas por la electricidad que consumen, debido al mayor coste de todos los componentes de la factura eléctrica (gráfico B). En Francia y Países Bajos, los hogares pagan alrededor de un 64 % y un 20 % más, respectivamente, que las citadas industrias. La diferencia es aún más acusada en Alemania, España e Italia, donde los precios de la electricidad que afrontan los hogares son aproximadamente un 100 % más elevados. Los países que dependen de combustibles fósiles importados para la generación de electricidad tienden a

soportar precios más altos, ya que el coste marginal de estos combustibles suele ser superior al de la energía nuclear o las renovables. Además, las diferencias en los impuestos y las normativas nacionales relativas a las tarifas de acceso a la red también explican la considerable disparidad de los precios finales de la electricidad entre países³.

Los precios de la electricidad han aumentado de forma más acusada para las industrias electrointensivas que para los hogares desde antes de la crisis energética (gráfico B). Entre 2019 y 2024, estos precios se incrementaron alrededor del 53 % en el caso de las citadas industrias y en torno al 33 % en el de los hogares. En ambos casos, estos aumentos se debieron principalmente al encarecimiento de los distintos tipos de combustibles utilizados en la generación eléctrica. En respuesta a la crisis energética, se introdujeron medidas de compensación —como los topes a los precios de la energía— para mitigar los efectos sobre los precios minoristas, lo que benefició en general tanto a los hogares como a las empresas⁴.

La subida de los precios de la electricidad ha elevado considerablemente el gasto total de los hogares y las empresas electrointensivas, pese a la disminución del consumo, en particular entre estas industrias (gráfico C). La descomposición del gasto eléctrico total en precios y consumo pone de manifiesto que el aumento de los precios de la electricidad ha impulsado el crecimiento del gasto. Entre 2019 y 2023, el consumo de electricidad de las industrias electrointensivas en la zona del euro se redujo en torno a un 14,5 %, mientras que el de los hogares disminuyó aproximadamente un 1,5 %⁵.

³ Para un análisis detallado sobre la formación de los precios de la electricidad en Europa, véase De Sanctis *et al.* (de próxima publicación).

⁴ Para un análisis exhaustivo sobre las medidas de política fiscal adoptadas en respuesta a la crisis energética, véase Ferdinandusse *et al.* (2024).

⁵ Actualmente, los datos de Eurostat sobre los niveles de consumo por sector solo están disponibles hasta 2023.

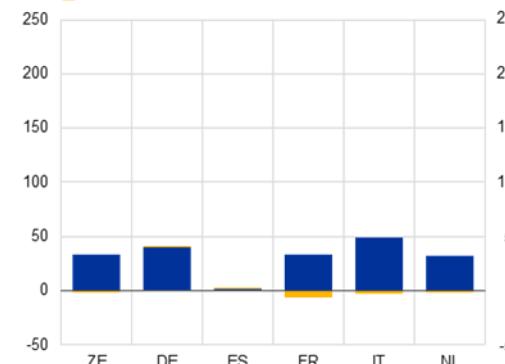
Gráfico C

Descomposición del crecimiento del gasto total de los hogares y las industrias electrointensivas

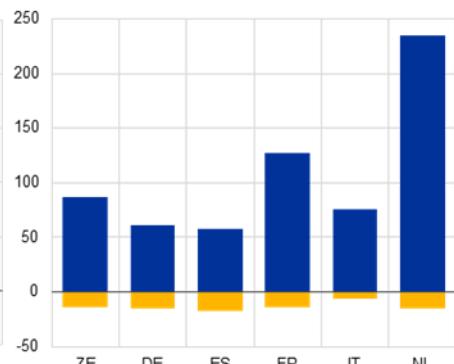
(tasas de variación entre 2019 y 2023)

a) Hogares

■ Precio
■ Consumo



b) Industrias electrointensivas



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los precios y los niveles de consumo de electricidad de los hogares se calculan para todas las bandas de consumo eléctrico. Los datos sobre consumo solo están disponibles hasta 2023. Las industrias electrointensivas se clasifican según la definición propuesta por Dechezleprêtre *et al.* (2025) y a continuación se asignan a las bandas de consumo correspondientes establecidas por la Comisión Europea (Dirección General de Energía, Comisión Europea *et al.*, 2025). Dichas industrias incluyen: i) industria de la madera, ii) fabricación de papel y pasta de papel, iii) coquerías y refino de petróleo, iv) industria química, v) fabricación de productos de caucho y plásticos, vi) fabricación de otros productos minerales no metálicos, vii) producción de metales preciosos y de otros metales no ferreos, viii) extracción de crudo de petróleo y gas natural, y ix) extracción de minerales metálicos.

El impacto de los costes del RCDE en los precios de la electricidad es menos significativo en los países con una generación eléctrica menos intensiva en carbono (gráfico D). La intensidad de carbono ha disminuido notablemente a medida que los países han ido sustituyendo el carbón por combustibles más limpios y, desde 2010, por energías renovables (Agencia Europea de Medio Ambiente, 2025)⁶. Francia presenta la menor intensidad de emisiones de gases de efecto invernadero en la generación de electricidad, debido a su tradicional recurso a la energía nuclear. En cambio, los países con una intensidad de carbono relativamente elevada registran mayores presiones de costes asociadas al RCDE, cuya contribución al precio de la electricidad puede alcanzar hasta un 9%⁷. Este porcentaje tiende a ser más alto en el caso de las empresas electrointensivas, ya que los costes energéticos y de suministro tienen un peso mayor en la factura eléctrica.

⁶ La intensidad de emisiones de gases de efecto invernadero aumentó ligeramente en Alemania e Italia entre 2020 y 2021, un 10 % y un 24 %, respectivamente, pero desde entonces ha vuelto a situarse en niveles similares a los observados en 2020.

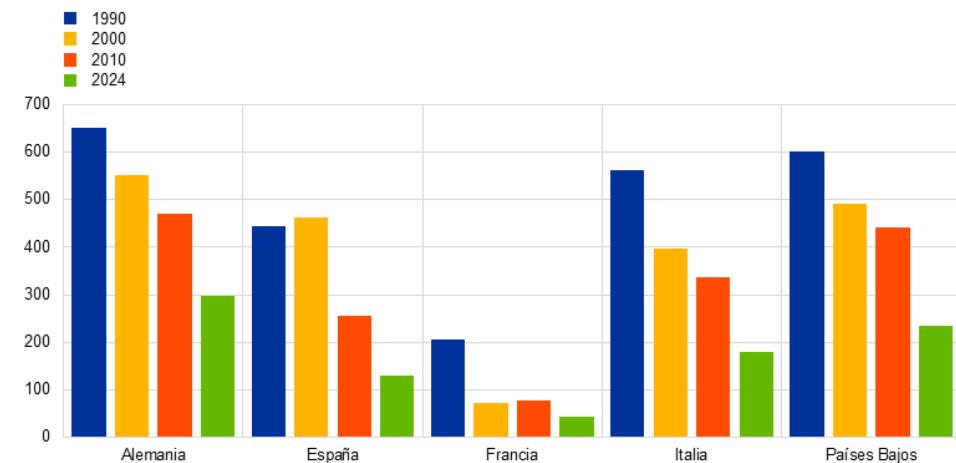
⁷ Véase Kuik *et al.* (2022) para un análisis de la contribución de los precios del gas y del RCDE a los precios de la electricidad.

Gráfico D

Intensidad de emisiones de gases de efecto invernadero y costes del RCDE por países

a) Intensidad de emisiones de gases de efecto invernadero a lo largo del tiempo

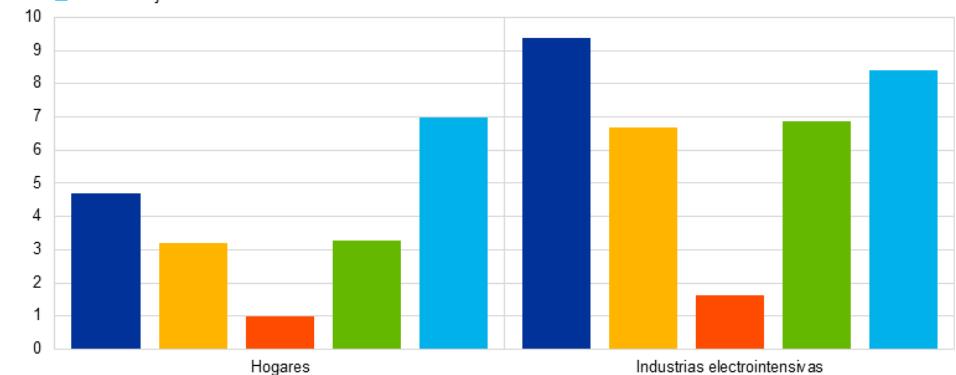
(gCO₂e/kWh)



b) Peso de los costes del RCDE en el precio total de la electricidad en 2024

(en porcentajes)

■ Alemania
■ España
■ Francia
■ Italia
■ Países Bajos



Fuentes: Eurostat, Agencia Europea de Medio Ambiente y cálculos del BCE.

Notas: Los costes del RCDE en los distintos países se calculan a partir de los precios del RCDE de 2024 (65 euros por tonelada de CO₂), multiplicándolos por el volumen de emisiones de gases de efecto invernadero por kW de electricidad en ese año en cada país. Los valores obtenidos se usan para calcular el peso relativo de los costes del RCDE en el precio total de la electricidad que afrontan los hogares y las industrias electrointensivas en cada país.

En resumen, la consecución de los objetivos de descarbonización de la UE depende del cumplimiento de sus objetivos de electrificación, lo que puede resultar más fácil si los precios de la electricidad son más bajos. Las diferencias en los precios de la electricidad de los países de la zona del euro tienen su origen en los distintos *mix* energéticos, dado que los que recurren en mayor medida a combustibles fósiles importados para generar electricidad tienden a soportar precios más elevados⁸. Otros factores que contribuyen a las divergencias

⁸ En un estudio reciente de Navia *et al.* (2025) se estima que los precios de la electricidad podrían caer un 26 %, en promedio, para 2030 con respecto a los precios de 2024, siempre que los países europeos cumplan sus objetivos en materia de energía eólica y solar.

entre países son la limitada interconexión entre los mercados, los impuestos nacionales, las decisiones de política y la regulación de los costes de red. Aunque las medidas de alivio a corto plazo —como los topes a los precios y las rebajas impositivas— pueden reducir las presiones inflacionistas, no permiten abordar los factores determinantes de los elevados precios de la electricidad. Estas medidas deben diseñarse de forma que no debiliten los incentivos que tienen las industrias electrointensivas para descarbonizarse. Para ello, el Plan de Acción para una Energía Asequible de la Comisión Europea combina medidas inmediatas de alivio con otras de carácter estructural para reducir los precios de la electricidad. Además, el paquete de medidas sobre las redes eléctricas europeas (European Grids Package) recientemente anunciado y la iniciativa de autopistas energéticas (Energy Highways) deberían ampliar y modernizar las infraestructuras energéticas europeas⁹. En última instancia, garantizar una energía asequible, segura y sostenible es clave para la estrategia de descarbonización de la UE y su resiliencia económica a largo plazo (Parker *et al.*, 2026; Lagarde, 2025).

Bibliografía

- A. Dechezleprêtre, H. Dernis, L. Díaz, G. Lalanne, S. R. Sancho y L. Samek (2025), «[A comprehensive overview of the Energy Intensive Industries ecosystem](#)», *OECD Science, Technology and Industry Working Papers*, n.º 2025/09.
- A. De Sanctis, C. Grynberg y F. R. Vinci (de próxima publicación), «[The European Energy Landscape and Industrial Competitiveness: Making the Case for an Energy Union](#)», *Occasional Paper Series*, BCE.
- Dirección General de Energía, Comisión Europea, E3-Modelling, Enerdata, Ludwig-Bölkow-Systemtechnik, Öko-Institut y Trinomics (2025), [Study on energy prices and costs: evaluating impacts on households and industry – 2024 edition](#).
- Agencia Europea de Medio Ambiente (2025), [Greenhouse gas emission intensity of electricity generation in Europe](#), 6 de noviembre.
- M. Ferdinandusse y M. Delgado-Téllez (2024), «[Medidas de política fiscal en respuesta a las perturbaciones energética e inflacionista y al cambio climático](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.
- C. Heussaff (2024) «[Decarbonising for competitiveness: four ways to reduce European energy prices](#)», *Policy Brief 32/2024*, Bruegel, 5 de diciembre.
- C. Heussaff, E. Jüngling, S. Tagliapietra y G. Zachmann (2025), «[Who should be charged? Principles for fair allocation of electricity system costs](#)», *Policy Brief 16/2025*, Bruegel, 24 de abril.

⁹ Para un análisis más detallado sobre las medidas a corto plazo para reducir los precios de la electricidad, véase Heussaff *et al.* (2025).

Agencia Internacional de la Energía (2024), *World Energy Outlook 2024*, 16 de octubre.

F. Kuik, J. F. Adolfsen, E. M. Lis y A. Meyler (2022), «[Energy price developments in and out of the COVID-19 pandemic – from commodity prices to consumer prices](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

C. Lagarde (2025), «[Europe's road to renewables](#)», discurso pronunciado en la Norges Bank Climate Conference, Oslo, 21 de octubre.

McKinsey (2024), *Electricity demand in Europe: Growing or going?*, 24 de octubre.

D. Navia y L. Diaz Anadon (2025), «[Power price stability and the insurance value of renewable technologies](#)», *Nature Energy*, vol. 10, 28 de enero, pp. 329-341.

M. Parker y S. Párraga Rodríguez (de próxima publicación), «[Overcoming structural barriers to the green transition](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

3

El consumo y el ahorro en un contexto de incertidumbre: información reciente procedente de la encuesta CES

Maria Dimou, Maarten Dossche, Teresa Hütten y Georgi Kocharkov

Las percepciones de los consumidores sobre la incertidumbre económica desempeñan un papel fundamental en su comportamiento de gasto y de ahorro. Aparte de su notable impacto en la demanda agregada, el efecto de la incertidumbre en las decisiones de los hogares varía significativamente a nivel individual¹. En este contexto, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) es una fuente de información única al proporcionar medidas puntuales y detalladas de incertidumbre. En este recuadro se utiliza primero una medida de la incertidumbre implícita basada en una pregunta de la CES acerca de la distribución de probabilidad del crecimiento esperado de la renta de los hogares para analizar la evolución de la incertidumbre a lo largo del tiempo². Además, se incorpora información obtenida de una nueva pregunta de la encuesta sobre el grado de predictibilidad percibida de la situación financiera de los hogares. La encuesta también incluye una pregunta complementaria sobre cómo prevén responder a dicha incertidumbre económica, lo que permite analizar la heterogeneidad entre hogares³.

Aunque conceptualmente son diferentes, los indicadores de incertidumbre de los consumidores de la CES y de la Comisión Europea están estrechamente relacionados y ambos sugieren que la incertidumbre sigue siendo elevada (gráfico A). La medida de la incertidumbre implícita obtenida de la CES es un indicador cuantitativo que se basa en el razonamiento probabilístico de los encuestados. Se define como la media de los rangos intercuartílicos implícitos de los participantes en la encuesta. El indicador de incertidumbre de los consumidores de la Comisión Europea es cualitativo y refleja una percepción subjetiva sobre la predictibilidad. Representa el porcentaje neto de encuestados a los que les resulta difícil predecir su propia situación financiera. Pese a estas diferencias metodológicas, las dos medidas están estrechamente correlacionadas en el tiempo

¹ Por ejemplo, el consumo de los hogares con restricciones de liquidez muestra una mayor sensibilidad a perturbaciones de renta y de incertidumbre (véase Bayer *et al.*, 2019). Además, la evidencia basada en encuestas muestra que la percepción de una mayor incertidumbre reduce el gasto de los hogares, en especial el de aquellos que tienen carteras de activos con riesgo (Coibion *et al.*, 2024).

² La pregunta era la siguiente: «A continuación verá diez posibles variaciones de los ingresos totales netos de su hogar en los próximos doce meses. Distribuya 100 puntos entre ellas para indicar con qué probabilidad cree que se producirá cada variación».

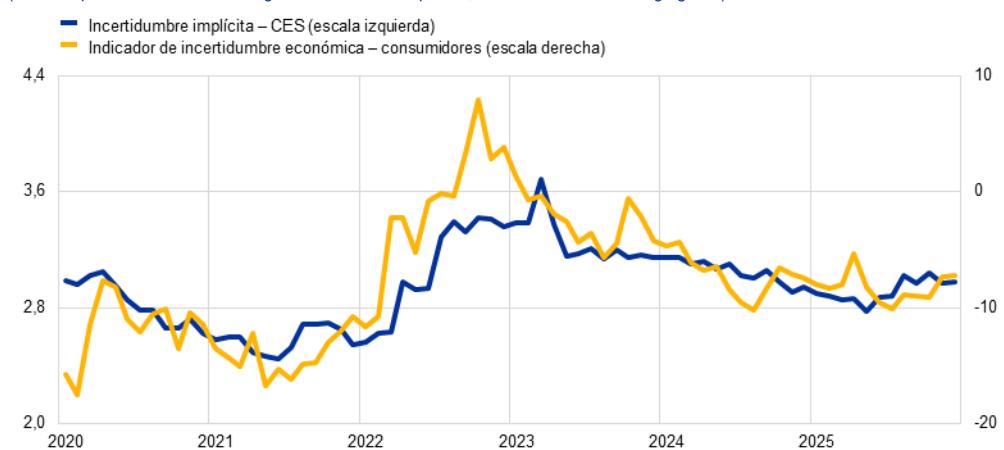
³ La pregunta se planteó en las ediciones de la CES de agosto y noviembre de 2025 y refleja la formulación utilizada en la encuesta a los consumidores de la Comisión Europea que forma parte de su programa de encuestas a empresas y consumidores (BCS, por sus siglas en inglés) (véase también Comisión Europea, 2021). La pregunta era la siguiente: «La posición/situación financiera futura de su hogar es actualmente...: fácil de predecir/relativamente fácil de predecir/relativamente difícil de predecir/difícil de predecir». La pregunta complementaria era: «Dada la incertidumbre económica actual (es decir, la dificultad para predecir la situación financiera futura de su hogar), ¿cómo prevé adaptar sus decisiones (si es el caso)? (Señale todas las opciones que correspondan). Tengo previsto...1) reducir gastos habituales; 2) posponer o cancelar grandes compras (por ejemplo, vivienda, coche, electrodomésticos); 3) ahorrar más/incrementar mi fondo para emergencias; 4) reducir deudas o evitar contraer deudas nuevas; 5) invertir con más prudencia (por ejemplo, evitar inversiones de riesgo); 6) buscar fuentes de ingresos adicionales (por ejemplo, otros trabajos); 7) dar un giro a mi carrera o planes profesionales; 8) ninguna de las opciones anteriores».

y entre hogares. Ambas señalan que, actualmente, el grado de incertidumbre es inferior al máximo alcanzado en 2022-2023 —durante el período de excepcional incertidumbre tras el estallido de la guerra en Ucrania y la posterior escalada de los precios de la energía y de los alimentos—, pero todavía se sitúa por encima del nivel mínimo registrado a mediados de 2021, cuando la economía se estaba recuperando de la pandemia de COVID-19.

Gráfico A

Evolución de las medidas de incertidumbre de los consumidores basadas en encuestas

(escala izquierda: medias de los rangos intercuartílicos implícitos; escala derecha: saldos agregados)



Fuentes: Comisión Europea, BCE (CES) y cálculos del BCE.

Notas: La medida de la incertidumbre implícita obtenida de la CES se basa en distribuciones de probabilidad específicas de cada encuestado y derivadas de la pregunta de intervalos probabilísticos sobre las expectativas relativas a la evolución de la renta neta de los hogares. La incertidumbre implícita sobre la renta se calcula como el rango intercuartílico medio entre los participantes en cada edición de la encuesta, utilizando las ponderaciones de la encuesta. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

A los hogares con restricciones de liquidez y a los hogares desempleados les resulta más difícil predecir su situación financiera (gráfico B). La mayoría de los hogares con restricciones de liquidez (el 53 %) tienen dificultades para prever su situación financiera, frente a solo el 24 % de los hogares sin restricciones⁴. Del mismo modo, el 49 % de los encuestados en paro señalan las mismas dificultades, mientras que, entre los ocupados, el porcentaje de hogares con una probabilidad alta o baja de perder su empleo y a los que les resulta difícil predecir su situación financiera se reduce al 35 % y el 25 %, respectivamente. Esto sugiere que la percepción de seguridad del empleo es un determinante clave de la incertidumbre acerca de la renta de los hogares⁵. Estas diferencias transversales son acordes con evidencia anterior que apunta al hecho de que los hogares con más incertidumbre sobre su situación financiera tienden a conceder mayor importancia a los motivos de precaución en sus decisiones de ahorro (Dimou *et al.*, 2026).

⁴ En la pregunta de la encuesta con información sobre restricciones de liquidez, los participantes deben indicar si su hogar dispondría o no de fondos suficientes para atender un pago inesperado equivalente a sus ingresos mensuales.

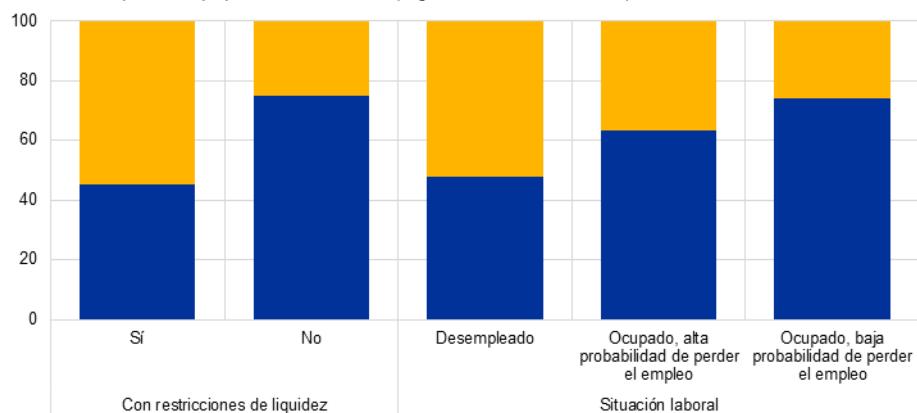
⁵ Para conocer más evidencia empírica sobre la relación entre el comportamiento del mercado de trabajo y la incertidumbre acerca la renta a lo largo del ciclo económico de la zona del euro, véase Dossche y Hartwig (2019).

Gráfico B

Incertidumbre percibida por tipo de hogar

(porcentajes de encuestados, ponderados)

- █ Fácil predecir la propia situación financiera (hogares con menos incertidumbre)
- █ Difícil predecir la propia situación financiera (hogares con más incertidumbre)



Fuentes: BCE (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los hogares se clasifican como hogares con restricciones de liquidez si indican que no dispondrían de recursos financieros suficientes para atender un pago inesperado equivalente a sus ingresos mensuales, en caso de que fuera necesario. Los hogares se clasifican como hogares con una probabilidad alta (baja) de perder el empleo si la probabilidad declarada se sitúa por encima (por debajo) de la mediana de la muestra. Datos obtenidos de la CES de noviembre de 2025.

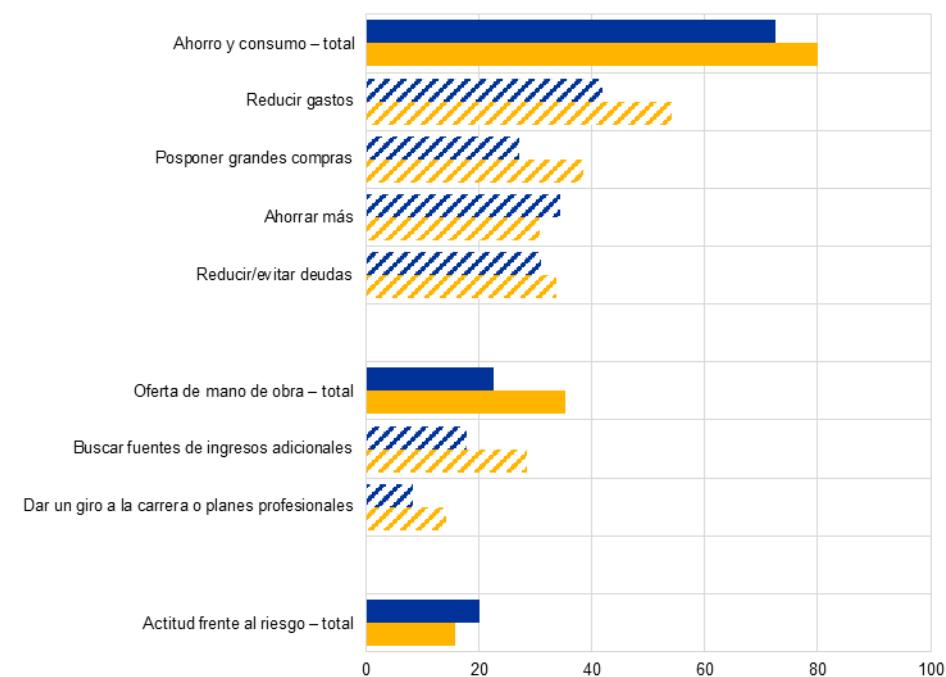
Es más probable que los hogares con más incertidumbre planeen reducir su consumo o ajustar su oferta de mano de obra (gráfico C). A la pregunta de qué decisiones considerarían cambiar debido a las dificultades para predecir su situación financiera futura, un porcentaje más elevado de hogares con incertidumbre que de aquellos sin incertidumbre señalaron que tenían previsto recortar el gasto (el 53 %, frente al 42 %) o posponer grandes compras (el 37 %, frente al 26 %). Además, una proporción mayor de hogares con incertidumbre declararon que tenía la intención de ajustar su oferta de mano de obra (el 35 %, frente al 22 % de los hogares sin incertidumbre), ya sea buscando fuentes de ingresos adicionales o modificando sus planes profesionales. Las diferencias entre los dos grupos son menores en el caso de los planes relacionados directamente con el ahorro o con otros aspectos del ahorro (reducir deudas o evitar contraer deudas nuevas) y de los planes para adaptar su actitud frente al riesgo (a través de inversiones más prudentes).

Gráfico C

Decisiones previstas en respuesta a la incertidumbre económica

(porcentajes de encuestados, ponderados)

■ Hogares con menos incertidumbre
■ Hogares con más incertidumbre



Fuentes: BCE (CES) y cálculos del BCE.

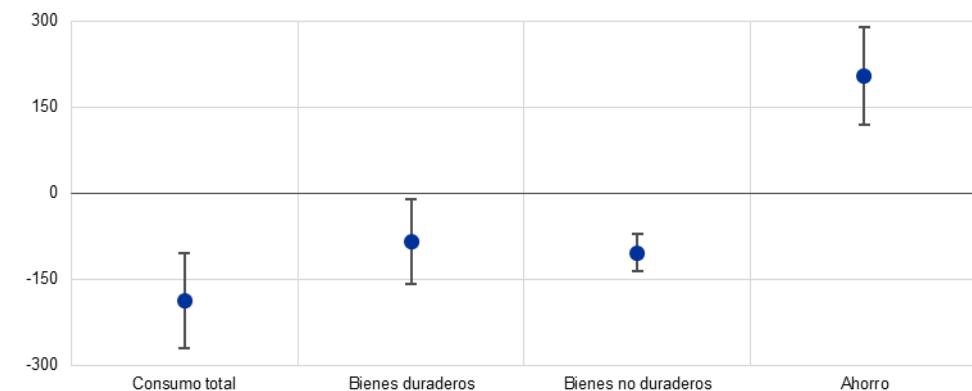
Notas: Los porcentajes correspondientes a las categorías «– total» (barras horizontales sólidas) se calculan contabilizando (solo una vez) a los encuestados que seleccionaron al menos una de las opciones de respuesta incluidas en esa categoría (barras horizontales discontinuas). Datos obtenidos de la CES de noviembre de 2025.

Los hogares con incertidumbre han reducido su consumo y han ahorrado más, en consonancia con la teoría del ahorro por motivo de precaución (gráfico D). En promedio, los hogares con incertidumbre gastan unos 100 euros menos al mes que los hogares sin incertidumbre en bienes de consumo no duradero y casi otros 100 euros menos en bienes de consumo duradero, lo que también se refleja plenamente en un mayor ahorro. Para poner esto en perspectiva, una diferencia de alrededor de 100 euros corresponde a casi el 25 % del ahorro medio mensual y a algo menos del 5 % del gasto medio mensual total, según se indicó en la CES.

Gráfico D

Diferencias en las medias de consumo y ahorro en función de la incertidumbre percibida

(coeficientes de regresión en euros del gasto/ahorro mensual)



Fuentes: BCE (CES) y cálculos del BCE.

Notas: Los puntos azules representan los coeficientes estimados en regresiones del consumo individual (consumo total, bienes duraderos, bienes no duraderos)/ahorro sobre una variable ficticia binaria (*dummy*) de la incertidumbre, controles individuales y efectos fijos de país. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 90 % basados en errores estándar robustos. Los datos sobre la incertidumbre se han obtenido de las ediciones de la CES de agosto y noviembre de 2025, y los relativos a las variables de consumo y ahorro, de las de julio y octubre de 2025.

En este recuadro se ha puesto de relieve la importancia de la incertidumbre económica para entender las decisiones actuales de consumo y ahorro agregados. Junto con la evidencia reciente sobre la preponderancia de los motivos de ahorro de precaución y ricardianos entre los hogares de la zona del euro (Dimou *et al.*, 2026), el alto nivel de incertidumbre sigue siendo un importante factor determinante de la persistencia de una elevada tasa de ahorro de los hogares en la zona del euro⁶.

Bibliografía

- C. Bayer, R. Luetticke, L. Pham-Dao y V. Tjaden (2019), «Precautionary savings, liquid assets and the aggregate consequences of shocks to household income risk», *Econometrica*, vol. 87, n.º 1, pp. 255-290.
- O. Coibion, D. Georgarakos, Y. Gorodnichenko, G. Kenny y M. Weber (2024), «The Effect of Macroeconomic Uncertainty on Household Spending», *The American Economic Review*, vol. 114, n.º 3, pp. 645-677.
- M. Dimou, M. Flaccadoro y J. Gareis (2026), «Actualización del análisis de la tasa de ahorro de los hogares: dinámica reciente y determinantes subyacentes», *Boletín Económico*, número 8, BCE.

⁶ Aunque las regresiones a nivel de hogares proporcionan información sobre las respuestas de comportamiento a la incertidumbre, sus implicaciones agregadas dependen de la distribución de la incertidumbre entre los hogares y de la contribución relativa de diferentes grupos de renta al consumo y el ahorro totales. Un análisis más detallado indica que la incertidumbre afecta de forma significativa no solo a los hogares con rentas más bajas, sino también a aquellos con rentas más elevadas, lo que respalda la relevancia de los coeficientes presentados para la dinámica agregada.

M. Dossche y J. Hartwig (2019), «[La volatilidad de la renta de los hogares a lo largo del ciclo económico](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE.

Comisión Europea (2021), «[Special topic: New survey-based measures of economic uncertainty](#)», *European Business Cycle Indicators – Technical Paper 051*, octubre.

4

Los determinantes fundamentales de la evolución reciente de la inversión en vivienda en la zona del euro

Johannes Gareis

La inversión en vivienda en la zona del euro parece haber remontado, pero aún no ha empezado a recuperarse de forma sostenida. Tras experimentar un crecimiento notable entre mediados de 2015 y principios de 2022 —con una breve interrupción durante la recesión relacionada con la pandemia de COVID-19—, la inversión residencial disminuyó de manera relativamente constante desde el primer trimestre de 2022 y en el cuarto trimestre de 2024 registró un mínimo (gráfico A). Aunque se recuperó algo a principios de 2025, su ritmo de avance se mantiene contenido. La inversión residencial se redujo un 0,2 % en el tercer trimestre de 2025 con respecto al trimestre anterior, situándose en torno a un 7 % por debajo del máximo observado en el primer trimestre de 2022. Entre ese trimestre y el tercero de 2025, presentó una evolución muy dispar en los distintos países de la zona del euro. Entre las economías de mayor tamaño de la zona, como Alemania y Francia, la inversión en vivienda descendió significativamente, mientras que en Italia y España aumentó¹. En este recuadro se utiliza un modelo empírico estructural para descomponer la evolución reciente de la inversión residencial en la zona del euro en sus determinantes fundamentales y se analizan las perspectivas de crecimiento de dicha inversión a corto plazo².

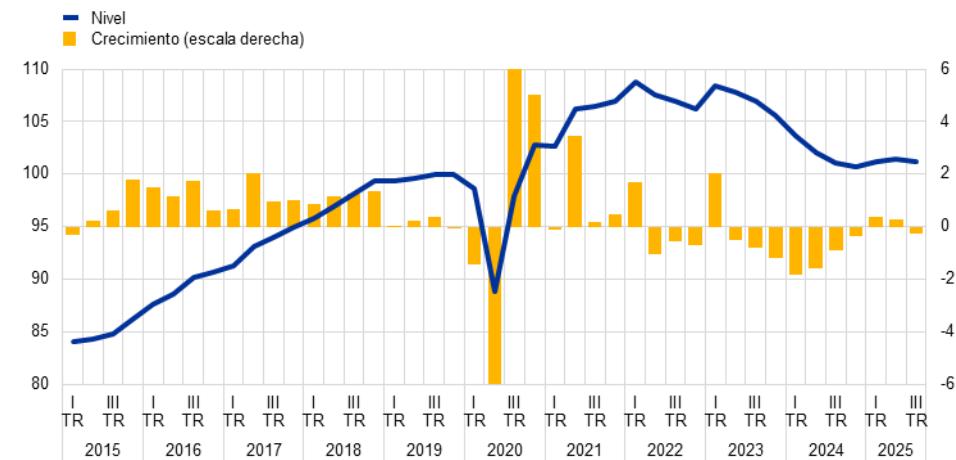
¹ En comparación con el nivel observado en el primer trimestre de 2022, en el tercer trimestre de 2025, la inversión en vivienda se situaba aproximadamente un 18 % por debajo de esa cota en Alemania y un 13 % por debajo en Francia, mientras que había aumentado alrededor de un 13 % en Italia y un 10 % en España. La evolución en Italia se vio muy influída por las amplias medidas transitorias de política fiscal adoptadas por el Gobierno. Estas medidas dieron lugar a un aumento excepcionalmente fuerte de la inversión residencial en el primer trimestre de 2023 (18,4 % por encima del trimestre anterior) y explicaron el alza temporal de la inversión residencial a escala de la zona del euro. Para un análisis anterior de la evolución en los distintos países en el contexto de los cambios observados en el coste de uso de la vivienda, véase Battistini y Gareis (2024).

² Para una descomposición basada en modelos de la dinámica reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro en comparación con períodos históricos anteriores, véase Battistini y Gareis (2025).

Gráfico A

Inversión en vivienda

(escala izquierda: índice: IV TR 2019 = 100; escala derecha: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: En 2020, la inversión residencial en la zona del euro disminuyó un 10 % entre el primer y segundo trimestre, y después aumentó un 10,3 % entre el segundo y el tercer trimestre. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025.

Se utilizó un modelo empírico para analizar los determinantes fundamentales de la dinámica reciente de la inversión en vivienda a escala de la zona del euro. El modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos examina la inversión residencial en el contexto de la actividad económica general, los precios, los precios de los inmuebles residenciales y las condiciones de financiación, lo que permite descomponer la evolución de esta inversión en un número reducido de determinantes significativos desde el punto de vista económico³. Entre ellos se incluyen cambios en las condiciones generales de oferta y de demanda de la economía, factores de oferta y de demanda específicos de la vivienda y variaciones de los tipos de interés⁴. Las perturbaciones de demanda específicas de la vivienda reflejan los cambios en la disposición de los hogares a invertir en este activo, como cambios en las preferencias, mientras que por el lado de la oferta captan las disruptoras en la actividad de la construcción, como la escasez de materiales o el aumento de los costes de construcción. Los factores relacionados con los tipos de interés resumen los cambios en las condiciones de financiación, consecuencia de los movimientos de los tipos de interés a corto y a largo plazo durante el ciclo de endurecimiento y relajación de la política monetaria.

³ En concreto, el modelo incluye el consumo privado real, el deflactor del consumo privado, la inversión real en vivienda, los precios nominales de la vivienda, el tipo de interés libre de riesgo a corto plazo y el diferencial de tipos de interés a largo plazo. Todas las variables se expresan en niveles logarítmicos, excepto el tipo de interés libre de riesgo a corto plazo y el diferencial de tipos de interés a largo plazo, que se miden en niveles. El tipo de interés libre de riesgo a corto plazo se refiere al tipo de interés de oferta en el mercado interbancario del euro a tres meses, y el diferencial de tipos de interés a largo plazo es la diferencia entre el rendimiento de la deuda pública a diez años de la zona del euro y el tipo de interés libre de riesgo a corto plazo. El modelo se estima con datos del período comprendido entre el primer trimestre de 1995 y el tercer trimestre de 2025, y tiene en cuenta la acusada volatilidad de los datos macroeconómicos en 2020 aplicando el ajuste de heterocedasticidad por la pandemia propuesto por Lenza y Primiceri (2020).

⁴ Los determinantes de la inversión en vivienda se identifican imponiendo restricciones de signo a las funciones impulso-respuesta a perturbaciones estructurales. Las restricciones de identificación se basan en supuestos estándar utilizados habitualmente en la literatura (véanse, por ejemplo, Smets y Jarociński, 2008, y Nocera y Roma, 2017).

La dinámica reciente de la inversión en vivienda se ha mantenido contenida hasta ahora, como consecuencia de la debilidad de las condiciones macroeconómicas generales y de los efectos retardados del anterior endurecimiento de la política monetaria, aunque esta evolución se ha visto ligeramente compensada por la mejora de la demanda específica de inmuebles residenciales. El modelo sugiere que, durante la pandemia, la inversión residencial se vio impulsada por el aumento de la demanda de vivienda, lo que probablemente refleje cambios en las preferencias de los hogares, incluida una mayor demanda de más superficie habitable debido a la expansión del teletrabajo. Con el fin de la pandemia, el incremento de la demanda se normalizó, lo que provocó perturbaciones negativas de demanda de vivienda que redujeron la inversión residencial en 2022 (gráfico B)⁵. Posteriormente, las perturbaciones negativas de demanda agregada —atribuibles a la desaceleración generalizada de la actividad económica en el contexto del *shock* de los precios energéticos y de la intensificación de la incertidumbre tras la invasión rusa de Ucrania— adquirieron más importancia. Entretanto, las perturbaciones negativas de oferta de vivienda, que impulsaron al alza los costes de la construcción y los precios residenciales, lastraron en mayor medida la actividad. Estos efectos se vieron acentuados por los *shocks* de los tipos de interés, reflejo del impacto retardado de las subidas de tipos tras el endurecimiento de la política monetaria en 2022-2023 ante la escalada inflacionista. El impacto negativo de estos *shocks* alcanzó un máximo en el segundo trimestre de 2024. Más recientemente, el lastre asociado al incremento de los tipos de interés ha empezado a reducirse a raíz de la relajación monetaria. Al mismo tiempo, las perturbaciones de demanda agregada han continuado siendo persistentemente negativas, lo que posiblemente se deba a la intensificación de la incertidumbre relacionada con las tensiones geopolíticas y comerciales y la confianza aún reducida de los consumidores, que continúan afectando a la evolución económica general. En cambio, parece que la demanda de vivienda se está recuperando, como indican las perturbaciones positivas de demanda de vivienda y el repunte relativamente rápido de los precios de este activo. Este repunte se inició antes que el observado en la inversión residencial, y, desde el primer trimestre de 2024, los precios registran un crecimiento sólido⁶.

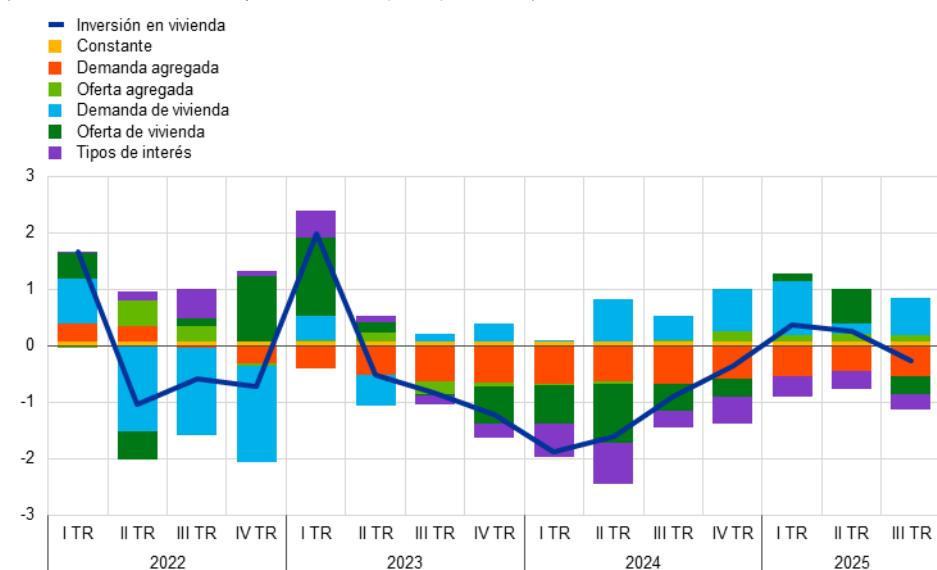
⁵ Para consultar evidencia de los efectos de la pandemia en la demanda de vivienda, véase, por ejemplo, Richard (2025).

⁶ Para un análisis detallado sobre la evolución reciente de los precios de la vivienda en la zona del euro, véase Höynck *et al.* (2025).

Gráfico B

Determinantes de la dinámica reciente de la inversión en vivienda basados en un modelo

(tasas de variación intertrimestral y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra los efectos contemporáneos y retardados de las perturbaciones estructurales identificadas a partir de un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos con restricciones cero y de signo sobre el crecimiento intertrimestral de la inversión en vivienda. La constante representa la tasa de crecimiento tendencial estimada de la dinámica de la inversión residencial.

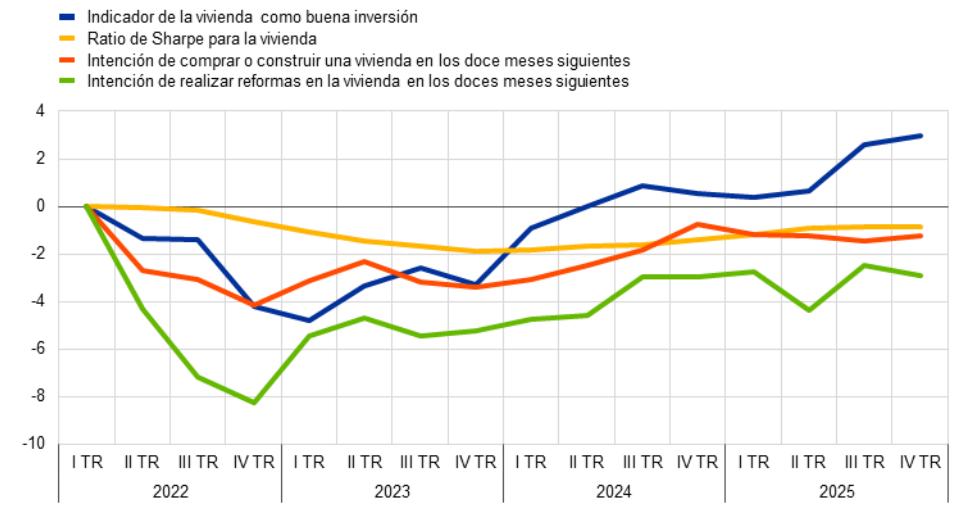
De cara al futuro, se espera que el impulso al alza de la inversión en vivienda pase a ser más sostenido. Es probable que la inversión residencial crezca a medida que siga fortaleciéndose la demanda de vivienda, mejore el crecimiento económico general y se transmitan los efectos de la anterior relajación de la política monetaria. Este escenario es coherente con la evidencia de que la recuperación de la demanda residencial suele preceder a los ajustes en la oferta de vivienda, debido a los retrasos en la planificación y a los plazos de construcción. También se ve corroborado por la recuperación en curso de los préstamos para adquisición de vivienda y el repunte de las transacciones de inmuebles residenciales⁷. Además, la confianza de los consumidores en la vivienda lleva mejorando cierto tiempo, como refleja la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés). Los resultados de la encuesta muestran que un número creciente de hogares consideran que es una buena inversión, y señalan un aumento de la ratio de Sharpe basada en la CES (gráfico C). Asimismo, según la encuesta a los consumidores de la Comisión Europea, la intención de los hogares tanto de adquirir o construir una vivienda como de realizar reformas ha seguido una tendencia al alza tras registrar un mínimo en el cuarto trimestre de 2022. En conjunto, estos indicadores apuntan a un fortalecimiento de la demanda de vivienda, en consonancia con la evidencia basada en modelos, y respaldan unas perspectivas más favorables para la inversión residencial.

⁷ Para consultar evidencia de la habitual anticipación de la demanda de vivienda con respecto a la oferta a lo largo del ciclo, véase, por ejemplo, Leamer (2007).

Gráfico C

Confianza en la vivienda

(diferencias en los indicadores con respecto al primer trimestre de 2022)



Fuentes: CES, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: El indicador de la vivienda como buena inversión mide el porcentaje de encuestados en la CES que consideran que comprar un inmueble en su zona en ese momento es una inversión «buena» o «muy buena». La ratio de Sharpe para la vivienda se obtiene de las expectativas de los hogares sobre los precios de los inmuebles residenciales de la encuesta CES, junto con una medida del tipo de interés libre de riesgo (véase Battistini et al., 2025). Las intenciones de compra o construcción de vivienda y de realización de reformas en la vivienda a corto plazo proceden de la encuesta a los consumidores de la Comisión Europea y se presentan como saldos netos. Los datos de la CES representan las medias trimestrales. Las últimas observaciones se refieren a octubre de 2025 para los datos de la CES y al cuarto trimestre de 2025 para los datos de la Comisión Europea.

Bibliografía

- N. Battistini, A. Baumann, J. Gareis y D. Rusinova (2025), «[¿Ha recuperado la vivienda su atractivo? Perspectivas a partir de una nueva ratio de Sharpe para la vivienda basada en encuestas](#)», *Boletín Económico*, número 8, BCE.
- N. Battistini y J. Gareis (2025), «[The fundamental drivers of euro area house prices](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- N. Battistini y J. Gareis (2024), «[La inversión residencial y el coste de uso de la vivienda en la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE.
- C. Höynck, M. Roma y K. Schlieker (2025), «[Developments in the recent euro area house price cycle](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.
- E. Leamer (2007), «[Housing IS the business cycle](#)», *Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 149-233.
- M. Lenza y G. Primiceri (2022), «[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)», *Journal of Applied Econometrics*, vol. 37, número 4, junio, pp. 688-699.
- A. Nocera y M. Roma (2017), «[House prices and monetary policy in the euro area: evidence from structural VARs](#)», *Working Paper Series*, n.º 2073, BCE, junio.

M. Richard (2025), «[Working from home: Effects on housing demand and inequality](#)», *The ECB Blog*, 8 de enero.

F. Smets y M. Jarociński (2008), «[House prices and the stance of monetary policy](#)», *Working Paper Series*, n.^o 891, BCE, abril.

5

Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras

Gabe de Bondt, Richard Morris y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados principales de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 79 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. Los intercambios tuvieron lugar entre el 5 y el 14 de enero de 2026¹.

Los contactos señalaron un aumento gradual del dinamismo de la actividad y de la confianza en los últimos meses (gráfico A y gráfico B). El crecimiento siguió estando impulsado principalmente por la actividad de los servicios, mientras que las opiniones en relación con la actividad industrial fueron dispares. La inversión en capital físico estaba repuntando, pero los elevados costes energéticos, laborales y regulatorios seguían pesando sobre las manufacturas en un contexto de intensificación de la competencia, lo que provocaba que las empresas de la zona del euro perdieran cuota de mercado en los mercados nacionales e internacionales. Las variaciones de los costes laborales y energéticos también contribuyeron a explicar los diferenciales de crecimiento dentro de la zona del euro.

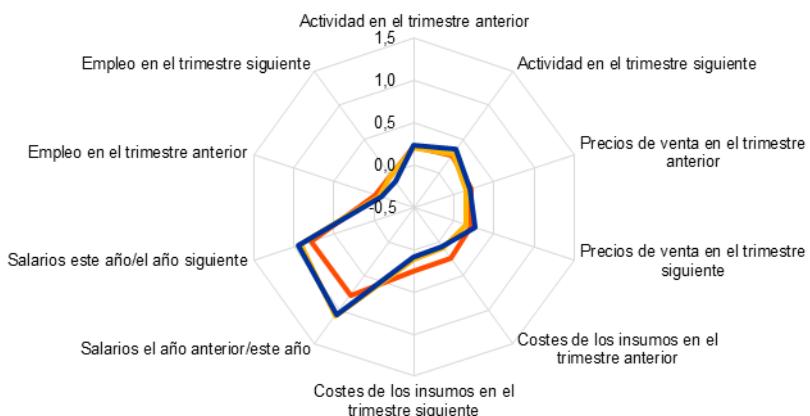
¹ Para información más detallada sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase Elding, Morris y Slavík (2021).

Gráfico A

Resumen de opiniones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) y los precios de venta, y sobre la evolución interanual de los salarios. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al cuarto trimestre de 2025 y al primer trimestre de 2026, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al tercer y cuarto trimestre de 2025. Las conversaciones con los contactos que se llevan a cabo en enero y en marzo/abril en relación con la evolución salarial se centran normalmente en las perspectivas para el año en curso con respecto a las del año anterior, mientras que las conversaciones que tienen lugar en junio/julio y en septiembre/octubre ponen el foco en las perspectivas para el año siguiente en comparación con el año en curso. La media histórica es una media de las puntuaciones recopiladas utilizando resúmenes de contactos anteriores que se remontan a 2008.

El crecimiento del gasto en servicios continuó superando al del gasto en bienes. Los contactos del sector minorista señalaron un gasto decepcionante a finales de 2025 en un contexto de intensa competencia de precios y escasa confianza de los consumidores. También indicaron que el gasto se incrementaba de forma acusada durante los períodos de promociones y descuentos, como el «Black Friday», pero, salvo en esos casos, solía mantenerse en un nivel reducido. En el sector minorista de alimentación, los supermercados tradicionales estaban recuperando parte de su cuota de mercado frente a los establecimientos de descuento, pero solo porque copiaban sus estrategias de fijación de precios. En el sector minorista de la moda, el gasto en *outlets* estaba aumentando con fuerza a diferencia de las ventas en los establecimientos situados en las principales calles comerciales (*high street*), que se habían estancado. El mercado de electrodomésticos y de productos de electrónica de consumo se describió como muy complicado, dada la debilidad de la demanda y la creciente competencia. Las ventas del sector del automóvil permanecieron relativamente estables en un entorno de persistente incertidumbre regulatoria. En cambio, el gasto en servicios siguió creciendo con fuerza y presenta perspectivas positivas, especialmente en el caso del turismo, respaldado por la expansión de la capacidad en el sector del ocio. Los contactos de los sectores de atención sanitaria y telecomunicaciones también indicaron un buen crecimiento de la demanda, impulsada principalmente por el envejecimiento de la población y la digitalización.

Gráfico B

Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad



Fuente: BCE.

Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos). Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

Según los contactos, las perspectivas de inversión estaban mejorando de forma gradual. Los fabricantes de maquinaria y bienes de equipo señalaron una mejora de las carteras de pedidos, especialmente en proyectos relacionados con electrificación, centros de datos, energía y defensa. El incremento de los pedidos de maquinaria también estaba relacionado con el hecho de que las empresas constructoras se estaban preparando para el aumento previsto del gasto en infraestructuras públicas en Alemania, a pesar de que este gasto solo se materializaría realmente a finales de 2026 o en 2027. Los contactos del sector de la construcción —o sus proveedores— también señalaron una mejora de las carteras de pedidos, aunque las infraestructuras y la construcción comercial mostraban un crecimiento positivo más sostenido que la construcción residencial, donde la falta de suelo y de mano de obra dificultaba una recuperación más intensa. Los contactos que prestaban servicios digitales señalaron que persistía un ritmo de avance vigoroso, e incluso cada vez mayor, de la demanda de servicios en la nube y (otras) inversiones relacionadas con la IA, así como en ciberseguridad, observándose un aumento especialmente pronunciado en la demanda procedente de los sectores público, aeroespacial y de defensa, ciencias de la vida, seguros, energía y telecomunicaciones. El hecho de que la atención se centrara en la inversión en IA también reflejó el deseo de las empresas de recortar costes, lo que implicaba un uso creciente de la IA para reducir los costes de investigación y desarrollo (I+D).

El comercio internacional estaba mostrando capacidad de resistencia a los aranceles estadounidenses por el momento, pero la demanda exterior neta de la zona del euro experimentaba dificultades debido a la desviación de los flujos comerciales, lo que empañaba las perspectivas en cierto modo. Según los contactos del sector de transporte marítimo, el crecimiento del comercio mundial parecía no verse afectado por la subida de los aranceles de Estados Unidos, pero se habían producido cambios rápidos y significativos en los flujos comerciales. Entre ellos se incluyen el crecimiento vigoroso del comercio dentro de Asia y de las

importaciones a la zona del euro, especialmente las procedentes de China, así como el estancamiento o la contracción de las exportaciones de la zona del euro en los últimos meses. Muchos contactos del sector manufacturero señalaron que perdían cuota de mercado frente a los competidores chinos tanto en la zona del euro como en China o en otros mercados. Esta evolución reflejó las pérdidas significativas de competitividad en términos de costes de las empresas de la zona del euro desde la pandemia, causadas por los incrementos notables de los costes laborales, energéticos y regulatorios, y agravadas por la apreciación del euro. Los contactos consideraban que para recuperar la confianza en las perspectivas económicas era importante contar con una estrategia industrial cohesionada de la UE para responder a esos retos, con independencia de la mejora que se esperaba próximamente gracias al estímulo fiscal.

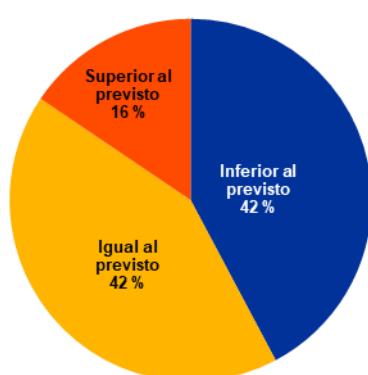
La mayoría indicó que el impacto de los aumentos de los aranceles estadounidenses en 2025 había sido igual o inferior al previsto.

Aproximadamente dos quintas partes de los contactos que consideraban que su empresa o sector se veían afectados por los aranceles de Estados Unidos señalaron que el impacto había sido inferior al previsto, menos de la mitad de esa cifra pensaba lo contrario y alrededor del mismo número de contactos afirmaron que el impacto había sido igual al anticipado (gráfico C). Entre los motivos por los que se indicó que el impacto había sido menor se mencionaron: i) cierto grado de adelanto en los flujos comerciales y oportunidades durante 2025 para evitar los aranceles estadounidenses; ii) una reorientación rápida del comercio mundial, con una mayor integración del resto del mundo; iii) una absorción significativa del impacto por parte de los importadores de Estados Unidos que temían las reacciones del Gobierno de su país; iv) un efecto compensatorio derivado del auge de la IA, y v) la capacidad de resistencia del gasto en consumo estadounidense impulsado por los hogares con rentas más altas.

Gráfico C

El impacto de los aranceles estadounidenses con respecto a las expectativas anteriores

(porcentaje de respuestas)



Fuente: BCE.

Nota: En este gráfico se resumen las respuestas de los contactos de 45 empresas que consideraban que los aranceles estadounidenses eran relevantes para su empresa o sector.

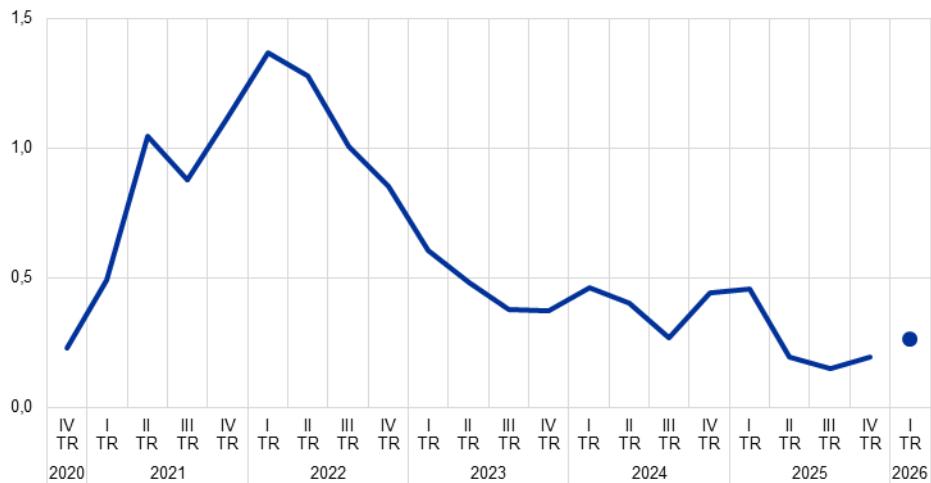
Las perspectivas de empleo mantuvieron su atonía en un entorno en el que se prestaba especial atención a la reducción de costes y a la creciente optimización de los procesos de trabajo mediante la IA. Las empresas que operan en subsectores de la rama manufacturera, particularmente en las industrias química y automovilística, y sobre todo en los países del núcleo de la zona del euro, continuaron reduciendo considerablemente su plantilla debido a la persistente debilidad de la demanda, los costes elevados y la intensificación de la competencia de las importaciones. Las empresas de estos sectores estaban consolidando la producción, trasladando funciones a regiones con costes más bajos y reestructurando los puestos de trabajo de oficina y de I+D, aprovechando las herramientas de IA y la automatización para obtener ganancias de eficiencia. En cambio, los contactos de los servicios de consumo, en particular la hostelería y el transporte aéreo, indicaron que aumentaba el empleo debido a la creciente demanda. En la mayoría de los demás sectores, los contactos señalaron que el empleo se mantenía bastante estable, en parte debido a que la mayor integración de la IA en los procesos de trabajo había permitido que las empresas crecieran sin necesidad de aumentar su plantilla. La IA también estaba reconfigurando y sustituyendo algunos trabajos de oficina, por lo que los graduados se encontraban con un mercado laboral difícil. Sin embargo, persistían las dificultades a la hora de contratar a personal especializado, en particular en sectores como la energía, la construcción, la ciberseguridad, la industria aeroespacial y la defensa. Las agencias de colocación de empleo señalaron que la actividad de contratación temporal parecía haber llegado a un mínimo, pero que la contratación indefinida había seguido disminuyendo. El consenso de los analistas para 2026 anticipaba un retorno a un crecimiento modesto de la contratación, pero no había indicaciones claras de que hubiera empezado ya.

El crecimiento de los precios de venta se había mantenido en niveles moderados y, en general, se esperaba que a corto plazo persistieran las tendencias recientes (gráfico A y gráfico D). El ritmo de avance de los precios siguió impulsado por los servicios, incluidos el sector minorista de alimentación, el transporte, el turismo, la hostelería, las telecomunicaciones, el sector inmobiliario y los servicios relacionados con la IA. Particularmente en los servicios de consumo, los contactos señalaron que sus empresas podían subir los precios a un ritmo bastante bueno, dado que continuaban beneficiándose de la disposición al gasto de los clientes, aunque algunos anticipaban una mayor resistencia en el futuro. Los contactos del sector minorista no alimentario y del manufacturero, en cambio, indicaron precios bastante estables y muchos describieron que estos estaban «bajo presión». En estos sectores, las presiones al alza sobre los precios y los costes originadas por los salarios y la regulación se veían contrarrestadas por las presiones a la baja que ejercía la creciente competencia de las importaciones. En el caso de las industrias manufactureras que operan en las fases iniciales (*upstream*), esta dinámica solía presionar a la baja tanto los precios como los márgenes, mientras que las que operan en las fases finales (*downstream*) también se beneficiaban de los precios más bajos de los insumos, lo que neutralizaba el impacto en sus márgenes. En la construcción, sector mucho menos expuesto a la competencia mundial, los contactos manifestaron que los precios subían por el incremento de los costes laborales y de los materiales de construcción.

Gráfico D

Opiniones sobre la evolución y las perspectivas relativas a los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



Fuente: BCE.

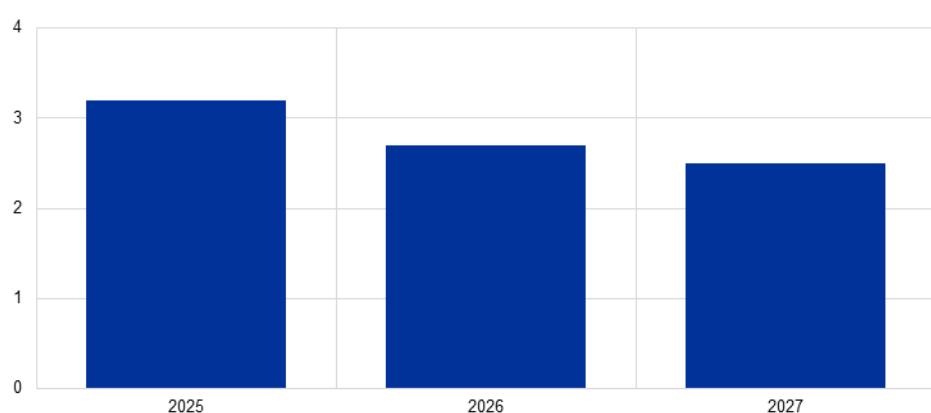
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). Una puntuación de 0 indicaría que no ha habido variación. El punto representa las expectativas para el trimestre siguiente.

Los contactos continuaban esperando una moderación del crecimiento de los salarios (gráfico E). En promedio, las indicaciones cuantitativas proporcionadas implicarían que se espera una desaceleración del ritmo de avance de los salarios, desde el 3,2 % en 2025 hasta el 2,7 % en 2026 (un 0,1 % más bajo y un 0,1 % más elevado, respectivamente, que lo indicado en la encuesta anterior) y el 2,5 % en 2027.

Gráfico E

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2025 y sus expectativas para 2026 y para 2027. Las medias correspondientes a 2025, 2026 y 2027 se basan en las indicaciones facilitadas por 68, 70 y 33 contactos, respectivamente.

Bibliografía

C. Elding, R. Morris y M. Slavík (2021), «[The ECB's dialogue with non-financial companies](#)», *Boletín Económico*, número 1, BCE.

6

Estimación de la elasticidad variable en el tiempo de los tipos de interés del mercado monetario de la zona del euro con respecto a las reservas

Flavia Ungarelli y Thomas Kostka

Entender la demanda de reservas del banco central por parte de los bancos comerciales es importante para la implementación de la política monetaria. Si la oferta de reservas del banco central aumenta en relación con la demanda, los tipos del mercado monetario disminuirán hasta situarse en un nivel en el que la opción más atractiva para las entidades de crédito es depositar reservas en el banco central. Si la demanda de reservas del banco central se incrementa con respecto a la oferta, dichos tipos aumentarán hasta un punto en el que la mejor alternativa para que las entidades de crédito satisfagan su demanda será obtener financiación del banco central. Por tanto, la relación entre las reservas del banco central y los tipos del mercado monetario es no lineal: se mantiene prácticamente plana alrededor de los respectivos tipos de interés de las facilidades de crédito y de depósito del banco central cuando los niveles de reservas en el sistema son reducidos o elevados, y muestra una pendiente negativa cuando dichos niveles son intermedios. El gráfico A muestra una representación estilizada de este patrón. Por tanto, para que los bancos centrales puedan estimar la elasticidad de los tipos del mercado monetario a cambios en las condiciones de liquidez del banco central, es importante disponer de estimaciones fiables de la pendiente de esta relación.

Gráfico A

Representación ilustrativa de la curva de demanda de reservas del banco central

(porcentajes)



Fuente: BCE.

Nota: Por motivos relacionados con la interacción entre las entidades de crédito y otras instituciones financieras, los tipos del mercado monetario pueden estabilizarse en niveles moderadamente inferiores a los del tipo de interés de la facilidad de depósito del banco central, como ha ocurrido en la zona del euro en los últimos años.

En este recuadro se presenta un nuevo método para estimar en tiempo real la elasticidad variable en el tiempo de los tipos del mercado monetario de la zona del euro con respecto al exceso de liquidez. El método fue desarrollado

originalmente para el mercado de fondos federales no garantizado¹ por expertos del Banco de la Reserva Federal de Nueva York (FRBNY, por sus siglas en inglés). Ante la posible divergencia entre los segmentos garantizado y no garantizado del mercado monetario, en este recuadro la metodología se aplica tanto al tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) como a los tipos *repo* con colateral general de la zona del euro. Esta doble aplicación pretende ofrecer una visión más completa de la dinámica de la liquidez y de su sensibilidad en los distintos segmentos del mercado, que pueden responder de manera diferente a cambios en las condiciones de liquidez del banco central.

La estimación de la elasticidad de la demanda de reservas plantea una serie de retos metodológicos debido a la endogeneidad entre el precio y el volumen de liquidez, así como a los movimientos de la curva de demanda a lo largo del tiempo. En primer lugar, la relación entre los tipos del mercado monetario y los volúmenes de liquidez es endógena porque los tipos no solo reflejan variaciones exógenas en la demanda y la oferta de liquidez, sino que además influyen por sí mismos en la liquidez que las entidades de crédito deciden captar. Además, factores distorsionadores —como las variaciones de los depósitos de las Administraciones Públicas— pueden afectar simultáneamente a la oferta de liquidez y a las condiciones del mercado monetario. En segundo lugar, la propia curva de demanda está sujeta a desplazamientos tanto horizontales como verticales a lo largo del tiempo que pueden producirse, por ejemplo, como consecuencia de cambios en las necesidades estructurales de liquidez de las entidades de crédito o de la evolución de las estructuras de mercado. Por ejemplo, durante la crisis de la deuda soberana de la zona del euro, la curva de demanda se habría desplazado horizontalmente (hacia la derecha) (panel a del gráfico B) coincidiendo con un incremento de la demanda de reservas por motivos de precaución por parte de las entidades en un contexto de mayor incertidumbre y de cambios regulatorios tras la crisis financiera mundial. Más recientemente, se habría producido un desplazamiento vertical (a la baja) de la curva de demanda (panel b del gráfico B). Este desplazamiento probablemente refleja que la reducción del exceso de liquidez registrada en 2022 fue atribuible en gran parte al reembolso de los fondos obtenidos en las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico y no repercutió en el volumen de depósitos no bancarios mantenidos en las entidades de crédito, mientras que estos últimos han sido el principal determinante de la evolución reciente del diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la facilidad de depósito, según un análisis de los expertos del BCE.

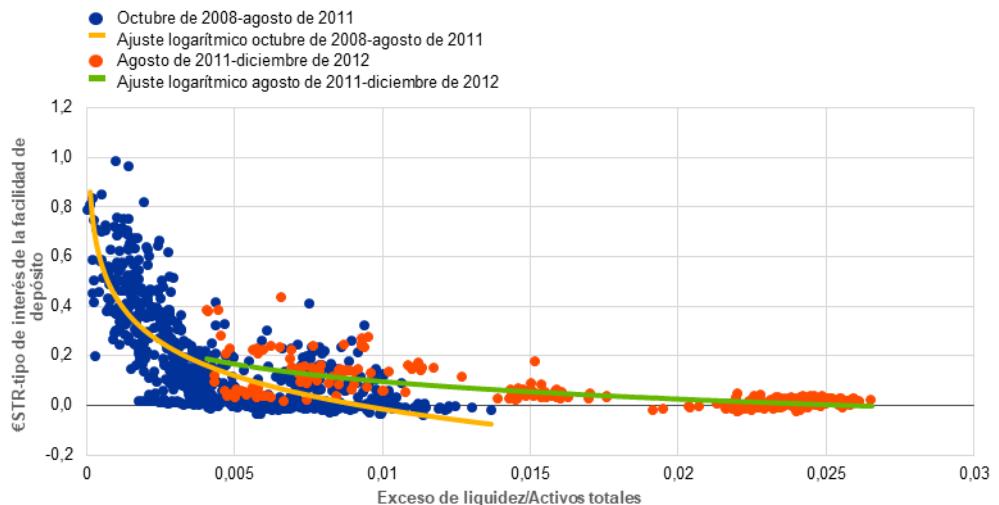
¹ Véase Afonso *et al.* (2025). Sobre la base de su metodología, el [sitio web](#) del FRBNY publica actualizaciones frecuentes de la elasticidad del diferencial entre el tipo de los fondos federales (no garantizado) y el tipo de interés del exceso de reservas con respecto a las variaciones de la oferta de reservas del banco central.

Gráfico B

Desplazamientos de la curva de demanda de reservas

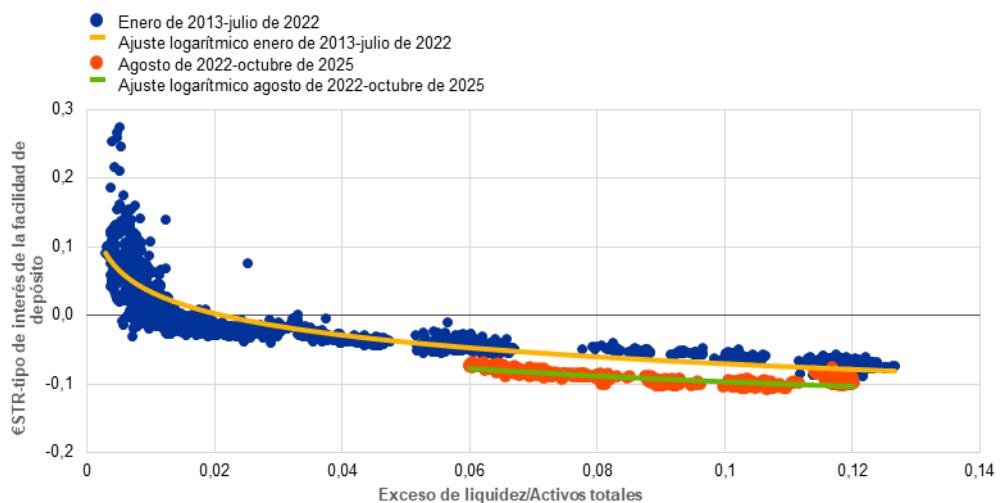
a) Desplazamiento horizontal en torno a agosto de 2011

(porcentajes)



a) Desplazamiento vertical en torno a agosto de 2022

(porcentajes)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: El gráfico muestra diagramas de dispersión del diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la facilidad de depósito, y el exceso de liquidez normalizado por los activos totales del sector bancario. El panel a presenta la muestra que abarca de octubre de 2008 a diciembre de 2012 (dividida en agosto de 2011) y el panel b a la muestra del período comprendido entre enero de 2013 y octubre de 2025 (dividida en julio de 2022). Se estima una función logarítmica para cada submuestra para resaltar el desplazamiento estructural que se produce en la curva en torno a los respectivos períodos.

La metodología elaborada por Afonso et al. (2025) ofrece una respuesta adecuada a estos retos y proporciona una herramienta fiable para realizar un seguimiento en tiempo real de la elasticidad de la demanda de reservas. En vez de intentar estimar la trayectoria completa de la curva de demanda histórica, este método se limita a estimar la pendiente local en un día determinado. De este modo, la estimación no varía en función de si los cambios de elasticidad son provocados por movimientos a lo largo de la curva o por desplazamientos (horizontales o verticales) de su posición. Asimismo, este enfoque aborda los

problemas de endogeneidad mediante el uso de errores de previsión retardados como instrumentos para el exceso de liquidez.

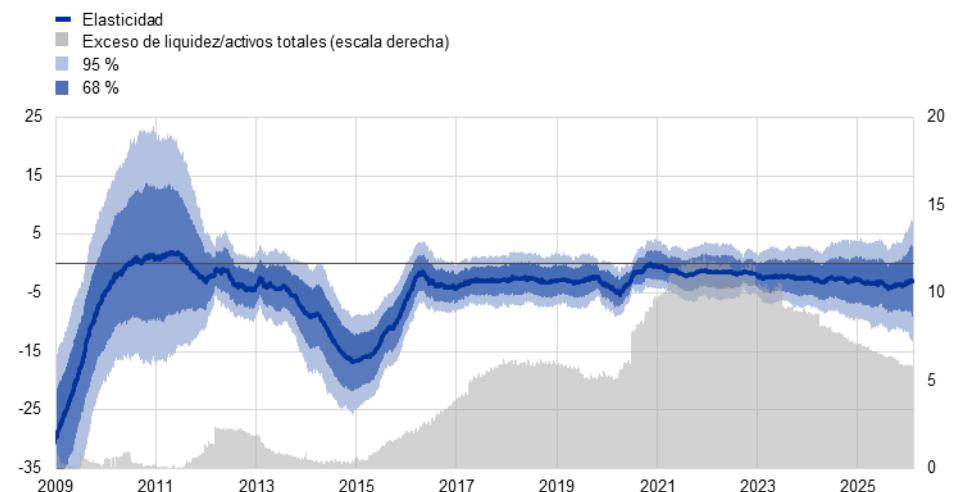
En la actualidad no se dispone de evidencia estadísticamente significativa de que haya aumentado la sensibilidad de los tipos de interés a las condiciones de liquidez en la zona del euro. En el panel a del gráfico C se muestra la elasticidad estimada del diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la facilidad de depósito con respecto a la demanda de reservas. En el gráfico se muestra el impacto en puntos básicos de una variación exógena de las reservas de un punto porcentual sobre los tipos del mercado monetario. Cabe destacar tres observaciones. En primer lugar, después de que por primera vez se llevaran a cabo operaciones de liquidez a tipo de interés fijo con adjudicación plena en otoño de 2008, al cabo de aproximadamente un año los tipos de mercado sin garantía se habían estabilizado y dejaron de reaccionar con intensidad a las fluctuaciones de la oferta de liquidez. En segundo lugar, la elasticidad pasó a ser considerablemente negativa de forma transitoria durante dos episodios concretos: en 2013-2014, coincidiendo con el vencimiento de las operaciones de financiación a plazo más largo y un fuerte descenso de los niveles de liquidez y, en menor medida, al iniciarse la pandemia de COVID-19, cuando la mayor aversión al riesgo agudizó las tendencias preexistentes de reducción gradual del exceso de liquidez. En tercer lugar, en todos los demás períodos —especialmente durante la vigencia de los programas de compras de activos del BCE— las condiciones de liquidez siguieron siendo abundantes, lo que se tradujo mayormente en una reducida sensibilidad de los tipos del mercado monetario. Parece que este escenario también es aplicable a la situación actual.

Gráfico C

Estimaciones variables en el tiempo de la elasticidad de los tipos del mercado monetario de la zona del euro con respecto a la demanda de liquidez

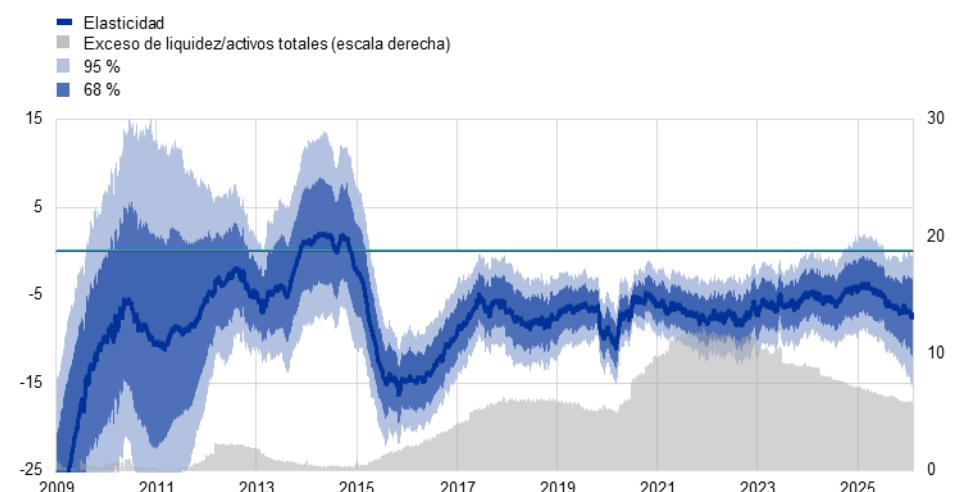
a) Diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la facilidad de depósito

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



a) Diferencial entre el tipo repo con colateral general y el tipo de interés de la facilidad de depósito

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: La elasticidad del €STR a las variaciones del exceso de liquidez se estima utilizando un modelo bayesiano de vectores autorregresivos (BVAR, por sus siglas en inglés) con parámetros variables en el tiempo y tres variables: el exceso de liquidez, expresado en porcentaje de los activos totales del sector bancario, el diferencial entre el euríbor y el tipo OIS (*overnight index swap*), y el diferencial respectivo entre el €STR (panel a) y el tipo *repo* con colateral general (panel b) con respecto al tipo de interés de la facilidad de depósito, normalizado por el diferencial entre el tipo de las operaciones principales de financiación y el tipo de interés de la facilidad de depósito. Con anterioridad a 2019 se emplea el eonia menos un diferencial de 8,5 puntos básicos en lugar del €STR. Las bandas de color azul claro y azul oscuro representan los intervalos de confianza del 68 % y el 95 % de las estimaciones.

Recientemente, la elasticidad de los tipos *repo* a la liquidez parece estar reaccionando con más intensidad que la de los tipos del segmento no garantizado, reflejando así las tendencias mundiales. A diferencia de los segundos, los tipos *repo* continuaron siendo ligeramente sensibles a las fluctuaciones de la oferta de liquidez durante todo el período de expansión del balance (panel b del gráfico C). De hecho, la sensibilidad de los tipos *repo* aumentó

durante los períodos de crecimiento de la liquidez (p. ej., en 2021 y a comienzos de 2022) y disminuyó durante los períodos de reducción del balance (p. ej., en 2018-2019 y a finales de 2022). En contraposición a la relación tradicional ilustrada en el gráfico A, este patrón apunta a la existencia de un canal de escasez de colateral, por el cual las compras de activos por el Eurosystem limitan la disponibilidad de colateral en los mercados de *repos*. A medida que el colateral escasea, los tipos *repo* se ven sometidos a una mayor presión a la baja, en lugar de menor, en comparación con el tipo de interés de la facilidad de depósito cuando el exceso de liquidez sigue creciendo². Por el contrario, cuando la oferta de colateral se incrementa, la prima de escasez desciende, reduciendo la sensibilidad de los tipos *repo*, a igualdad de otros factores³. Desde principios de 2023, la sensibilidad de los tipos *repo* ha vuelto a aumentar en línea con los patrones tradicionales, y los tipos con garantía se han tornado algo más sensibles que los tipos sin garantía.

Estas conclusiones contrastan con la evolución reciente de los mercados monetarios en otras regiones. Mientras que, hasta la fecha, los tipos de interés en los segmentos garantizado y no garantizado de la zona del euro han mostrado una reacción limitada a las variaciones en la oferta de exceso de liquidez, los tipos en los mercados monetarios con garantía de Estados Unidos y el Reino Unido han registrado recientemente movimientos al alza más notables. Expertos de los bancos centrales de los dos países han vinculado explícitamente esta evolución de los mercados a la disminución de la oferta de reservas⁴. Para calmar la situación en los mercados, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió poner fin a la reducción de sus tenencias de deuda soberana. El Banco de Inglaterra prevé un mayor recurso a sus facilidades *repo* por parte de las entidades de crédito. Estos desarrollos subrayan la utilidad de las herramientas diseñadas para detectar cambios en el entorno de liquidez en fases tempranas.

Bibliografía

- G. Afonso, D. Giannone, G. La Spada y J. C. Williams (2022, revisado en 2025), «Scarce, abundant, or ample? A time-varying model of the reserve demand curve», *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n.º 1019.
- B. Hartung, T. Linzert, I. Rahmouni-Rousseau, Y. Schneider y M. Skrzypińska (2025), «[The first year of the Eurosystem's new operational framework](#)», The ECB Blog, BCE, 25 de abril.

² Los efectos de fin de trimestre y de fin de año son ejemplos extremos de dicha prima de escasez de colateral.

³ La idea de un canal de escasez de colateral cuyos efectos van desapareciendo es acorde con la interpretación de los incrementos de los tipos *repo* de Hartung *et al.*, 2025.

⁴ En Estados Unidos, parece que los niveles de reservas están «próximos a niveles amplios» (véanse las [actas de la reunión del FOMC del 28-29 de octubre de 2025](#)); en el Reino Unido, se prevé que las reservas se sitúen en el rango superior del «rango mínimo preferido de reservas» hacia finales de 2026 (véase Saporta, 2025).

V. Saporta (2025), «The evolving liquidity landscape», discurso pronunciado en el panel sobre mercados de la Conferencia sobre mercados monetarios organizada por el BCE.