

## Boletín Económico

Número 1/2026

# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1    Entorno exterior	6
2    Actividad económica	11
3    Precios y costes	21
4    Evolución de los mercados financieros	29
5    Condiciones de financiación y evolución del crédito	33
<b>    Recuadros</b>	<b>46</b>
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	46
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	52
3    El consumo y el ahorro en un contexto de incertidumbre: información reciente procedente de la encuesta CES	60
4    Los determinantes fundamentales de la evolución reciente de la inversión en vivienda en la zona del euro	66
5    Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	72
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	79
<b>    Artículo</b>	<b>86</b>
1    Superar los obstáculos estructurales a la transición ecológica	86

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

En su reunión del 5 de febrero de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Su evaluación actualizada volvió a confirmar que la inflación debería estabilizarse en su objetivo del 2 % a medio plazo. La economía sigue mostrando capacidad de resistencia en un entorno mundial difícil. El bajo nivel de desempleo, la solidez de los balances del sector privado, la ejecución gradual del gasto público en defensa e infraestructuras y los efectos favorables de las anteriores bajadas de los tipos de interés están respaldando el crecimiento. Al mismo tiempo, las perspectivas son aún inciertas, debido especialmente a la actual incertidumbre referida a las políticas comerciales globales y a las tensiones geopolíticas.

El Consejo de Gobierno tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. Aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

Según la estimación de avance de Eurostat, la economía creció un 0,3 % en el cuarto trimestre de 2025. La expansión ha estado impulsada principalmente por los servicios, en particular en el sector de la información y las comunicaciones. Las manufacturas han mantenido su fortaleza a pesar de los factores adversos relacionados con el comercio mundial y la incertidumbre geopolítica. La construcción está repuntando, también con el apoyo de la inversión pública.

El mercado laboral sigue respaldando las rentas, si bien la demanda de puestos de trabajo ha seguido enfriándose. La tasa de desempleo se situó en el 6,2 % en diciembre, tras el 6,3 % observado en noviembre. El incremento de las rentas del trabajo, junto con un descenso de la tasa de ahorro de los hogares, debería estimular el consumo privado. El gasto público en defensa e infraestructuras debería contribuir también a la demanda interna. La inversión empresarial debería aumentar en mayor medida, y las encuestas indican que las empresas están invirtiendo cada vez más en nuevas tecnologías digitales. Al mismo tiempo, el entorno exterior sigue

planteando retos, debido a las subidas arancelarias y a la apreciación del euro durante el año pasado.

El Consejo de Gobierno reitera la urgente necesidad de reforzar la zona del euro y su economía en el entorno geopolítico actual. Los Gobiernos deberían priorizar la sostenibilidad de las finanzas públicas, las inversiones estratégicas y las reformas estructurales que favorezcan el crecimiento. Desplegar el pleno potencial del mercado único europeo sigue siendo esencial. También es fundamental promover una mayor integración de los mercados de capitales, completando para ello la unión de ahorros e inversiones y la unión bancaria con un calendario ambicioso, y adoptar rápidamente el Reglamento relativo a la instauración del euro digital.

## Inflación

En enero de 2026, la inflación descendió y se situó en el 1,7 %, frente al 2,0 % y el 2,1 % en diciembre y noviembre, respectivamente. La tasa de variación de los precios de la energía cayó hasta el -4,1 %, tras el -1,9 % de diciembre y el -0,5 % de noviembre, mientras que la inflación de los precios de los alimentos aumentó hasta el 2,7 %, desde el 2,5 % de diciembre y el 2,4 % de noviembre. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta el 2,2 %, desde el 2,3 % de diciembre y el 2,4 % de noviembre. La inflación de los bienes repuntó hasta el 0,4 %, mientras que la de los servicios se redujo hasta el 3,2 %, desde el 3,4 % de diciembre y el 3,5 % de noviembre.

Los indicadores de la inflación subyacente han variado poco en los últimos meses y continúan siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El crecimiento de los salarios negociados y los indicadores adelantados, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a una moderación continuada de los costes laborales. Sin embargo, la contribución de los pagos adicionales a los salarios negociados al crecimiento salarial en general sigue siendo incierta.

La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo continúan en niveles cercanos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo del Consejo de Gobierno.

## Evaluación de riesgos

La zona del euro continúa enfrentándose a un entorno de volatilidad de las políticas en todo el mundo. Un nuevo aumento de la incertidumbre podría incidir en la demanda. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales también podría frenar la demanda. Nuevas fricciones en el comercio internacional podrían distorsionar las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y lastrar el consumo y la inversión. Las tensiones geopolíticas, en particular la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, continúan siendo una importante fuente de

incertidumbre. En cambio, el gasto en defensa e infraestructuras previsto, junto con la aplicación de reformas para mejorar la productividad y la adopción de nuevas tecnologías por las empresas de la zona del euro, puede impulsar el crecimiento más de lo esperado, también a través de efectos positivos en la confianza de los empresas y de los consumidores. Nuevos acuerdos comerciales y una integración más profunda del mercado único también podrían impulsar el crecimiento por encima de las expectativas actuales.

Las perspectivas de inflación continúan sujetas a un nivel de incertidumbre mayor del habitual, debido al entorno de volatilidad de las políticas en todo el mundo. La inflación podría descender si los aranceles reducen la demanda de exportaciones de la zona del euro más de lo esperado y si los países con exceso de capacidad siguen aumentando sus exportaciones a la zona del euro. Asimismo, una apreciación del euro podría situar la inflación por debajo de las expectativas actuales. Un aumento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros podría afectar a la demanda y, en consecuencia, reducir también la inflación. En cambio, la inflación podría ser más elevada si un giro persistente al alza en los precios de la energía, o una mayor fragmentación de las cadenas de suministro mundiales presionaran al alza los precios de las importaciones, redujeran la oferta de materias primas críticas y agudizaran las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Una moderación más lenta del crecimiento de los salarios podría retrasar el descenso de la inflación de los servicios. El impulso previsto del gasto en defensa e infraestructuras también podría aumentar la inflación a medio plazo. Fenómenos meteorológicos extremos y una mayor propagación de las crisis climática y de la naturaleza podrían hacer que los precios de los alimentos suban más de lo esperado.

## Condiciones financieras y monetarias

Durante el período transcurrido desde la última reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno, celebrada el 18 de diciembre de 2025, los tipos de interés de mercado se redujeron, mientras que el comercio mundial y las tensiones geopolíticas incrementaron temporalmente la volatilidad en los mercados financieros. Los tipos de interés de los préstamos bancarios a las empresas repuntaron hasta el 3,6 % en diciembre, desde el 3,5 % de noviembre, al igual que el coste de la emisión de valores de renta fija. El tipo de interés medio de las nuevas hipotecas continuó estable en el 3,3 % en diciembre.

El crédito bancario a las empresas creció un 3,0 % en términos interanuales en diciembre, desde el 3,1 % de noviembre y el 2,9 % de octubre. Las emisiones de bonos corporativos aumentaron un 3,4 % en diciembre. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026, la demanda de crédito por parte de las empresas aumentó ligeramente en el cuarto trimestre de 2025, especialmente para financiar existencias y capital circulante. Al mismo tiempo, los criterios de aprobación de los préstamos a empresas volvieron a endurecerse.

Los préstamos hipotecarios aumentaron un 3,0 % en diciembre, tras el 2,9 % de noviembre y el 2,8 % de octubre, en respuesta a la aún creciente demanda de préstamos y a la relajación de los criterios de aprobación.

## Decisiones de política monetaria

Los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantuvieron sin variación en el 2,00 %, el 2,15 % y el 2,40 %, respectivamente.

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

## Conclusión

En su reunión del 5 de febrero de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Tiene la determinación de asegurar que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo. Aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. Las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

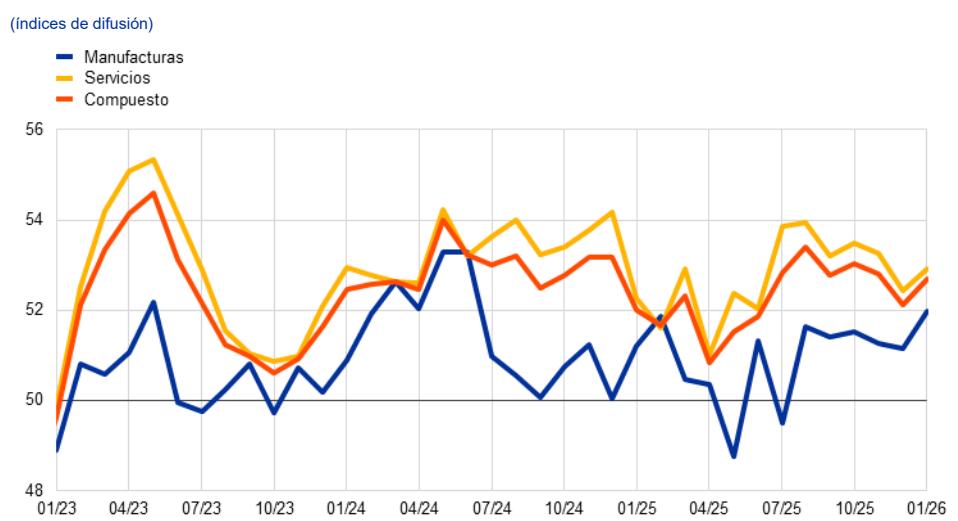
## Entorno exterior

*El crecimiento económico mundial ha continuado mostrando capacidad de resistencia en general, impulsado por la vigorosa expansión observada en Estados Unidos y en China en el tercer trimestre de 2025. Se espera que este ritmo de avance haya disminuido levemente en el cuarto trimestre, en parte como consecuencia del cierre de la Administración estadounidense en octubre y noviembre, aunque es probable que el consumo haya seguido creciendo con fuerza en el país norteamericano. El crecimiento de las importaciones a escala global se ralentizó en el tercer trimestre y está previsto que se mantenga por debajo de las medias históricas a corto plazo, debido parcialmente a la persistente incertidumbre sobre las políticas comerciales. La fuerte expansión del comercio de productos de alta tecnología, incluidos los relacionados con la IA, sigue siendo una señal positiva en unas perspectivas comerciales a corto plazo que, por lo demás, son débiles. En los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), la inflación general se mantuvo en general estable en noviembre.*

**El crecimiento económico mundial ha seguido mostrando capacidad de resistencia en general, pese a que se espera cierta moderación en el cuarto trimestre de 2025.** Los datos de las cuentas nacionales apuntan a un crecimiento vigoroso en el tercer trimestre, principalmente debido a Estados Unidos y a China, mientras que la economía india también creció con fuerza. Se espera que esta expansión mayor de lo esperado se haya moderado ligeramente en el cuarto trimestre, influida en parte por el cierre de la Administración estadounidense durante ese período. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global (excluida la zona del euro) descendió entre el tercer y el cuarto trimestre de 2025, sobre todo por el debilitamiento de los servicios, pero mantuvo su capacidad de resistencia y siguió en terreno expansivo. En enero, el PMI experimentó un repunte hasta situarse en 52,7, impulsado por las mejoras generalizadas en todos los sectores (gráfico 1). Por países, el PMI compuesto de actividad aumentó de forma acusada en el Reino Unido y en Japón en enero, al tiempo que mejoró marginalmente en Estados Unidos y en China.

**Gráfico 1**

PMI de actividad global (excluida la zona del euro)



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

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

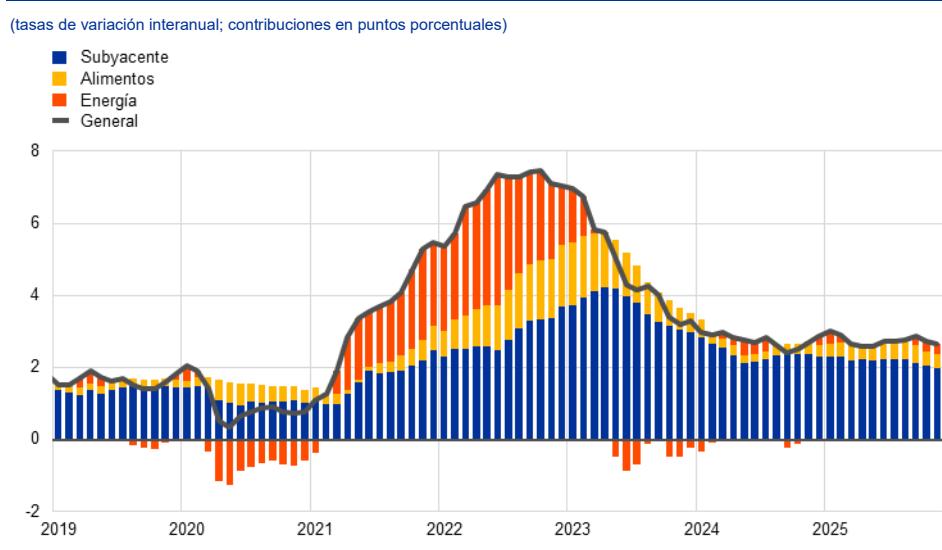
**El crecimiento de las importaciones a escala global se ralentizó en el tercer trimestre de 2025 y está previsto que se mantenga por debajo de las medias históricas a corto plazo.** El debilitamiento de los datos comerciales de alta frecuencia, particularmente los relativos a Estados Unidos, sugieren que es probable que el ritmo de avance de las importaciones mundiales siga siendo débil a corto plazo. Asimismo, las amenazas de imposición de aranceles y la volatilidad de las políticas comerciales continúan lastrando la dinámica del comercio en todo el mundo. Los productos de alta tecnología, incluidos los relacionados con la IA, siguen siendo una señal positiva en unas perspectivas comerciales a corto plazo que, por lo demás, son débiles. Según los datos sobre el comercio internacional en términos nominales hasta octubre de 2025, el comercio de productos de alta tecnología, como los define Eurostat, estaba aumentando a una tasa interanual del 18 % con respecto a los diez primeros meses de 2024. El comercio de productos de alta tecnología relacionados con la IA, como los microchips y las máquinas automáticas para tratamiento y procesamiento de datos, estaba incrementándose a un ritmo incluso más rápido, a una tasa interanual del 35 %. Si se excluye la zona del euro, los principales exportadores netos de productos de alta tecnología son China, Corea del Sur y los miembros de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés). El principal importador en términos netos es Estados Unidos y sus importaciones crecieron un 65 %, en términos interanuales, en los diez primeros meses de 2025.

**La inflación general en los países miembros de la OCDE, excluida Turquía, se mantuvo en general estable en noviembre.** La tasa de inflación interanual medida por el índice de precios de consumo (IPC) en los miembros de la OCDE, excluida Turquía, permaneció sin variación, tras el redondeo, en el 2,7 % en noviembre. La ligera disminución de la contribución de los alimentos y los componentes subyacentes se vio compensada en parte por una aportación algo mayor de los

precios de la energía (gráfico 2). A escala global, excluida la zona del euro, la desinflación parece estar estancándose. La inflación general medida por el IPC fue estable en la segunda mitad de 2025, dado que el incremento de la inflación china contrarrestó la desinflación observada en otras economías emergentes. Por su parte, la inflación de las economías avanzadas apenas varió y la inflación subyacente mundial cayó solo marginalmente.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

Notas: El agregado de la OCDE incluye los países de la zona del euro que son miembros de la OCDE y excluye Turquía. Se calcula utilizando ponderaciones anuales del IPC de la OCDE. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2025.

**Los precios del petróleo y del gas subieron, favorecidos por la evolución geopolítica y la preocupación por los niveles de almacenamiento de gas, respectivamente, mientras que los precios de los alimentos disminuyeron y los de los metales aumentaron.** Desde la última reunión del Consejo de Gobierno, los precios del crudo se han incrementado en total un 13 %. Inicialmente mostraron solo una subida limitada en respuesta a la captura del presidente Nicolás Maduro en Venezuela por parte de Estados Unidos, pero después se vieron impulsados por la escalada de las protestas en Irán y las perspectivas de una intervención estadounidense. La tímida respuesta a la evolución observada en Venezuela refleja el peso reducido que tiene esta economía en la oferta mundial de petróleo. Este país latinoamericano solo produce en torno a un millón de barriles de petróleo al día, es decir, el 1 % de la producción global, y las posibilidades de aumentar la oferta siguen siendo limitadas porque predomina el crudo pesado y ácido. Aunque es compatible con las refinerías de Estados Unidos, este petróleo es difícil de extraer, especialmente dado el estado de deterioro de las infraestructuras petroleras del país. Por lo que respecta a los precios europeos del gas, estos registraron un incremento pronunciado, del 22 %. Las bajas temperaturas en Europa dieron lugar a una reducción rápida de las existencias, que se aproximaron a los niveles inferiores de su rango histórico. La preocupación por los niveles de almacenamiento se ha visto agravada por las presiones a la baja sobre los futuros a largo plazo del gas para el invierno de 2026-2027, como reflejo de las sucesivas olas de expansión del

suministro de gas natural licuado procedente de Estados Unidos y Catar. Dado que los precios de los futuros ofrecen poco margen para una posterior reventa rentable, los operadores de almacenamiento de gas tienen en la actualidad escasos incentivos para inyectar gas. Los precios de los alimentos disminuyeron un 7 % debido a las expectativas de una fuerte oferta de maíz en 2026, así como a la debilidad de la demanda de granos de cacao. En cambio, los precios de los metales industriales crecieron un 10 %, favorecidos por las renovadas expectativas de que Estados Unidos impusiera aranceles al cobre, que impulsaron a los que operan con este metal a acelerar los envíos a ese país.

**En Estados Unidos, el ritmo de avance del PIB real se aceleró en el tercer trimestre de 2025 hasta situarse en el 1,1 % en términos intertrimestrales.** La actividad económica se vio impulsada por el consumo privado y la demanda exterior neta, mientras que el crecimiento de la inversión fija privada se moderó. Es probable que el cierre de la Administración estadounidense durante el cuarto trimestre haya tenido un impacto negativo en el crecimiento. Sin embargo, los datos mensuales hasta noviembre de 2025 sugieren que el consumo siguió mostrando un fuerte dinamismo en el cuarto trimestre. En cambio, el mercado de trabajo de Estados Unidos continuó enfriándose. El crecimiento del empleo en el sector privado permaneció en niveles reducidos y se concentró mayormente en los sectores de atención sanitaria y asistencia social. La expansión del empleo en términos agregados en otros sectores se aproximó a cero, y se destruyó empleo en el comercio minorista y en las manufacturas. La inflación general y la subyacente medidas por el IPC de Estados Unidos se situaron en el 2,7 % y el 2,6 %, respectivamente, y no variaron en diciembre. No obstante, estas cifras podrían estar sesgadas a la baja debido a las dificultades experimentadas en la recogida de datos durante el cierre de la Administración, en particular la información relativa a la inflación de los alquileres, dado que las observaciones que faltaban fueron sustituidas por datos imputados. La inflación de los bienes ha sorprendido a la baja, aunque se mantiene en terreno positivo.

**China cumplió su objetivo de crecimiento del 5 % en 2025, pero su expansión sigue dependiendo de la demanda exterior.** El crecimiento intertrimestral del PIB alcanzó el 1,2 % en el cuarto trimestre de 2025, ligeramente por encima del 1,1 % registrado en el tercer trimestre. Esta evolución obedeció sobre todo a la mayor contribución de la demanda exterior neta, que superó las expectativas de mercado. Las señales recientes de la política económica apuntan a que continuará el apoyo fiscal en 2026, en consonancia con el objetivo declarado por las autoridades chinas de respaldar la demanda interna y lograr un objetivo de crecimiento similar en 2026. En 2025, la inversión en activos fijos experimentó una contracción anual por primera vez desde principios de la década de 1990, como resultado de los esfuerzos por reducir el exceso de capacidad y la deuda de las Administraciones locales. El mercado inmobiliario sigue siendo un lastre para la economía y continúa afectando a la confianza y el gasto de los consumidores. La fortaleza de las exportaciones, principalmente dirigidas a las economías emergentes, generó un superávit comercial histórico de 1,2 billones de dólares estadounidenses en 2025. Se espera que el ritmo de avance de las exportaciones siga apoyando la economía china en 2026, salvo que se produzca una nueva escalada de las tensiones comerciales con

Estados Unidos. La tasa de variación interanual de los precios de consumo en China se incrementó hasta el 0,8 % en diciembre, desde el 0,7 % registrado en noviembre, principalmente impulsada por el encarecimiento de los alimentos y por efectos de base. La inflación subyacente permaneció sin variación en una tasa interanual del 1,2 %. Aparte de los factores transitorios, se espera que la atonía de la demanda interna y el exceso de capacidad industrial continúen provocando una intensa competencia de precios entre las empresas, mientras que el impacto sobre la inflación derivado de los esfuerzos por reducir el exceso de capacidad aún no se ha materializado por completo.

**El dinamismo de la economía del Reino Unido siguió siendo débil en el último trimestre de 2025.** Entre agosto y noviembre, el PIB se incrementó un 0,1 % en conjunto, impulsado por el sector de servicios y por una normalización observada en la fabricación de automóviles tras las disruptivas desencadenadas por un ciberataque en septiembre. Los datos del PMI hasta enero de 2026 confirman un débil dinamismo de la actividad económica hacia el final de 2025 y un repunte limitado a comienzos de 2026. La inflación general aumentó hasta situarse en el 3,4 % en diciembre, desde el 3,2 % registrado el mes anterior, pero se mantuvo por debajo del máximo reciente del 3,8 % alcanzado en el tercer trimestre. La inflación subyacente permaneció el 3,2 %. Los datos hasta noviembre muestran que el crecimiento de los beneficios ordinarios del sector privado continuó moderándose, aunque partía de niveles elevados.

## 2 Actividad económica

*El PIB real de la zona del euro se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2025, de modo que el crecimiento fue positivo en todos los trimestres, pese a los numerosos retos que surgieron a lo largo del año. Los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles apuntan a una contribución positiva continuada de la demanda interna y a una menor aportación de la demanda exterior neta. Por sectores, la expansión ha estado impulsada principalmente por los servicios, en particular en el sector de la información y las comunicaciones. Es probable que las manufacturas tocaran fondo al final de 2025, demostrando capacidad de resistencia ante los factores adversos relacionados con el comercio internacional y la incertidumbre geopolítica. La construcción está repuntando, también con el apoyo de la inversión pública. Las encuestas apuntan a una recuperación a dos velocidades en la que los servicios crecen con más intensidad que las manufacturas. A más largo plazo, salvo que se produzcan episodios de volatilidad inesperada a corto plazo, se espera que la actividad de la zona del euro se recupere paulatinamente, respaldada por la demanda interna. El consumo debería beneficiarse del incremento de las rentas reales y del descenso gradual de la tasa de ahorro. El aumento de la inversión empresarial, junto con el considerable gasto público en infraestructuras y defensa, también debería apoyar la expansión económica. Con todo, los retos relacionados con las disrupciones en el comercio internacional y la escalada de las tensiones geopolíticas probablemente seguirán constituyendo un lastre para el crecimiento de la zona del euro en adelante.*

**El PIB de la zona del euro siguió aumentando en el cuarto trimestre de 2025, según la estimación preliminar de avance de Eurostat.** El PIB real se incrementó un 0,3 %, en tasa intertrimestral, en el cuarto trimestre de 2025, de modo que el crecimiento fue positivo en todos los trimestres del año (gráfico 3). Se estima que el PIB creció un 1,5 % en el conjunto de 2025, frente a un 0,8 % en 2024<sup>1</sup>. El ritmo de avance se aceleró en 2025 en un entorno caracterizado por diversos retos globales relacionados con la geopolítica y el comercio, lo que pone de relieve la resiliencia de la economía de la zona del euro. Aunque no se dispone aún de la desagregación del gasto correspondiente al cuarto trimestre, los indicadores coyunturales y los datos nacionales disponibles sugieren que la demanda interna contribuyó positivamente al crecimiento, mientras que la demanda exterior neta fue más débil. La expansión ha estado impulsada principalmente por los servicios, en particular en el sector de la información y las comunicaciones. Las manufacturas han demostrado capacidad de resistencia frente a los factores adversos relacionados con el comercio internacional y la incertidumbre geopolítica. La construcción está repuntando, también con el apoyo de la inversión pública. En el cuarto trimestre de 2025, la dinámica de crecimiento en los distintos países fue menos heterogénea que en trimestres

---

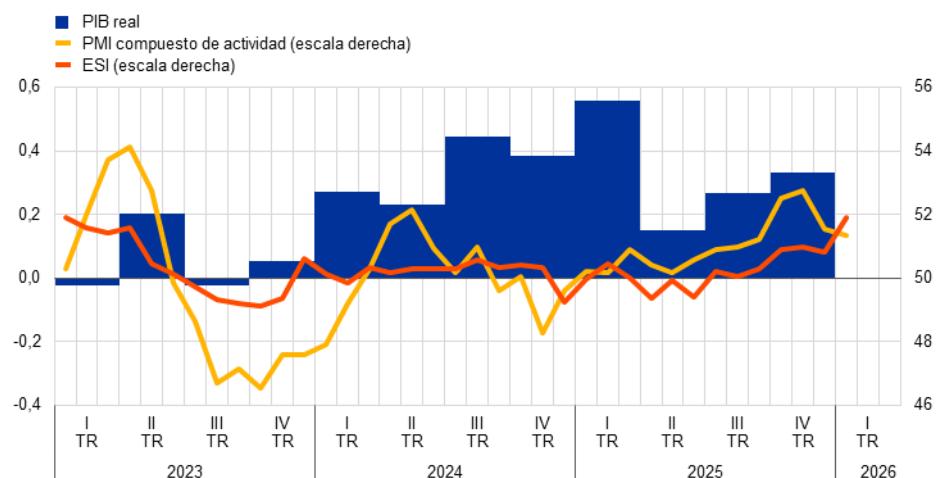
<sup>1</sup> La tasa de crecimiento interanual se basa en cifras desestacionalizadas y ajustadas de efectos de calendario. No se dispone de datos sin ajustar para todos los Estados miembros incluidos en las estimaciones de avance del PIB.

anteriores. El resultado del cuarto trimestre para la zona del euro genera un efecto arrastre del 0,4 % sobre el crecimiento anual en 2026<sup>2</sup>.

**Gráfico 3**

PIB real de la zona del euro, PMI compuesto de actividad y ESI

(escala izquierda: tasas de variación intertrimestral; escala derecha: índice de difusión)



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

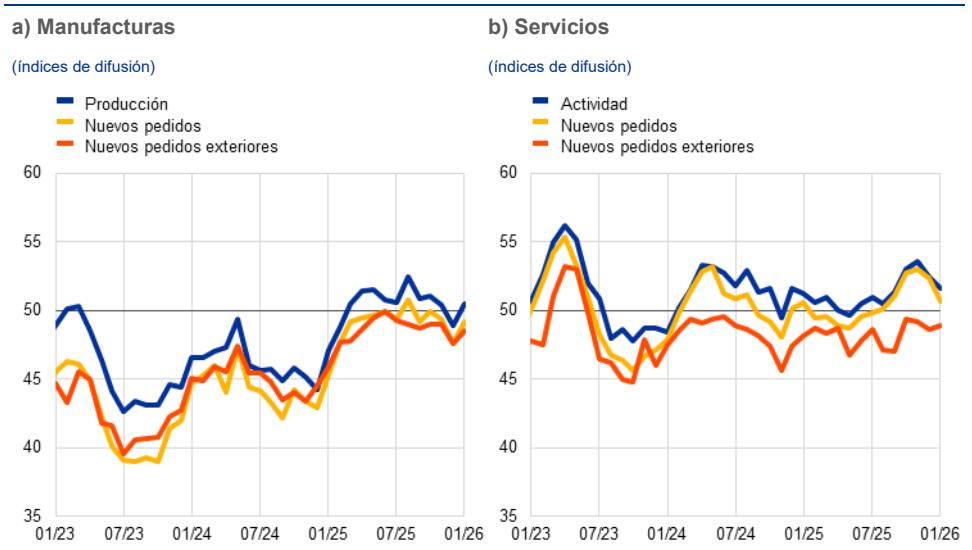
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. En el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad, la línea horizontal con valor de 50 señala el valor de referencia neutral que separa la expansión de la contracción. El indicador de sentimiento económico (ESI, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea se normaliza y reescaliza para presentar la misma media y desviación típica que el PMI compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para el PIB real y a enero de 2026 para el PMI compuesto de actividad y el ESI.

**Los limitados datos disponibles para el primer trimestre de 2026 apuntan a la persistencia de la fortaleza de los servicios y a que las manufacturas habrían tocado fondo.** El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad permaneció prácticamente estable entre diciembre de 2025 y enero de 2026, lo que indica un ritmo sostenido de crecimiento moderado, si bien algo más pausado que en el cuarto trimestre de 2025 (panel a del gráfico 4). El PMI de producción de las manufacturas aumentó ligeramente con respecto al cuarto trimestre y se situó en 50,5 en enero, lo que todavía apunta a un avance lento o a un estancamiento de la actividad. Pese a que las manufacturas muestran señales de haber tocado fondo, no se observan indicios de una clara recuperación de este sector en el futuro, debido a los prolongados efectos adversos de las subidas arancelarias, la incertidumbre aún elevada y el reciente fortalecimiento del euro. Otros indicadores, como el PMI de nuevos pedidos, ofrecen una imagen similar de perspectivas muy débiles a corto plazo para el sector industrial. Entretanto, el PMI de actividad de los servicios descendió desde una media de 53 en el cuarto trimestre hasta un valor de 51,6 en enero. Aunque esta evolución sugiere una desaceleración, la tasa de crecimiento de los servicios continúa siendo más elevada que la de las manufacturas, lo que sigue respaldando la idea de una recuperación a dos velocidades. Estas perspectivas se ven corroboradas por los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras (véase **recuadro 5**). En conjunto, los contactos señalaron un aumento

<sup>2</sup> Esto implica que el PIB crecería un 0,4 % en 2026 si todas las tasas de crecimiento intertrimestral de este año fueran cero (es decir, si el PIB trimestral se mantuviera en el mismo nivel que en el cuarto trimestre de 2025).

gradual del dinamismo y de la confianza en los últimos meses, aunque con diferencias notables entre sectores y países. El crecimiento sigue estando impulsado principalmente por la actividad de los servicios, respaldada por el gasto de los consumidores en servicios en lugar de bienes, así como por el fuerte avance del gasto de las empresas en servicios digitales (en particular los relacionados con la IA).

**Gráfico 4**  
PMI de distintos sectores de la economía



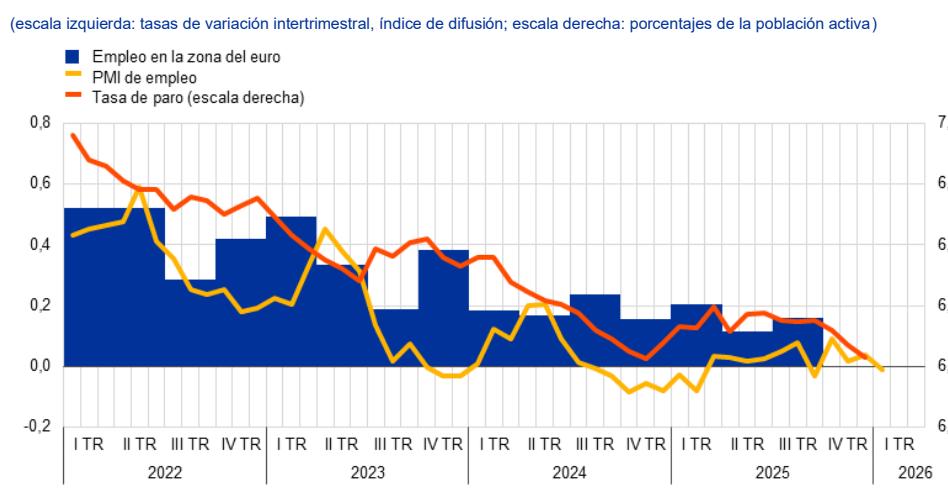
Fuente: S&P Global Market Intelligence.

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

**El mercado laboral continúa respaldando el crecimiento de las rentas, si bien la demanda de empleo ha seguido enfriándose.** El empleo aumentó un 0,2 % y el total de horas trabajadas un 0,4 % en el tercer trimestre de 2025, lo que se tradujo en una leve recuperación de las horas medias trabajadas (gráfico 5). En términos interanuales, el crecimiento del empleo continuó desacelerándose. Por otra parte, los nuevos puestos de trabajo siguen siendo ocupados por personas que se incorporan al mercado laboral. El ritmo de avance de la población activa se ralentizó hasta el 0 % en el tercer trimestre, en tasa intertrimestral, aunque aún aumentó un 0,9 % en términos interanuales. Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,2 % en diciembre, después de alcanzar el 6,3 % en noviembre, y la tasa de vacantes descendió hasta el 2,2 % en el tercer trimestre, frente al máximo del 3,3 % registrado en el segundo trimestre de 2022.

## Gráfico 5

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 para el empleo en la zona del euro, a enero de 2026 para el PMI de empleo y a diciembre de 2025 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un crecimiento débil del empleo en el cuarto trimestre de 2025.** El PMI mensual compuesto de empleo se situó en 50,5, en promedio, en el citado trimestre, lo que sugiere que su avance fue débil. Los datos correspondientes a enero muestran un deterioro de las percepciones sobre el empleo. El indicador compuesto descendió desde un valor de 50,4 en diciembre hasta 49,9 en enero, debido al sector servicios, cuyo indicador pasó de 51,3 a 50,5. En cambio, el PMI mensual de empleo de las manufacturas registró un alza y se situó en 48,1 en enero, desde un nivel de 47,7 en diciembre.

**Es probable que el crecimiento del consumo privado se fortaleciera en el cuarto trimestre de 2025 y se espera que haya seguido siendo positivo a principios de 2026, atendiendo al aumento de las ventas minoristas, la confianza de los consumidores y la actividad esperada de los consumidores.**

La expansión del consumo se ralentizó en el tercer trimestre como reflejo del menor impulso de los servicios y de los bienes no duraderos, que se vio contrarrestado en parte por el incremento de la demanda de bienes duraderos y semiduraderos (panel a del gráfico 6). La tasa de ahorro de los hogares descendió ligeramente hasta situarse en el 15,1 % en el tercer trimestre, ya que el consumo creció más que las rentas, pero permaneció en un nivel históricamente elevado. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un fortalecimiento del dinamismo del consumo privado en el cuarto trimestre (panel b del gráfico 6). El crecimiento de las ventas minoristas en octubre y en noviembre mejoró con respecto al tercer trimestre. El indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea se mantiene por debajo de su media histórica pero siguió recuperándose en el cuarto trimestre, en gran medida impulsado por la mejora de las expectativas de los hogares sobre su situación financiera y la de la economía en general en los doce meses siguientes. Además, la «actividad esperada de los consumidores», un índice agregado

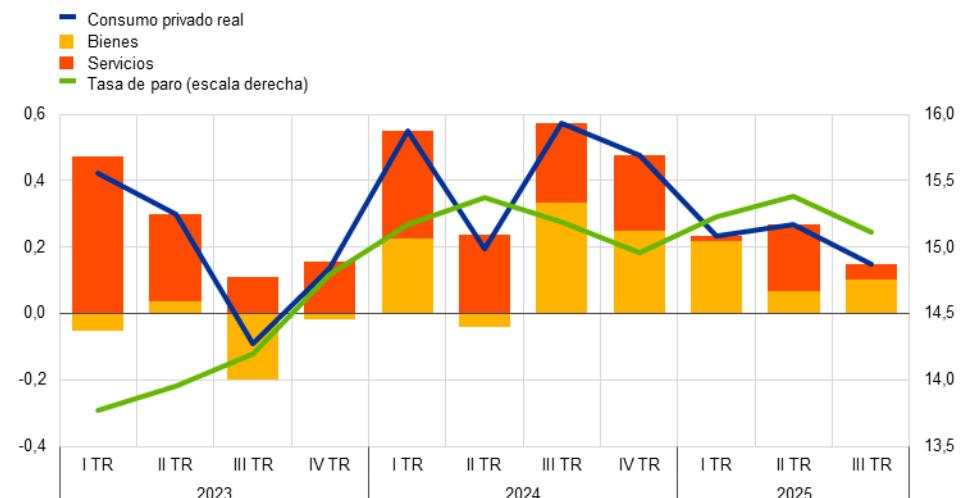
ponderado por el consumo basado en las expectativas de las empresas de la Comisión Europea sobre la actividad en los tres meses siguientes, mejoró en el cuarto trimestre y se situó muy por encima de su media a largo plazo. Esta valoración también se ve respaldada por la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, que indica una confianza creciente de los consumidores, así como por los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras, que señalan un crecimiento robusto del consumo de servicios (véase [recuadro 5](#)). En los próximos meses, el consumo privado debería seguir creciendo en un contexto de solidez de los balances y ganancias de renta real. Con todo, el débil crecimiento del empleo y de la actividad crediticia, unido a la prolongada incertidumbre, aunque cada vez menor, de los hogares, podría afectar al gasto de este sector y contribuir a una tasa de ahorro persistentemente elevada (véase [recuadro 3](#)).

## Gráfico 6

Consumo y ahorro de los hogares; confianza, actividad esperada e incertidumbre de los consumidores, y ventas minoristas

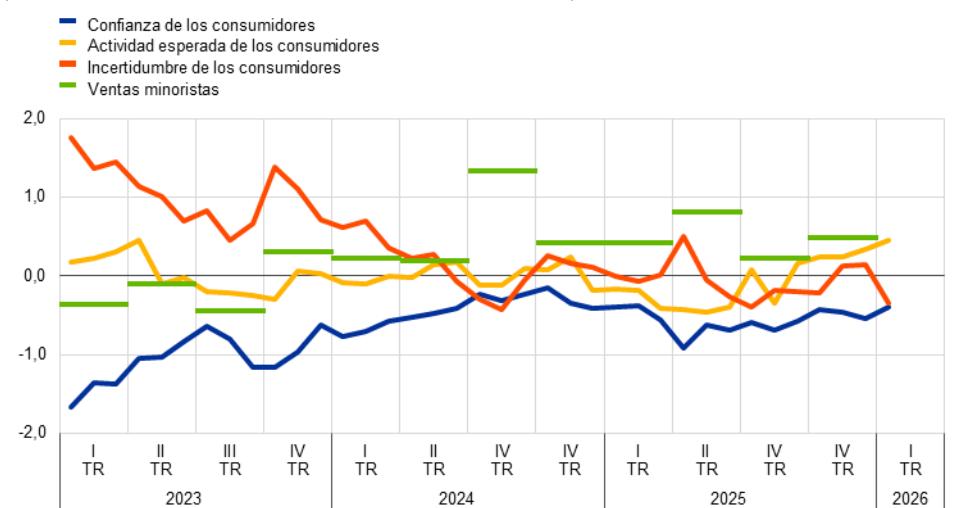
### a) Consumo y ahorro de los hogares

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



### b) Confianza, incertidumbre y expectativas de los consumidores, y ventas minoristas

(saldo neto normalizado; ventas minoristas: tasas de variación intertrimestral)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, los niveles de consumo interno real de bienes y servicios se escalan para que sumados igualen el nivel de consumo privado real de las cuentas nacionales principales. En el panel b, «actividad esperada de los consumidores» se refiere a una media ponderada de las expectativas de las empresas para los tres meses siguientes sobre la producción en el sector manufacturero, el empleo en la construcción, la actividad comercial y la demanda de servicios de la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea, ponderada por el peso de cada sector en el consumo privado de la zona del euro de las tablas *input-output* FIGARO de 2023. «Incertidumbre de los consumidores» se refiere al índice de incertidumbre económica de los consumidores que elabora la Comisión Europea. Todas las series se normalizan para la muestra completa desde enero de 1999, excepto la «incertidumbre de los consumidores» que se normaliza para la totalidad de la muestra desde abril de 2019 por motivos de disponibilidad de datos. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 (panel a), y a diciembre de 2025 para las ventas minoristas y a enero de 2026 para los demás conceptos (panel b).

**Es probable que la inversión empresarial siguiera creciendo en torno al cambio de año.** En el tercer trimestre de 2025, la inversión empresarial (excluidos los productos de propiedad intelectual en Irlanda) aumentó un 1,1 %, en tasa intertrimestral, con un avance robusto de los activos tanto tangibles como intangibles. La expansión de la inversión en activos tangibles parece haber seguido

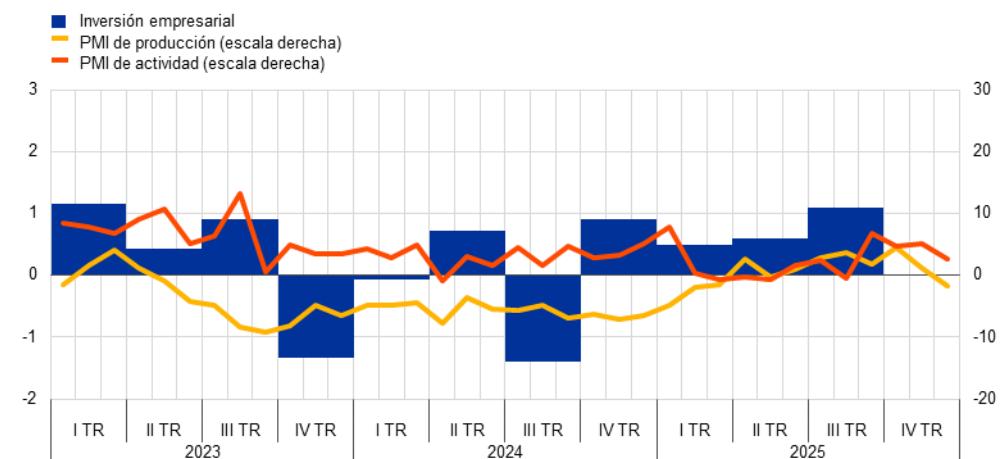
avanzando moderadamente en el cuarto trimestre del año, como pone de manifiesto el aumento de la producción de bienes de equipo hasta noviembre en comparación con el trimestre anterior. Por otra parte, el PMI de producción de bienes de equipo se situó por debajo de 50 en diciembre, lo que apunta a cierta desaceleración en torno al cambio de año (panel a del gráfico 7). En cambio, la inversión en intangibles mantuvo un intenso dinamismo, que se reflejó en el sólido crecimiento observado en la producción de servicios digitales en octubre con respecto al tercer trimestre, al tiempo que el PMI de actividad de los servicios intangibles permaneció por encima de 50 durante todo el cuarto trimestre. Los contactos de las empresas señalaron una mejora gradual de las perspectivas de inversión en enero, en particular para proyectos relacionados con electrificación, centros de datos, energía y defensa (véase [recuadro 5](#)). Entre los principales factores que impulsan la inversión, cabe señalar que los beneficios se están normalizando, la confianza ha mejorado y la dinámica de la demanda se ha mantenido próxima a sus niveles históricos en los últimos trimestres, mientras que las condiciones crediticias se han endurecido en cierta medida, según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026. De cara al futuro, el aumento continuado de la demanda, de los beneficios y de la confianza, junto con el apoyo fiscal y la solidez de los balances, debería sostener la inversión en los próximos trimestres.

## Gráfico 7

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

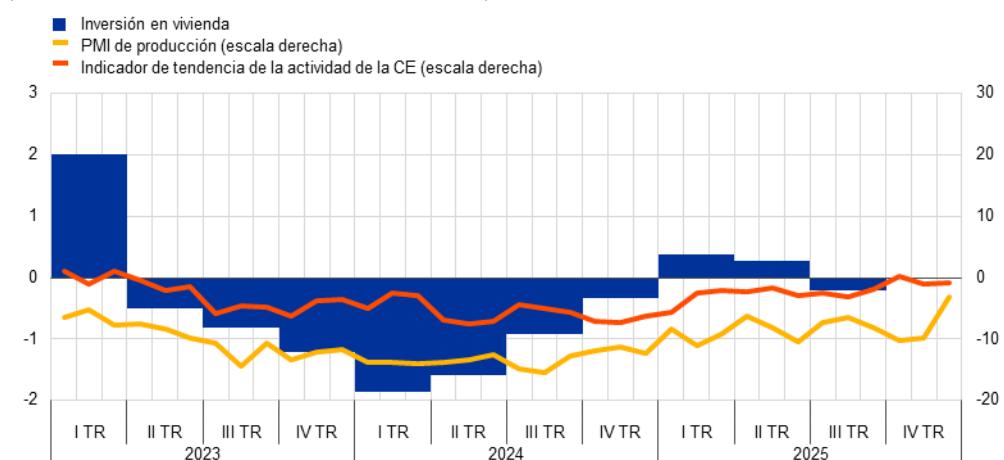
#### a) Inversión empresarial

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



#### b) Inversión residencial

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles de Irlanda. El PMI de producción se refiere al sector de bienes de equipo y el PMI de actividad a los servicios de programación, consultoría y otras actividades relacionadas. En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de los segmentos de construcción de edificios y actividades de construcción especializada de dicha tendencia en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al tercer trimestre de 2025 para la inversión, y a diciembre de 2025 para los PMI y el indicador de la Comisión Europea.

**Según las estimaciones, la inversión en vivienda habría retomado su senda de recuperación en el cuarto trimestre de 2025 y a principios de 2026.** Los indicadores coyunturales sugieren que el retroceso de la inversión en vivienda ha sido transitorio, tras la leve contracción —0,2 % en tasa intertrimestral— observada en el tercer trimestre de 2025. La producción de la construcción de edificios y las actividades de construcción especializada creció un 0,7 % en el cuarto trimestre de 2025 con respecto al tercer trimestre. Los indicadores de opinión sobre la actividad de la construcción confirman esta tendencia positiva: el indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea mejoró gradualmente y el PMI de producción de

viviendas avanzó de forma sustancial, aunque todavía señala una contracción (panel b del gráfico 7). Además, en general, los contactos recientes del BCE con empresas constructoras y sus proveedores apuntan a mejoras moderadas de la actividad de construcción residencial. En conjunto, esta evolución sugiere una recuperación continuada de la demanda de vivienda. Ante esta recuperación de la demanda, un número creciente de empresas de la construcción han informado de escasez de oferta de mano de obra en los últimos trimestres. Por otra parte, la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea muestra que las expectativas de empleo en el sector de la construcción aumentaron en el cuarto trimestre de 2025 y alcanzaron el nivel más alto observado desde el segundo trimestre de 2023. Ello apunta a que las empresas esperan un recuperación sostenida de la demanda a corto plazo. Al mismo tiempo, las expectativas relativas a los tipos de interés hipotecarios registraron un ligero incremento en diciembre, según la encuesta sobre las expectativas de los consumidores, en consonancia con la estabilización observada en los últimos meses del porcentaje de encuestados que consideran la vivienda como una buena inversión. No obstante, como los efectos de la reciente relajación de la política monetaria aún no se han transmitido íntegramente a la inversión en vivienda (véase [recuadro 4](#)), se espera que la recuperación gradual continúe más allá del corto plazo.

**Los aranceles estadounidenses, la fortaleza del euro y la debilidad de la demanda mundial han seguido limitando las exportaciones de la zona del euro, que se redujeron un 0,1 % en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2025.** Las exportaciones a Estados Unidos aumentaron, en general, como resultado del acusado crecimiento de los envíos de productos farmacéuticos irlandeses asociados a medicamentos para la pérdida de peso en septiembre, que compensó ampliamente la caída observada en otros bienes exportados a ese país. Las exportaciones a otros destinos continuaron siendo reducidas, en un contexto de apreciación del tipo de cambio y de pérdidas continuadas de cuotas de exportación en distintos destinos y sectores. Los indicadores adelantados señalan la persistente atonía de los pedidos exteriores del sector manufacturero. Las importaciones reales de la zona del euro registraron una caída significativa —1,1 %— en los tres meses transcurridos hasta octubre de 2025, con la excepción de las importaciones procedentes de China, que continúan viéndose favorecidas por precios muy competitivos, un exceso de capacidad en la industria manufacturera y la depreciación del tipo de cambio frente al euro. Asimismo, las restricciones a las exportaciones chinas ponen de manifiesto las vulnerabilidades de las cadenas de suministro, ya que este país sigue siendo un proveedor clave de materiales de tierras raras críticos para las industrias de la zona del euro, al tiempo que los indicadores de opinión apuntan a que los plazos de entrega de los proveedores se están alargando algo, sobre todo en sectores que dependen de proveedores externos para abastecerse de componentes críticos.

**Más allá del corto plazo, y salvo que se produzcan episodios de volatilidad inesperada, se espera que la actividad en la zona del euro continúe recuperándose gradualmente.** En el horizonte de proyección más largo, se prevé que la demanda interna siga siendo el principal motor del crecimiento, como reflejan las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona

del euro de diciembre de 2025. El incremento de las rentas del trabajo, junto con un descenso de la tasa de ahorro de los hogares, debería estimular el consumo privado. La inversión empresarial debería aumentar en mayor medida, y las encuestas indican que las empresas están invirtiendo cada vez más en nuevas tecnologías digitales. Además, el importante gasto público en infraestructuras y defensa debería contribuir también a la demanda interna. Sin embargo, el entorno exterior sigue planteando retos, debido a las subidas arancelarias y a la apreciación del euro durante el año pasado.

### 3

## Precios y costes

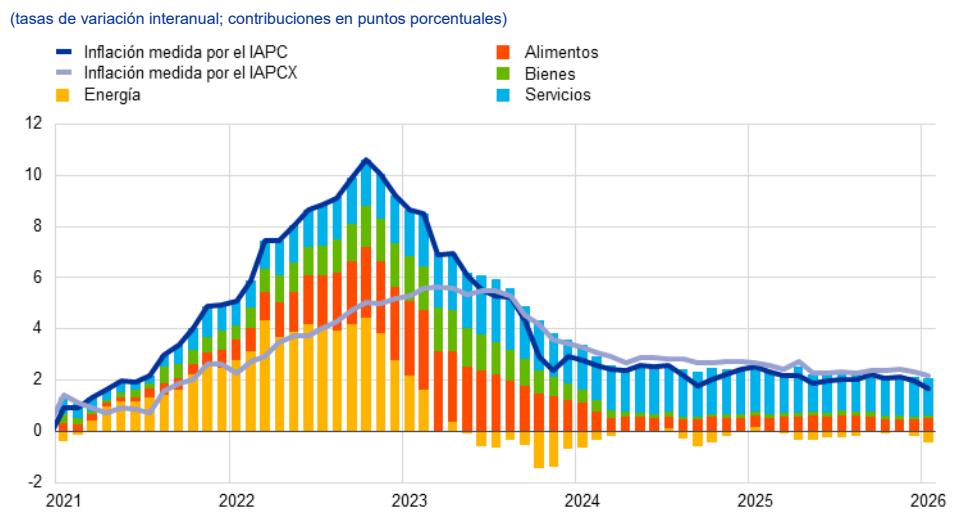
*La inflación general interanual de la zona del euro se redujo hasta el 1,7 % en enero de 2026, desde el 2 % registrado en diciembre de 2025, como consecuencia de la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía y de la inflación, excluidos la energía y los alimentos<sup>3</sup>. Los indicadores de la inflación subyacente han variado poco en los últimos meses y siguen siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se situó en el 4 % en el tercer trimestre de 2025, sin cambios con respecto al trimestre anterior. El crecimiento de los salarios negociados y los indicadores adelantados, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a una moderación continuada de los costes laborales. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo continúan en niveles cercanos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo.*

**La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta el 1,7 % en enero de 2026, desde el 2 % registrado en diciembre de 2025 (gráfico 8).** Esta reducción refleja la disminución de la tasa de variación de los precios de la energía y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). En el cuarto trimestre de 2025, la inflación general de la zona se situó en el 2,1 %, básicamente en consonancia con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Euroistema para la zona del euro de diciembre de 2025.

<sup>3</sup> El 4 de febrero de 2026 entraron en vigor varios cambios metodológicos que afectan al IAPC. Ahora, el índice se elabora con arreglo a la nueva Clasificación europea del consumo individual por finalidad versión 2 (ECOICOP 2, por sus siglas en inglés). Otros cambios incluyen una revisión de las ponderaciones históricas, la incorporación de los juegos de azar como una nueva partida y un cambio de base del índice al nuevo año de referencia común: 2025 = 100.

## Gráfico 8

### Inflación general y sus principales componentes



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**La inflación de la energía se mantuvo en niveles negativos en enero de 2026 y siguió descendiendo hasta situarse en el -4,1 %, desde el -1,9 % registrado en diciembre de 2025.** Este descenso tuvo su origen fundamentalmente en un considerable efecto de base a la baja, ya que los precios energéticos aumentaron en tasa intermensual, pero a un ritmo más lento que en enero de 2025. Los datos disponibles hasta diciembre de 2025 sobre los principales subcomponentes de la energía reflejan la caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de la electricidad, el gas y los combustibles para transporte, y la disminución más acusada correspondió a estos últimos.

**La inflación de los alimentos repuntó y se situó en el 2,7 % en enero de 2026, frente al 2,5 % de diciembre de 2025.** Este aumento se vio impulsado por la mayor tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados, que se incrementó hasta el 4,2 % en enero, desde el 3,5 % observado en diciembre, debido a una evolución intermensual no desestacionalizada más intensa de lo que suele ser habitual en enero. En ese mismo período, la inflación de los alimentos elaborados se mantuvo sin variación en el 2,1 %.

**La inflación medida por el IAPCX cayó hasta el 2,2 % en enero de 2026, frente al 2,3 % de diciembre de 2025.** Esta caída fue atribuible a la disminución de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios, que en parte se vio compensada por el ligero avance de la correspondiente a los bienes industriales no energéticos. La inflación de los servicios siguió descendiendo y se situó en el 3,2 % en enero, frente al 3,4 % y el 3,5 % en diciembre y noviembre, respectivamente. Según los datos disponibles hasta diciembre, esta desaceleración se debió principalmente a las menores tasas de variación interanual del subcomponente de actividades recreativas, en particular de los paquetes turísticos y los servicios de alojamiento, que se vieron parcialmente compensadas por el aumento de la tasa de avance interanual de los precios de los servicios de transporte. En cambio, la tasa

de variación de los precios de los bienes industriales no energéticos repuntó hasta alcanzar el 0,4 % en enero, tras registrar un descenso y situarse en el 0,3 % en diciembre, desde el 0,5 % de noviembre. El motivo de que esta tasa fuera relativamente baja en diciembre en comparación con noviembre fue la caída de las tasas de crecimiento interanual de los precios de los bienes semiduraderos y no duraderos.

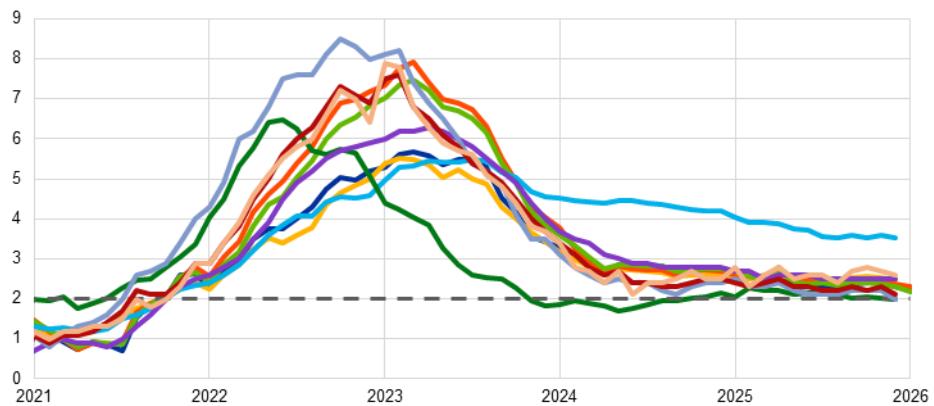
**Los indicadores de la inflación subyacente siguieron siendo compatibles con el objetivo del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo en diciembre de 2025 y en enero de 2026 (gráfico 9).** En diciembre de 2025, los valores de los indicadores oscilaron entre el 2 % y el 2,6 %. Entre noviembre y diciembre, la mayoría de los indicadores basados en la exclusión de componentes se redujeron 0,1 puntos porcentuales o no experimentaron variaciones. El IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado, se mantuvo sin cambios en el 2,5 %. En el mismo período, las medias recortadas disminuyeron 0,2 puntos porcentuales. Por lo que respecta a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) se mantuvo invariable en el 2 %, mientras que el indicador *Supercore* (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, permaneció en el 2,5 % por sexto mes consecutivo. La inflación interna, que abarca componentes con un contenido importador bajo, descendió ligeramente y se situó en el 3,5 % en diciembre, desde el 3,6 % de noviembre. Los datos que ya estaban disponibles para enero de 2026 muestran que la mayor parte de los indicadores basados en la exclusión de componentes cayeron 0,1 puntos porcentuales con respecto a diciembre de 2025. El IAPC, excluida la energía, descendió desde el 2,4 % de diciembre hasta el 2,3 % en enero.

## Gráfico 9

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)

- IAPCX
- IAPCXX
- IAPC, excluida la energía
- IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía
- Inflación interna
- PCCI
- Supercore
- Media recortada (10 %)
- Media recortada (30 %)
- Mediana ponderada



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

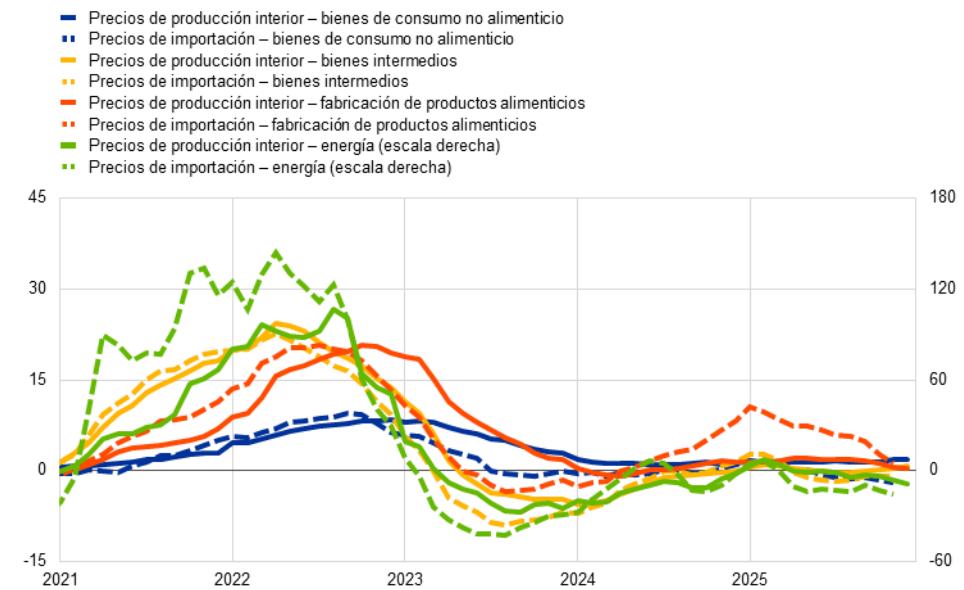
Notas: El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado; el PCCI es el componente común y persistente de la inflación. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026 (estimación de avance) para el IAPCX, el IAPC, excluida la energía, y el IAPC, excluidos los alimentos no elaborados y la energía, y a diciembre de 2025 para los demás indicadores.

**Los indicadores más recientes de las presiones latentes sugieren que las presiones inflacionistas sobre los precios de los bienes prácticamente no han variado (gráfico 10).** En las primeras fases del proceso de formación de precios, la tasa de crecimiento de los precios de producción de los bienes intermedios destinados a ventas interiores aumentó hasta situarse en el 0,8 % en diciembre, desde el 0,4 % registrado en noviembre, mientras que la tasa de variación de los precios de importación de los bienes intermedios no registró cambios y se mantuvo en el -0,8 % en noviembre por tercer mes consecutivo. En las fases posteriores del citado proceso, la tasa de avance interanual de los precios de producción de los bienes de consumo no alimenticio permaneció inalterada en el 1,8 % en diciembre, al tiempo que la de los precios de importación se adentró más en territorio negativo y cayó desde el -1,6 % en octubre hasta el -2 % en noviembre. La tasa de crecimiento interanual de los precios de producción de los alimentos elaborados disminuyó hasta el 0,4 % en diciembre, desde el 0,6 % observado en noviembre, y la de los precios de importación descendió desde el 2,7 % registrado en octubre hasta el 1,1 % en noviembre, lo que señala una reducción de las presiones de costes en un contexto de caída de los precios internacionales de las materias primas alimenticias. En conjunto, la evolución más débil de los precios de importación reflejó la apreciación del euro y las presiones a la baja derivadas de las importaciones de bienes más baratos procedentes de China, mientras que la dinámica de los precios de producción interior continuó siendo más persistente.

## Gráfico 10

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

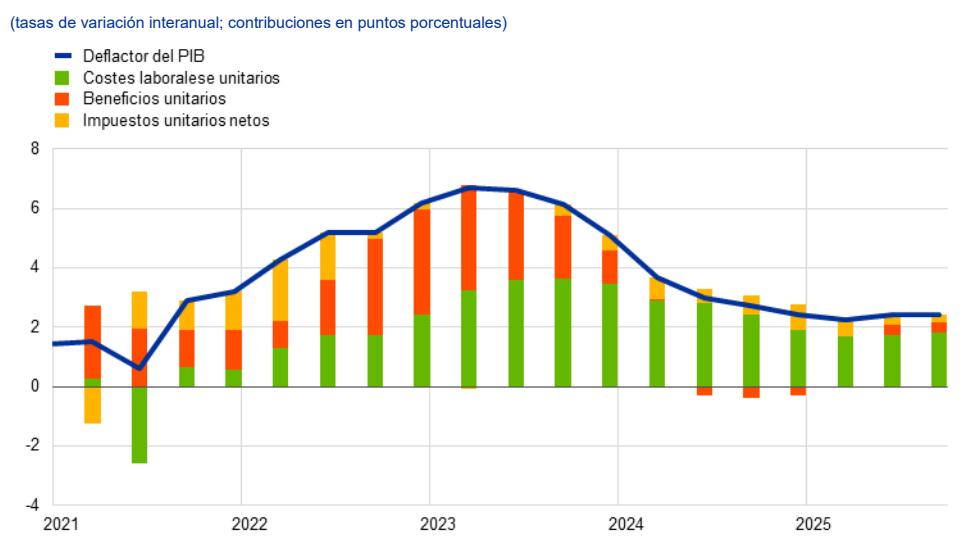
Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025 para los precios de producción interior y a noviembre de 2025 para los precios de importación.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, no registraron variaciones en el tercer trimestre de 2025, después de haber disminuido de forma ininterrumpida durante dos años (gráfico 11).** La tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB se mantuvo prácticamente estable, en el 2,4 %, en el tercer trimestre de 2025, debido a que las contribuciones de los costes laborales unitarios y de los beneficios unitarios no variaron, pero también a que la aportación de los impuestos unitarios fue ligeramente menor. La tasa de avance interanual de los costes laborales unitarios aumentó hasta situarse en el 3,3 % en ese trimestre, desde el 3,1 % del segundo trimestre. Esta evolución tuvo su origen en la menor productividad del trabajo (que cayó del 0,8 % al 0,7 % en ese período), al tiempo que la tasa de avance de la remuneración por asalariado se mantuvo inalterada en el 4 %. La disminución del crecimiento de los salarios negociados, desde el 4 % en el segundo trimestre hasta el 1,9 % en el tercero, se vio compensado por un incremento del componente de deriva salarial, de -0,3 puntos porcentuales a 1,9 puntos porcentuales durante ese período. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que se han actualizado con datos sobre convenios colectivos negociados hasta mediados de enero de 2026— señalan que las presiones sobre el crecimiento de los salarios se reducirán, dado que la tasa de avance de los salarios se sitúa en el 3,1 % en el cuarto trimestre de 2025 y el 3 % en 2025, y posteriormente seguiría moderándose hasta el 2,7 % durante 2026<sup>4</sup>. Esta moderación se ha visto confirmada también por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento de los

<sup>4</sup> Para información más detallada, véase «Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios siguen sugiriendo una normalización de las presiones de los salarios negociados en 2026», nota de prensa, BCE, 11 de febrero de 2026.

salarios, como los resultados de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE, que indican que se espera que el crecimiento salarial se sitúe en el 3,2 % en 2025 (0,1 puntos porcentuales menos que en la encuesta anterior) y que siga ralentizándose hasta situarse en el 2,7 % en 2026 (0,1 puntos porcentuales por encima de lo indicado en la encuesta precedente) y el 2,5 % en 2027<sup>5</sup>.

**Gráfico 11**  
Descomposición del deflactor del PIB



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**Las expectativas de inflación a largo plazo de los expertos en previsión económica y de los analistas de política monetaria se mantuvieron estables en torno al 2 %, al tiempo que las percepciones y las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores apenas variaron en diciembre de 2025.** La mediana de las expectativas de inflación a largo plazo de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (*Survey of Monetary Analysts*) correspondiente a febrero de 2026 y la de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2026 permanecieron sin variación en el 2 % (panel a del gráfico 12). Por lo que respecta a las percepciones y las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores, según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de diciembre de 2025, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores fue del 3,2 %, es decir, 0,1 puntos porcentuales más que en noviembre. La tasa mediana de la inflación esperada en los doce meses siguientes se mantuvo sin cambios desde noviembre, en el 2,8 %, mientras que la correspondiente a la inflación esperada a tres años vista aumentó ligeramente y se situó en el 2,6 %, frente al 2,5 % del mes anterior (panel b del gráfico 12). En el mismo período, las

<sup>5</sup> Para más información, véase G. de Bondt, R. Morris y M. Roma, «[Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras](#)» en este Boletín Económico.

expectativas de inflación a cinco años vista se incrementaron hasta el 2,4 %, desde el 2,2 %.

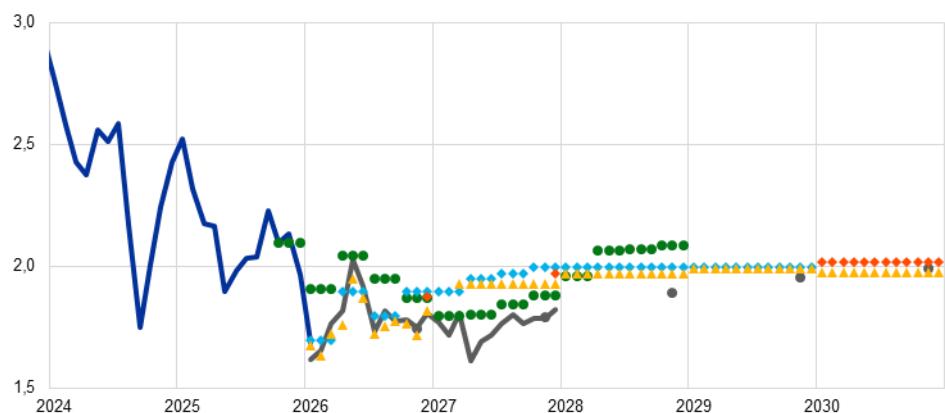
### Gráfico 12

#### Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

##### a) Inflación general, indicadores de mercado de la compensación por inflación, proyecciones de inflación e indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)

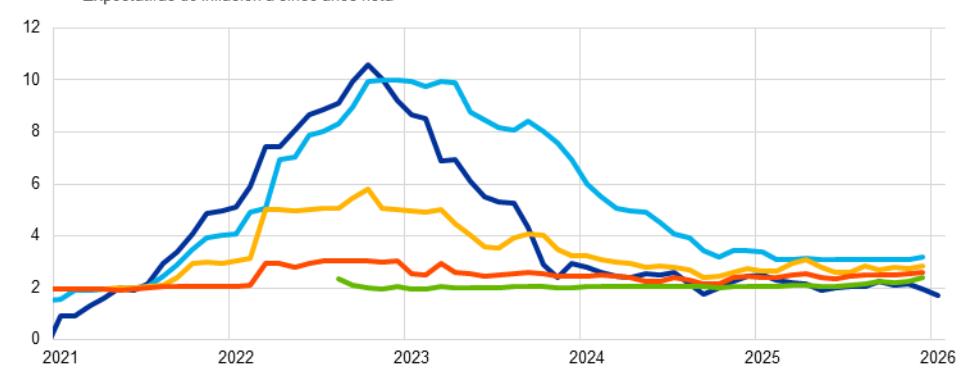
- IAPC
- Fixings (4 de febrero de 2026)
- Indicadores de mercado de la compensación por inflación (4 de febrero de 2026)
- Proyecciones macroeconómicas del Eurosystema para la zona del euro (diciembre de 2025)
- ◆ SMA (febrero de 2026)
- ◆ EPE (I TR 2026)
- ▲ Consensus Economics (enero de 2026)



##### b) Inflación general y encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores

(tasas de variación interanual)

- IAPC
- Percepción de inflación pasada
- Expectativas de inflación a un año vista
- Expectativas de inflación a tres años vista
- Expectativas de inflación a cinco años vista



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro, diciembre de 2025, y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en el tipo al contado a un año, el tipo *forward* a un año dentro de un año, el tipo *forward* a un año dentro de dos años, el tipo *forward* a un año dentro de tres años y el tipo *forward* a un año dentro de cuatro años. Las observaciones relativas a los indicadores de mercado de la compensación por inflación corresponden al 4 de febrero de 2026. Los *inflation fixings* son contratos de swaps vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC, excluido el tabaco, de la zona del euro. La encuesta a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al primer trimestre de 2026 se realizó entre el 7 y el 12 de enero de 2026. La encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) correspondiente a febrero de 2026 se llevó a cabo entre el 19 y el 21 de enero. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones a largo plazo de Consensus Economics fue el 12 de enero de 2026. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosystema para la zona del euro de diciembre de 2025 se finalizaron el 3 de diciembre de 2025 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 26 de noviembre de 2025. En el panel b, las líneas referentes a la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) representan las tasas medianas. Las últimas observaciones corresponden a enero de 2026 (estimación de avance) para el IAPC y a diciembre de 2025 para los demás indicadores.

Desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 18 de diciembre de 2025, los indicadores de mercado de la compensación por inflación han aumentado a corto plazo pero continúan señalando una inflación ligeramente inferior al 2 %, mientras que las expectativas de inflación a largo plazo se mantienen firmemente ancladas (panel a del gráfico 12). Durante el período analizado, los *inflation fixings*, que son contratos de *swaps* vinculados al IAPC, excluido el tabaco, repuntaron para la primera mitad de 2026 y se situaron en niveles más elevados para la segunda, debido al incremento de los precios de la energía y de los metales industriales. Esto implica que los inversores esperaban que la inflación tocara fondo en los primeros meses del año, antes de recuperarse hasta situarse en una media de alrededor del 1,8 % para el conjunto del año. Por otra parte, el tipo *swap* de inflación a un año dentro de un año se situó en el 1,8 %. Las expectativas de inflación a largo plazo basadas en indicadores de mercado permanecieron bien ancladas al objetivo de inflación del Consejo de Gobierno, como se reflejó en el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, ajustado por las primas de riesgo de inflación, que se situó próximo al 2 %.

## Evolución de los mercados financieros

*Los mercados financieros de la zona del euro registraron episodios de volatilidad durante el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026. Las expectativas relativas a los tipos de interés disminuyeron en el contexto del reavivamiento de las tensiones comerciales y geopolíticas. Sin embargo, a medida que esas tensiones se atenuaron, la caída de las expectativas se revirtió parcialmente. En conjunto, la curva forward de los tipos libres de riesgo finalizó el período analizado en niveles ligeramente inferiores en los plazos cortos, al tiempo que sugería que los mercados no esperaban cambios en los tipos de interés oficiales en 2026. Los tipos de interés nominales libres de riesgo a medio y a largo plazo de la zona del euro descendieron ligeramente en el período examinado, mientras que los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron estables, en general, y siguieron viéndose respaldados por la capacidad de resistencia del crecimiento económico y la solidez de la demanda de bonos soberanos con rendimientos más elevados. Los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico estuvieron sometidos a presiones a la baja temporales derivadas de las crecientes tensiones geopolíticas. Sin embargo, posteriormente, los precios de las acciones de la zona del euro se recuperaron y aumentaron, en general, durante el período analizado. Los diferenciales de los bonos corporativos registraron una leve disminución adicional, manteniéndose en niveles reducidos desde una perspectiva histórica. En los mercados de divisas, el euro se apreció ligeramente frente al dólar estadounidense, pero perdió algo de valor en términos efectivos nominales.*

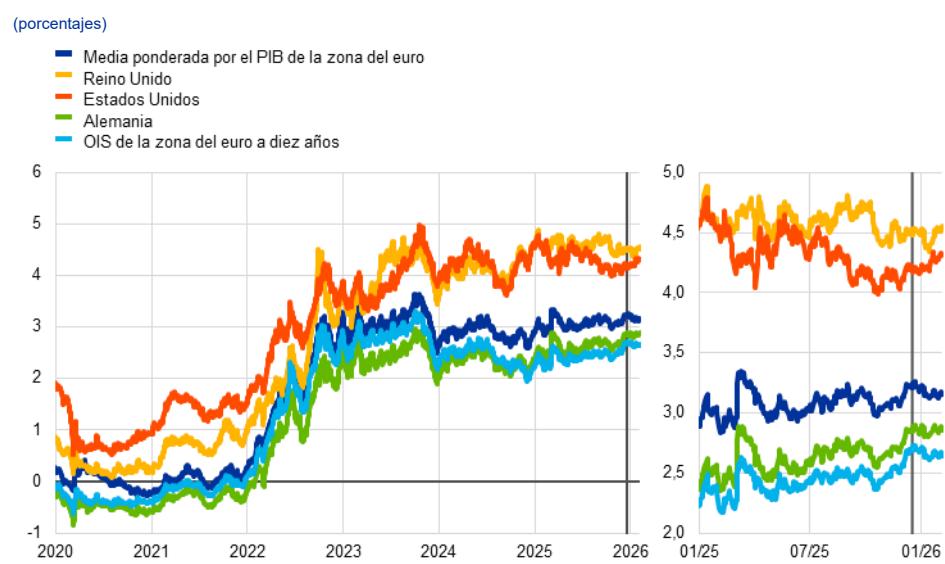
**Los tipos libres de riesgo de la zona del euro descendieron en los plazos cortos, al tiempo que se estabilizaron en niveles moderadamente más bajos en los plazos más largos.** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) permanecía en el 1,93 % al final del período analizado, tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en su reunión del 18 de diciembre de 2025 de mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El exceso de liquidez disminuyó unos 36 mm de euros, hasta la cifra de 2.434 mm de euros. Esta evolución fue consecuencia, principalmente, de la reducción de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo en el marco de sus programas de compras de activos. La curva *forward* del €STR se desplazó a la baja en enero, en un contexto de tensiones comerciales y geopolíticas. Sin embargo, este movimiento a la baja se revirtió parcialmente al reducirse las tensiones. En conjunto, al final de período de referencia, la curva *forward* del €STR indicaba que los mercados no esperaban cambios en los tipos de interés oficiales en ninguna dirección este año y que descontaban una senda algo más moderada de subidas de tipos más allá de 2026. En consecuencia, el tipo OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años disminuyó unos 4 puntos básicos y se situó en el 2,6 % al final del período analizado.

**Los rendimientos soberanos de la zona del euro se mantuvieron estables, en general, y siguieron viéndose respaldados por la mejora de los fundamentos económicos y por la solidez de la demanda de bonos soberanos con rendimientos más elevados (gráfico 13).** El rendimiento de la deuda soberana a

diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se redujo 5 puntos básicos durante el período analizado, mientras que los diferenciales de dicha deuda con respecto a los tipos OIS libres de riesgo permanecieron estables en general. Las tensiones geopolíticas y la incertidumbre en torno al comercio contribuyeron a la volatilidad de los mercados. Sin embargo, estas turbulencias, unidas a la corrección al alza del precio de la deuda pública a largo plazo de Japón, tuvieron solo un impacto limitado en los bonos soberanos de la zona del euro, que siguieron estando respaldados por la solidez de los datos económicos y la demanda robusta de bonos soberanos con rendimientos más elevados. Durante el período de referencia, los rendimientos de la deuda soberana francesa registraron la mayor caída entre los principales países de la zona del euro, descendiendo unos 10 puntos básicos, en un contexto de disminución de la incertidumbre política. En conjunto, la dispersión entre países de los rendimientos soberanos de la zona del euro permanece en niveles históricamente bajos. Fuera de la zona del euro, el rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos creció 16 puntos básicos durante el período analizado, hasta el 4,3 %, y el correspondiente a la deuda soberana al mismo plazo del Reino Unido aumentó 7 puntos básicos y se situó en el 4,6 %.

### Gráfico 13

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.

Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (18 de diciembre de 2025). Las últimas observaciones corresponden al 4 de febrero de 2026.

**Los precios de las acciones de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia, pese a experimentar descensos temporales debido a las tensiones geopolíticas y a la incertidumbre en torno al comercio.** Los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico registraron ventas masivas en el punto álgido de esas fricciones, y después repuntaron al reducirse en cierta medida las tensiones. En conjunto, los índices bursátiles de la zona del euro se revalorizaron un 4,5 % en el período analizado, con incrementos del 4,9 % en el sector financiero y del 3,8 % en las sociedades no financieras (SNF), respectivamente. Las elevadas

tensiones geopolíticas siguieron impulsando las cotizaciones del sector de la defensa, que registraron fuertes subidas. Los valores de renta variable de los sectores que se están beneficiando de gastos de capital más elevados, como el de telecomunicaciones y el de suministros básicos (*utilities*), también obtuvieron mejores resultados que sus homólogos, respaldados por las expectativas de aumento de la inversión en infraestructuras e inteligencia artificial. Los mercados bursátiles estadounidenses subieron en torno al 1,5 % en el período de referencia, con ganancias del 1,6 % en el caso de las SNF y del 0,2 % en el del sector financiero.

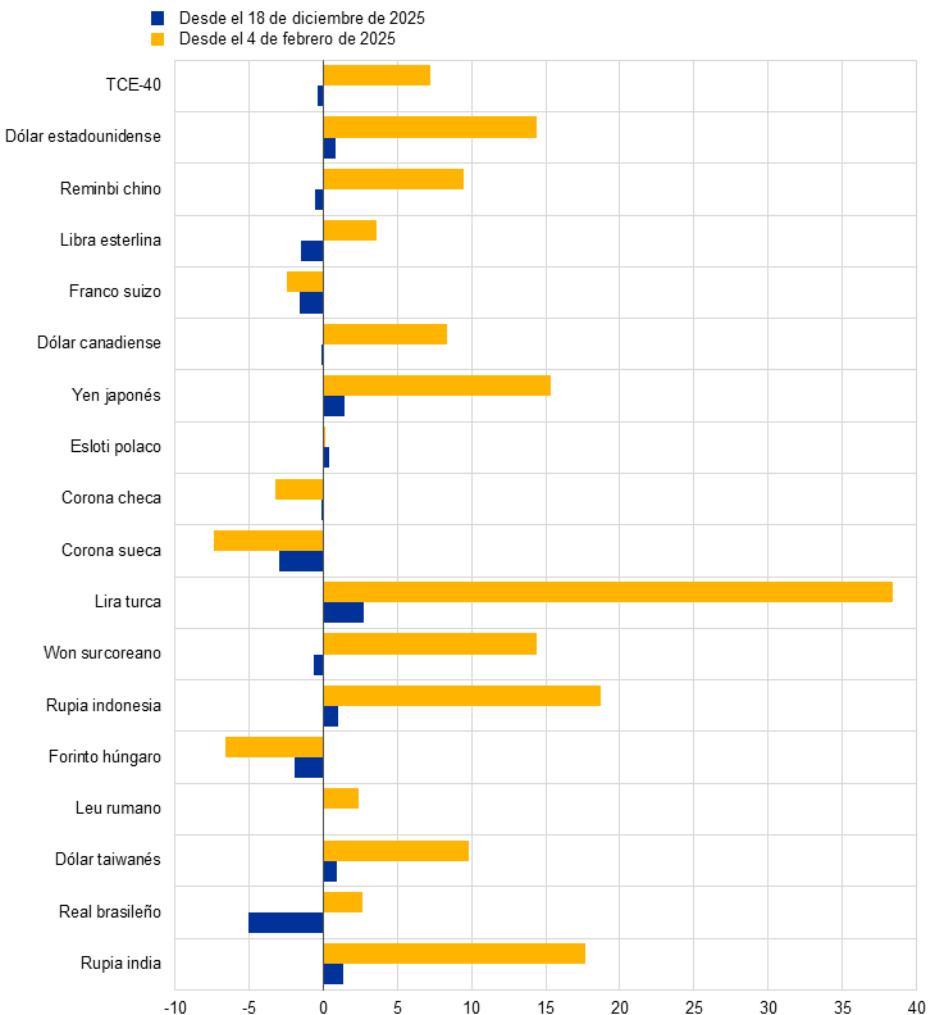
**Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro permanecieron en niveles reducidos desde una perspectiva histórica y registraron una leve disminución adicional en el período de referencia.** Los diferenciales de los segmentos de grado de inversión y de alto rendimiento disminuyeron 5 y 11 puntos básicos, respectivamente. En el de grado de inversión, los diferenciales de los bonos de las SNF se redujeron 5 puntos básicos, mientras que los de los bonos del sector financiero registraron un descenso de 7 puntos básicos. En el segmento de alto rendimiento, los diferenciales se estrecharon 10 puntos básicos en el primer caso y 14 puntos básicos en el segundo.

**En los mercados de divisas, el euro se apreció ligeramente frente al dólar estadounidense, pero perdió algo de valor en términos efectivos nominales (gráfico 14).** Durante el período analizado, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— perdió algo de valor (−0,4 %). El euro se apreció ligeramente (+0,9 %) frente al dólar y se situó de forma transitoria en su nivel más alto desde mediados de 2021, debido a las tensiones geopolíticas y a la incertidumbre en torno al comercio. Entre las monedas de las principales economías y las de las emergentes, el euro se depreció levemente frente al renminbi chino (−0,6 %) y también cayó frente a la libra esterlina (−1,5 %), en un entorno de mejora de los resultados macroeconómicos en el Reino Unido, así como frente al franco suizo (−1,6 %) debido a su persistente condición de moneda refugio. Estos movimientos se vieron compensados, en parte, por la apreciación de la moneda única frente al yen japonés (+1,4 %), reflejo de la evolución política interna en el país nipón.

**Gráfico 14**

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El TCE-40 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 4 de febrero de 2026.

*Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas y a hogares se han mantenido, en general, estables desde el verano, en un contexto de tipos de interés oficiales del BCE que permanecieron sin variación. En diciembre de 2025, los tipos de interés medios de los nuevos préstamos a empresas aumentaron hasta situarse en el 3,6 %, mientras que los tipos aplicados a las nuevas hipotecas continuaron estables en el 3,3 %. El crecimiento de los préstamos a hogares siguió con su tendencia al alza, mientras que el de los préstamos a empresas apenas se modificó. En el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026, el coste de la financiación mediante valores de renta fija descendió, mientras que el de la financiación mediante acciones se mantuvo básicamente sin cambios. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026, las entidades endurecieron los criterios de aprobación del crédito a empresas en el cuarto trimestre de 2025, mientras que la demanda de nuevos préstamos a este sector continuó incrementándose. Los criterios de concesión de préstamos para adquisición de vivienda se relajaron levemente y los aplicados al crédito para consumo siguieron endureciéndose, mientras que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda continuó aumentando de forma moderada. Las tensiones comerciales y la incertidumbre asociada contribuyeron al endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al cuarto trimestre de 2025, que se llevó a cabo entre el 19 de noviembre y el 15 de diciembre de 2025, las empresas señalaron un incremento de los tipos de interés bancarios, así como un endurecimiento continuado de otras condiciones del crédito. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo hasta situarse en el 2,8 % en diciembre.*

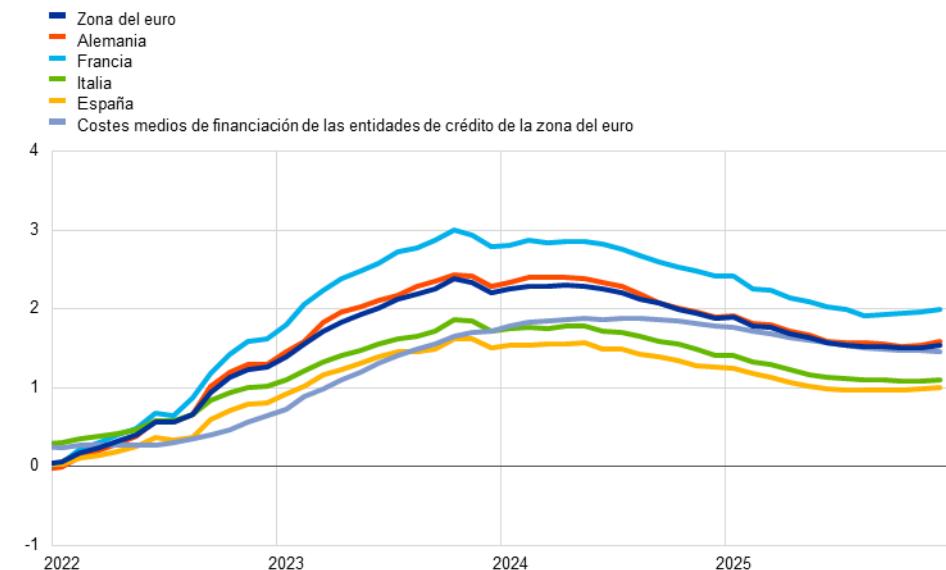
**Los costes de financiación de las entidades de crédito permanecieron estables en general en diciembre de 2025.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se situó en el 1,5 % en diciembre (panel a del gráfico 15). Según los datos disponibles a principios de febrero de 2026, la rentabilidad de los bonos bancarios —que había aumentado en diciembre— descendió hasta situarse algo por debajo del 3 %, básicamente en consonancia con una tendencia más amplia observada desde el comienzo de 2025 y como reflejo de la evolución de los tipos de interés libres de riesgo a más largo plazo (panel b del gráfico 15). Los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos con preaviso apenas variaron en diciembre, al igual que los tipos de interés interbancarios, mientras que los de los depósitos a plazo de las empresas y de los hogares se incrementaron ligeramente. El diferencial entre los tipos de interés de los depósitos a plazo y de los depósitos a la vista tanto de las empresas como de los hogares prácticamente no experimentó cambios en diciembre. El tipo de interés sintético de los depósitos permaneció estable en el 0,9 %, unos 50 puntos básicos por debajo del máximo registrado en mayo de 2024.

## Gráfico 15

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

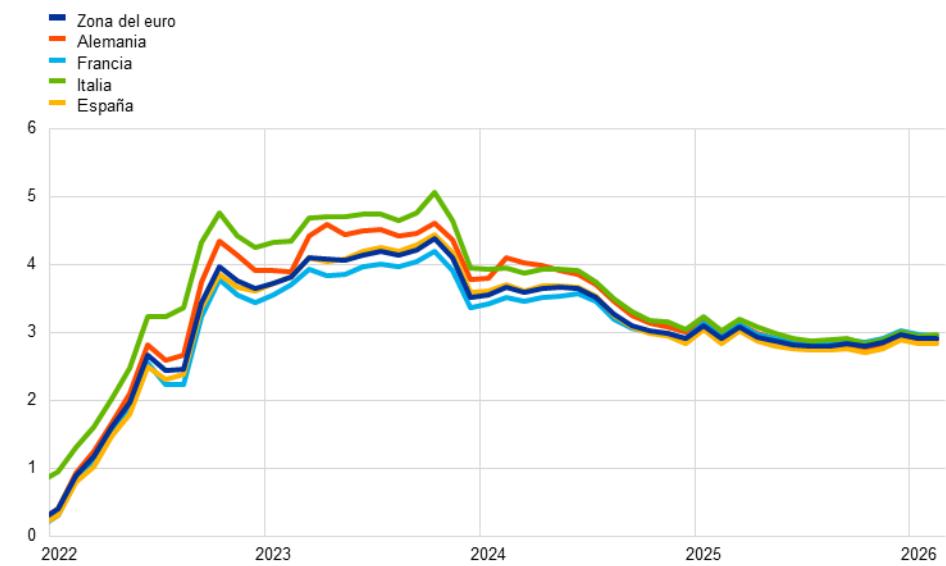
### a) Coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito

(porcentajes anuales)



### b) Rentabilidad de los bonos bancarios

(porcentajes anuales)



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

Notas: Los costes sintéticos de la financiación de las entidades de crédito son una media de los costes de las nuevas operaciones de depósitos a vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Los costes medios de financiación de las entidades de crédito utilizan las mismas ponderaciones, pero se basan en los tipos de interés de los saldos vivos en el caso de los depósitos y la financiación interbancaria, y en la rentabilidad hasta el vencimiento en el momento de la emisión en el caso de los bonos. La rentabilidad de los bonos bancarios son medias mensuales de los bonos de tramos senior. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025 para el coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito (panel a) y al 4 de febrero de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios (panel b).

**Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas aumentaron en diciembre, mientras que los aplicados a los hogares se mantuvieron, en**

**general, estables.** El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras (SNF) repuntó hasta situarse en el 3,6 % en diciembre, frente al 3,5 % de noviembre, alrededor de 1,7 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023. El incremento fue generalizado en los países de la zona del euro de mayor tamaño (panel a del gráfico 16). Esta evolución es también acorde, en general, con los datos procedentes de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026, en la que las entidades de crédito señalaron un endurecimiento de las condiciones generales aplicadas a los préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2025, especialmente los tipos de interés de los préstamos. Por períodos de fijación de tipos, el incremento de los costes de financiación se debió a los préstamos a corto plazo (menos de un año) y a los préstamos a largo plazo (más de cinco años). El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros disminuyó notablemente en diciembre. Esta disminución fue generalizada en los países de la zona del euro de mayor tamaño y estuvo determinada, sobre todo, por las subidas de los tipos de interés aplicados a los préstamos de gran cuantía concedidos a sociedades. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda no varió y fue del 3,3 % en diciembre —unos 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023—, con algunas variaciones entre los países más grandes de la zona del euro (panel b del gráfico 16). El diferencial entre los tipos del crédito a hogares y los de los préstamos concedidos a las empresas se sitúa actualmente en 25 puntos básicos, después de haber descendido de forma significativa desde que alcanzó un máximo de 140 puntos básicos en marzo de 2024. El diferencial positivo refleja principalmente el hecho de que los préstamos a hogares tienden a tener períodos de fijación de tipos más largos en muchos países de la zona del euro. Esto hace que sean más sensibles a los tipos de interés de mercado a más largo plazo, que son más altos que los tipos de mercado a más corto plazo, que son los que tienen mayor importancia para los préstamos a empresas.

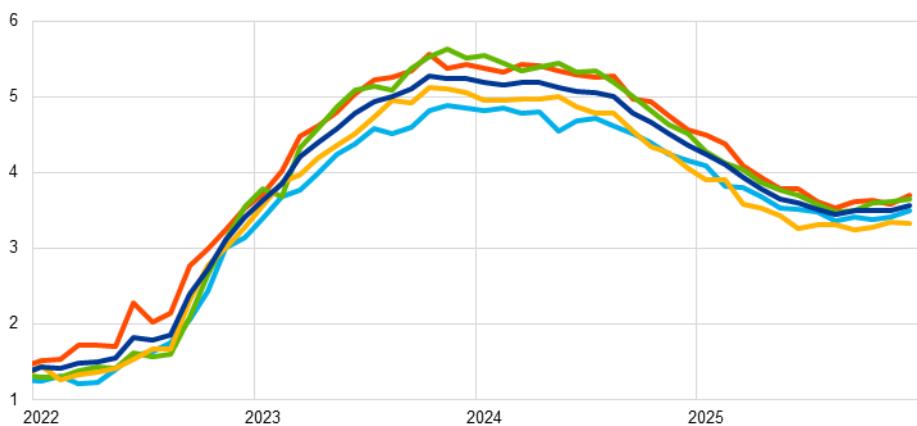
## Gráfico 16

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

### a) Tipos de los préstamos a SNF

(porcentajes anuales)

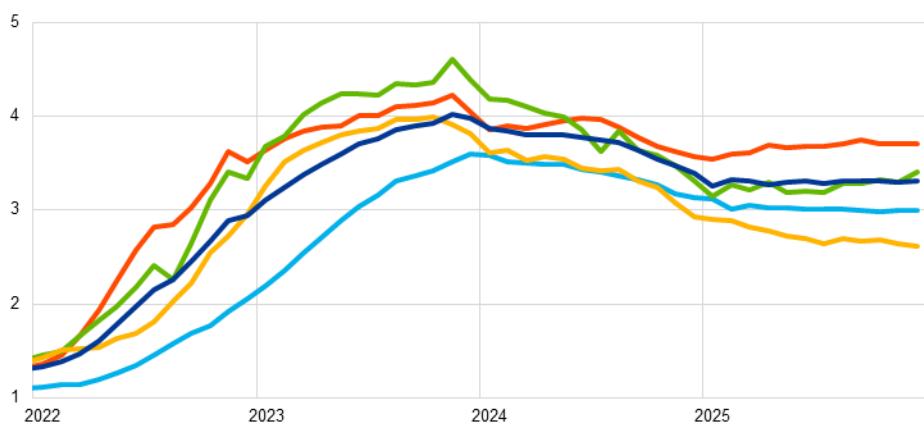
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



### b) Tipos de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes anuales)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los tipos de interés sintéticos de los préstamos bancarios se calculan agregando los tipos a corto y a largo plazo utilizando una media móvil de 24 meses del volumen de nuevas operaciones. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025. En el panel a, «SNF» corresponde a «sociedades no financieras».

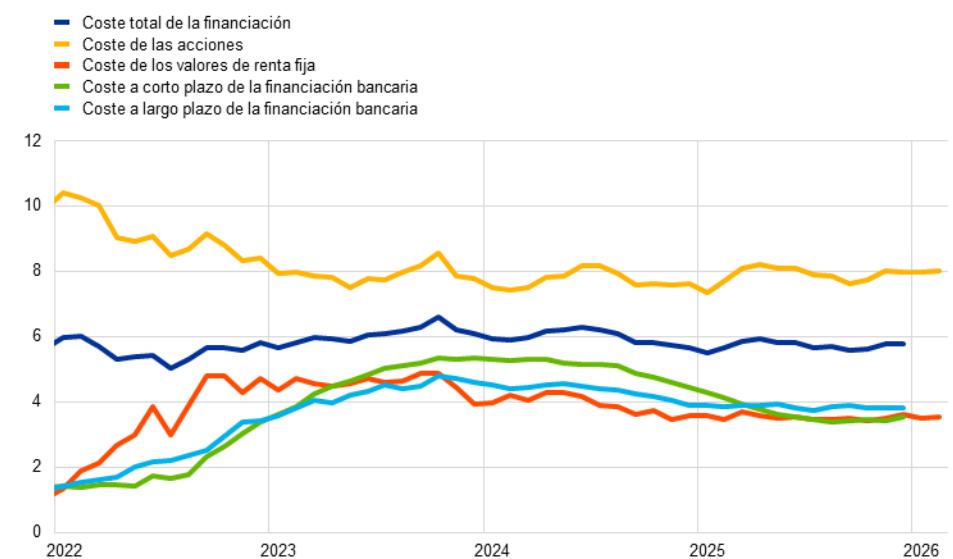
**En el período de referencia comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026, el coste de la financiación mediante valores de renta fija descendió, mientras que el de la financiación mediante acciones se mantuvo básicamente sin cambios, tras los incrementos modestos registrados en noviembre de 2025.** El coste total de la financiación de las SNF —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— fue del

5,8 % en diciembre, sin cambios con respecto a noviembre y por encima del 5,6 % de octubre (gráfico 17)<sup>6</sup>. Esta evolución reflejó el coste más elevado de la financiación mediante acciones y de los valores de renta fija, así como un incremento de los costes de la financiación bancaria. Los datos diarios del período de referencia —comprendido entre el 18 de diciembre de 2025 y el 4 de febrero de 2026— muestran movimientos a la baja del coste de los valores de renta fija y prácticamente ningún cambio en el coste de las acciones. La reducción del coste de los valores de renta fija se debió al desplazamiento a la baja de los tipos de interés libres de riesgo y al descenso de los diferenciales de los bonos corporativos.

### Gráfico 17

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

(porcentajes anuales)



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

Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras (SNF) se basa en datos mensuales y se calcula como la media ponderada de los costes a corto y a largo plazo de la financiación bancaria (datos medios mensuales), el coste de los valores de renta fija y el de las acciones (datos de fin de mes), determinados por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 4 de febrero de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios) y a diciembre de 2025 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria (datos mensuales).

### El crecimiento de los préstamos a hogares siguió con su tendencia al alza,

**mientras que el de los préstamos a empresas apenas se modificó en diciembre.**

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas descendió ligeramente hasta situarse en el 3 % en diciembre de 2025, desde el 3,1 % de noviembre, todavía muy por debajo de su media histórica del 4,3 % (panel a del gráfico 18). El crecimiento interanual de la financiación con deuda corporativa se mantuvo sin variación en el 3,2 % en diciembre. Los préstamos a hogares siguieron recuperándose de forma gradual, dado que la tasa de avance interanual aumentó hasta el 3 % en diciembre, desde el 2,9 % de noviembre, y también permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,1 % (panel b del gráfico 18). Los préstamos a hogares para adquisición de vivienda siguieron

<sup>6</sup> A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las SNF solo están disponibles hasta diciembre de 2025.

incrementándose, mientras que el ritmo de avance del crédito para consumo se redujo. El crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, mantuvo su atonía. Según la última [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) (CES, por sus siglas en inglés), los hogares percibían que el acceso al crédito se había relajado en diciembre y esperaban que esta tendencia continuase en los doce meses siguientes. El ritmo de crecimiento de los préstamos, todavía relativamente lento, refleja en parte la mayor incertidumbre en torno a las políticas económicas globales. Este factor tuvo un peso importante en la primera mitad de 2025 y ha vuelto a cobrar relevancia a raíz de la reciente evolución de la política comercial en Estados Unidos y los elevados riesgos geopolíticos<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Véase «[More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe](#)», *The ECB Blog*, BCE, 2 de octubre de 2025.

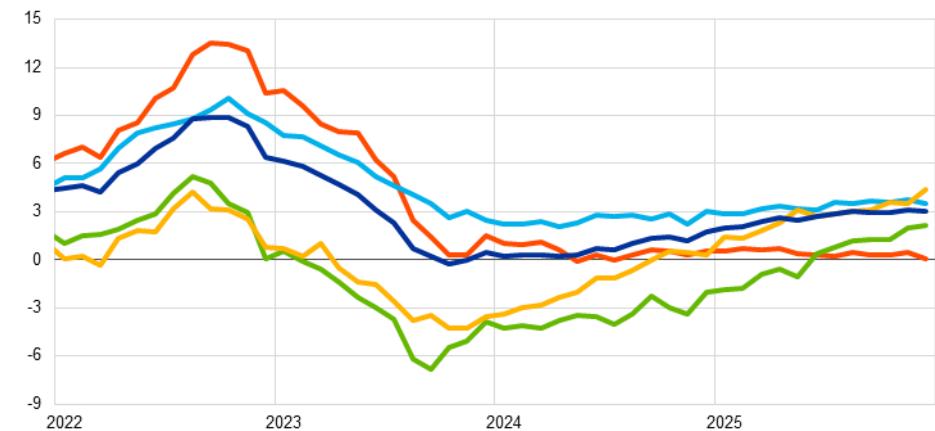
## Gráfico 18

Préstamos de las IFM en una selección de países de la zona del euro

### a) Préstamos de las IFM a SNF

(tasas de variación interanual)

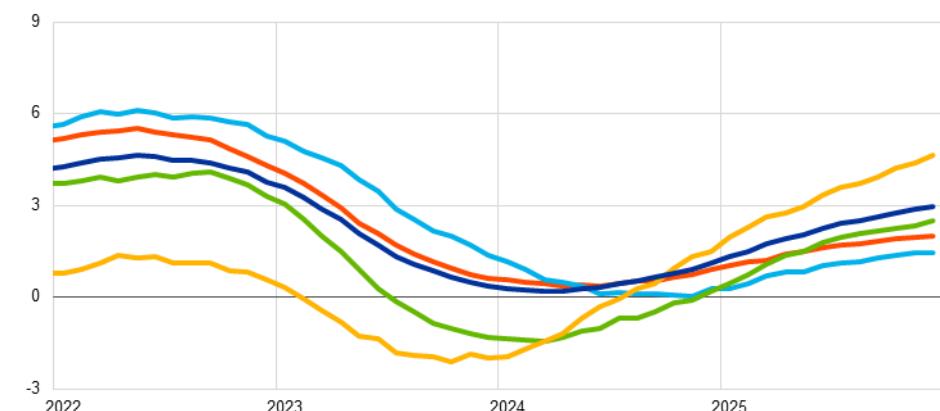
- Zona del euro
- Alemania
- Francia
- Italia
- España



### b) Préstamos de las IFM a hogares

(tasas de variación interanual)

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



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras (SNF), los préstamos también se han ajustado de centralización nocial de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

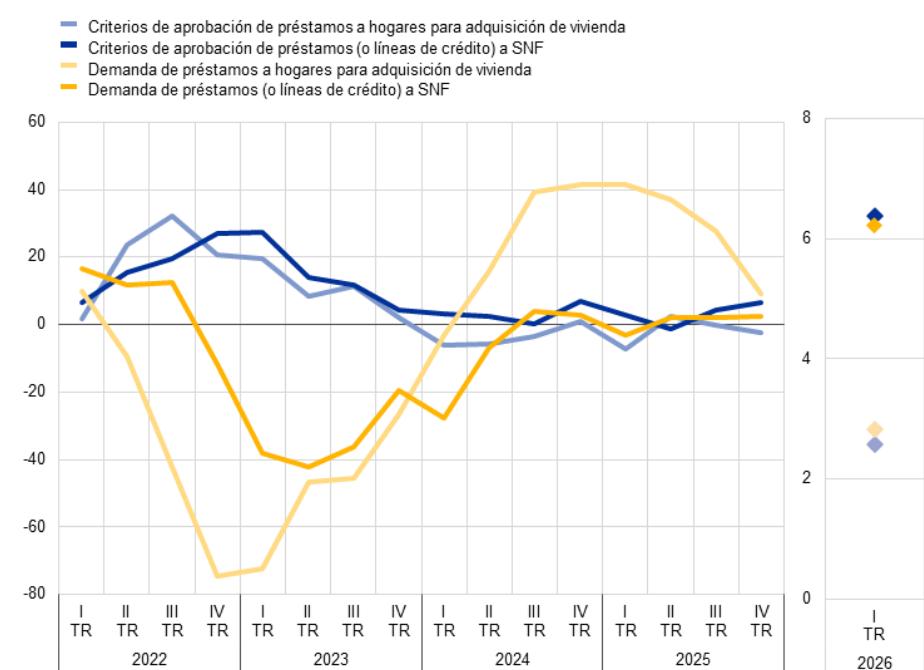
**En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de enero de 2026 se señaló un endurecimiento neto de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas en el cuarto trimestre de 2025 y una leve relajación neta de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda (gráfico 19).** El endurecimiento inesperado de los criterios de concesión de los préstamos o líneas de crédito a las empresas de la zona del euro obedeció principalmente al aumento de la percepción de riesgos para las perspectivas

económicas y a la menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito. Si bien el endurecimiento es acorde con un alto grado de aversión al riesgo por parte de las entidades, el período de la encuesta finalizó el 13 de enero, es decir, antes de que Estados Unidos anunciara el 17 de enero la imposición de aranceles adicionales (que canceló el 21 de enero) a las importaciones de varios países europeos. Los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda se suavizaron ligeramente y los aplicados al crédito para consumo siguieron endureciéndose en el cuarto trimestre de 2025. En el caso de los préstamos para adquisición de vivienda, la competencia favoreció la relajación de los criterios de concesión, mientras que la percepción de riesgos de las entidades contribuyó a su endurecimiento. La menor tolerancia al riesgo de las entidades y el aumento de su percepción de riesgos fueron los principales factores determinantes del endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito para consumo. Las entidades de crédito comunicaron que la proporción de solicitudes denegadas había aumentado, en términos netos, en el caso de los préstamos a empresas y el crédito para consumo, y que no había variado en el de los préstamos para adquisición de vivienda. De cara al primer trimestre de 2026, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación se endurezcan de forma moderada en el caso de los préstamos a empresas, se endurezcan ligeramente en los préstamos para adquisición de vivienda y experimenten un endurecimiento acusado en el del crédito para consumo.

### Gráfico 19

#### Variación de los criterios de aprobación y de la demanda neta de préstamos a SNF y a hogares para adquisición de vivienda

(porcentajes netos de entidades que señalaron un endurecimiento de los criterios de aprobación o un aumento de la demanda de préstamos)



Fuente: BCE (encuesta sobre préstamos bancarios).

Notas: «SNF» corresponde a «sociedades no financieras». En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la encuesta más reciente. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025.

**En la encuesta, las entidades de crédito indicaron que, en el cuarto trimestre de 2025, la demanda de préstamos a empresas aumentó ligeramente y la de préstamos para adquisición de vivienda creció a un ritmo sólido aunque se estaba moderando.** El aumento de la demanda de préstamos a empresas fue similar al registrado en el trimestre anterior. Esta evolución fue atribuible sobre todo al incremento de la demanda de existencias y de capital circulante y a las mayores necesidades de financiación para refinanciar o reestructurar la deuda, mientras que el nivel de tipos de interés también sustentó la demanda de crédito. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda siguió creciendo, aunque a un ritmo más moderado que en el trimestre anterior, lo que reflejó principalmente la mejora de las perspectivas del mercado de la vivienda. La demanda de crédito para consumo disminuyó ligeramente en el cuarto trimestre y fue algo menor de lo que habían esperado las entidades, después de que la demanda apenas variara en el tercer trimestre. La menor confianza de los consumidores lastró la demanda de crédito para consumo, mientras que los tipos de interés tuvieron un efecto positivo en la demanda. Para el cuarto trimestre de 2025, las entidades esperan un nuevo incremento de la demanda de préstamos a empresas y un leve aumento de la

demandas tanto de préstamos para adquisición de vivienda como de crédito para consumo.

**Según las respuestas de las entidades a las preguntas *ad hoc*, los riesgos percibidos para la calidad crediticia continuaron lastrando los criterios de aprobación del crédito, mientras que las tensiones comerciales y la incertidumbre asociada contribuyeron al endurecimiento de esos criterios y frenaron la demanda de préstamos.** En el cuarto trimestre de 2025, la capacidad de las entidades de crédito para acceder a la financiación minorista y a los mercados monetarios se deterioró levemente, mientras que el acceso se relajó en el caso de la financiación mediante valores de renta fija y las titulizaciones. Las entidades esperan que el acceso a los mercados de financiación minorista y a los mercados monetarios, así como a los mercados de titulización, se mantenga prácticamente sin cambios en los próximos tres meses, al tiempo que esperan que el acceso a la financiación mediante valores de renta fija mejore ligeramente. Las medidas supervisoras y regulatorias contribuyeron al aumento de los niveles de capital exigidos a las entidades de crédito y de sus tenencias de activos líquidos. A su vez, esto propició un endurecimiento de los criterios de concesión en todas las modalidades de préstamo y para 2026 se espera un nuevo endurecimiento neto. Las entidades también indicaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al ligero endurecimiento neto de los criterios de concesión en todas las modalidades de préstamo en el cuarto trimestre de 2025. Para el primer trimestre de 2026, las entidades de la zona del euro prevén que la calidad crediticia influya en un leve endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y del crédito para consumo, mientras que esperan que el impacto sea básicamente neutral en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda. Los criterios de aprobación del crédito se endurecieron en los sectores de la construcción, de comercio mayorista y minorista, de manufacturas intensivas en energía y de actividades inmobiliarias (con inmuebles de uso no residencial) en la segunda mitad de 2025, y el endurecimiento neto más acusado se produjo en el sector de fabricación de vehículos de motor. La demanda de préstamos se redujo en términos netos en los servicios no financieros distintos de los inmuebles de uso no residencial y se mantuvo estable o disminuyó ligeramente en otros sectores. Para la primera mitad de 2026, las entidades de crédito esperan que los criterios de aprobación sigan endureciéndose o que apenas cambien en los principales sectores económicos, y que la demanda de crédito experimente un aumento en la mayoría de los sectores, excepto en los de fabricación de vehículos de motor, comercio mayorista y minorista, y actividades inmobiliarias no residenciales. En respuesta a una nueva pregunta sobre el impacto de los cambios en las políticas comerciales y la incertidumbre relacionada, casi la mitad de las entidades participantes en la encuesta consideraron que su exposición a dichos cambios es «importante». Las entidades señalaron que las tensiones habían contribuido al endurecimiento de los criterios de concesión, principalmente por la menor tolerancia al riesgo, y habían tenido un efecto moderador en la demanda de préstamos a empresas. Asimismo, esperan un impacto similar para 2026.

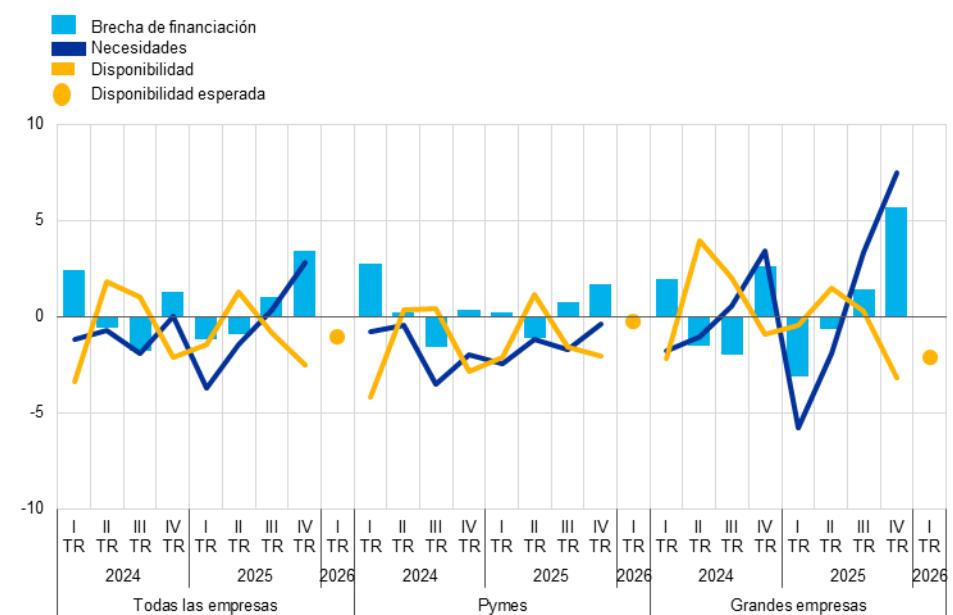
**En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) más reciente, realizada entre el 19 de noviembre y el 15 de diciembre de 2025, las empresas señalaron un endurecimiento de las condiciones del crédito bancario en un contexto de incrementos de los tipos de interés aplicados a los préstamos.** En el cuarto trimestre de 2025, un porcentaje neto del 12 % de las empresas manifestaron que habían subido los tipos de interés bancarios, frente a un porcentaje neto del 2 % en el trimestre anterior. Las grandes empresas y las pequeñas y medianas empresas (pymes) indicaron percepciones similares con respecto al aumento de los tipos de interés. Las empresas también señalaron un endurecimiento neto adicional de otras condiciones del crédito, en particular de otros costes de financiación como gastos y comisiones, y las garantías requeridas.

**Las empresas señalaron un incremento modesto de sus necesidades de préstamos bancarios, así como su percepción de ligero descenso de la disponibilidad (gráfico 20).** En el cuarto trimestre de 2025, las empresas indicaron que habían aumentado levemente las necesidades de préstamos bancarios (un porcentaje neto del 3 % en comparación con el 0 % en el trimestre anterior). Este aumento estuvo determinado por las grandes empresas, mientras que las pymes declararon que las necesidades prácticamente no habían cambiado. El porcentaje neto de empresas que señalaron una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios fue del 2 % frente al 1 % en el trimestre anterior, y esta tendencia se observó tanto en las pymes como en las grandes empresas. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios —un índice que capta la diferencia entre las necesidades y la disponibilidad de estos préstamos— se amplió hasta un porcentaje neto del 3 % (frente al 1 % en el trimestre precedente). De cara al futuro, las empresas esperan que la disponibilidad de financiación externa apenas registre cambios en los tres meses siguientes, igual que en el trimestre anterior.

## Gráfico 20

Variación de las necesidades de préstamos de las empresas de la zona del euro, disponibilidad actual y esperada de préstamos bancarios y brecha de financiación

(porcentaje neto de encuestados)



Fuentes: BCE (SAFE) y cálculos del BCE.

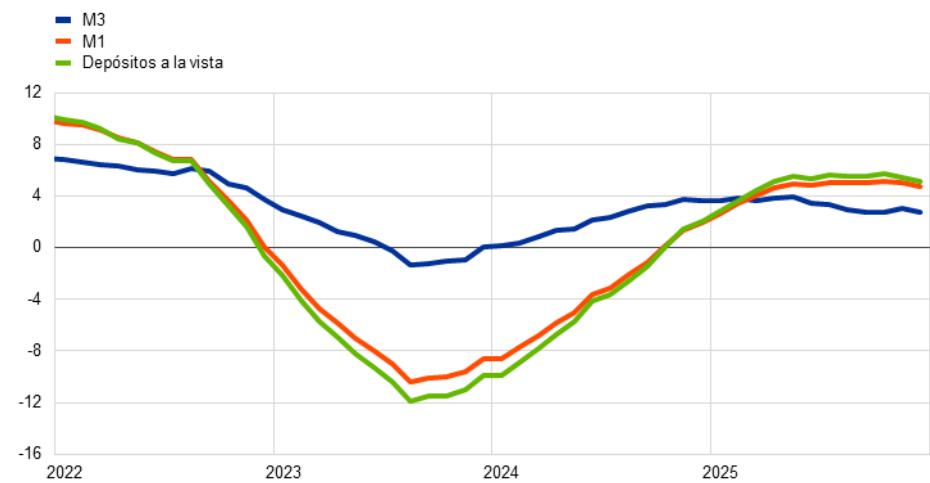
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (o necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (-1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (-0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Las cifras se refieren a las ediciones 30 a 37 de la encuesta SAFE (entre enero-marzo de 2024 y octubre-diciembre de 2025).

**La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se redujo en diciembre y se mantuvo muy por debajo de las medias históricas (gráfico 21).** Disminuyó hasta el 2,8 % en diciembre tras un repunte del 3 % en noviembre, como consecuencia de la persistencia del modesto ritmo de avance de M3 observado durante 2025 y permaneció muy por debajo de la media de largo plazo del 6,1 %. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1), que incluye los componentes más líquidos de M3, descendió hasta el 4,7 % en diciembre, desde el 5 % registrado en noviembre. El avance de M1 siguió estando impulsado por los depósitos a la vista, lo que refleja la marcada preferencia de las empresas y los hogares por los activos líquidos. En cuanto a las contrapartidas, los componentes que más contribuyeron a la creación de dinero en diciembre fueron los préstamos a hogares y a empresas y, en menor medida, las entradas monetarias netas del exterior, que se han vuelto más volátiles recientemente y parecen haber perdido fuerza en comparación con 2024. Las compras de deuda pública a más largo plazo por parte de las entidades de crédito, así como la contracción continuada del balance del Eurosystema —con una reducción pasiva de la cartera del programa de compras de activos y el programa de compras de emergencia frente a la pandemia—, siguieron lastrando el crecimiento de M3.

## Gráfico 21

### M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

## 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.

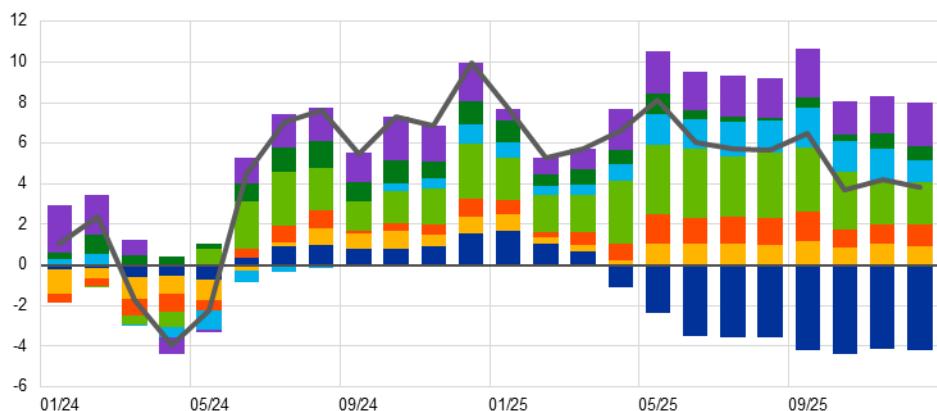
## Gráfico A

### Exportaciones nominales de China

#### a) Tasa de crecimiento interanual

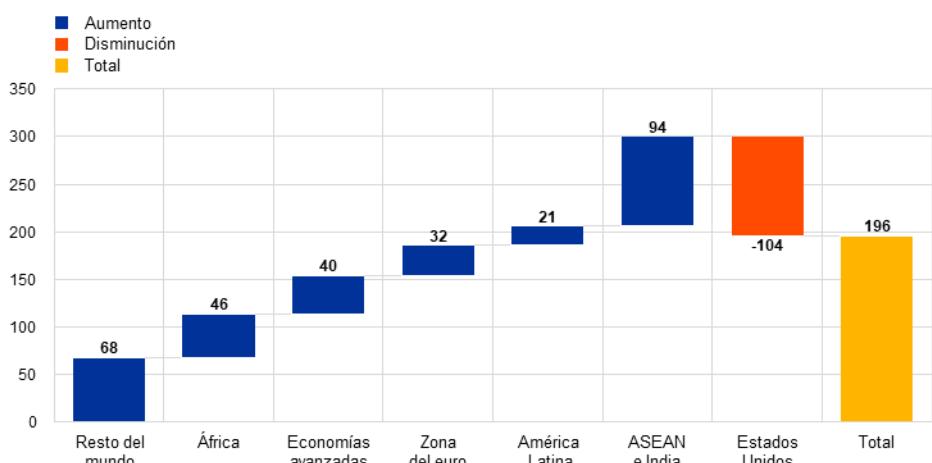
(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)

- 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 destinos<sup>1</sup>. El modelo se estima utilizando datos sobre las importaciones mundiales de bienes chinos durante el período comprendido entre enero y septiembre de 2025<sup>2</sup>.

**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 2025<sup>3</sup>. 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.

---

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> 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  $\Delta$  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  $\gamma_{it}$ , efectos fijos país-producto  $\gamma_{ip}$  y efectos fijos sectoriales  $\gamma_s$ , que controlan por las perturbaciones agregadas, las tendencias específicas de productos y las perturbaciones sectoriales globales, respectivamente.

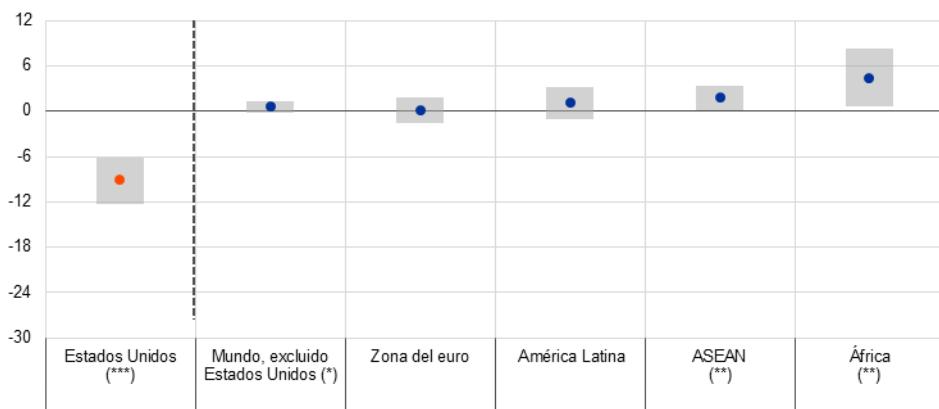
<sup>3</sup> Las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se intensificaron de forma acusada a principios de 2025. El país norteamericano impuso subidas arancelarias del 10 % a todos los bienes chinos en febrero y marzo, seguidas de nuevos aumentos que culminaron en un tipo arancelario máximo 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

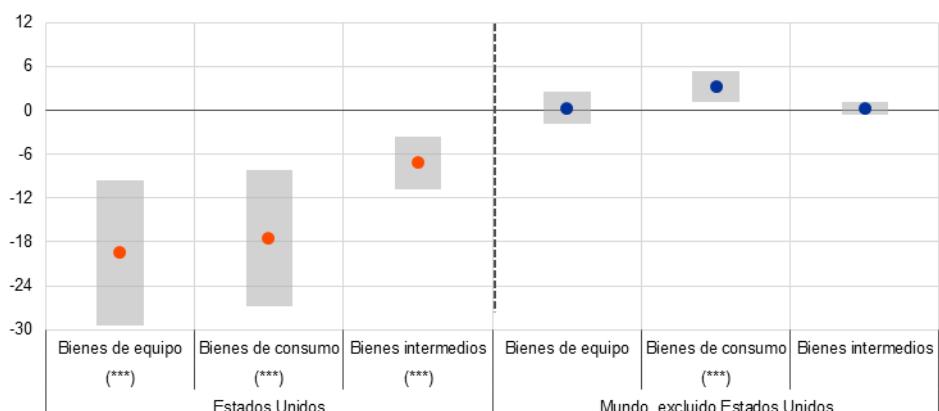
#### a) Por destino

(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

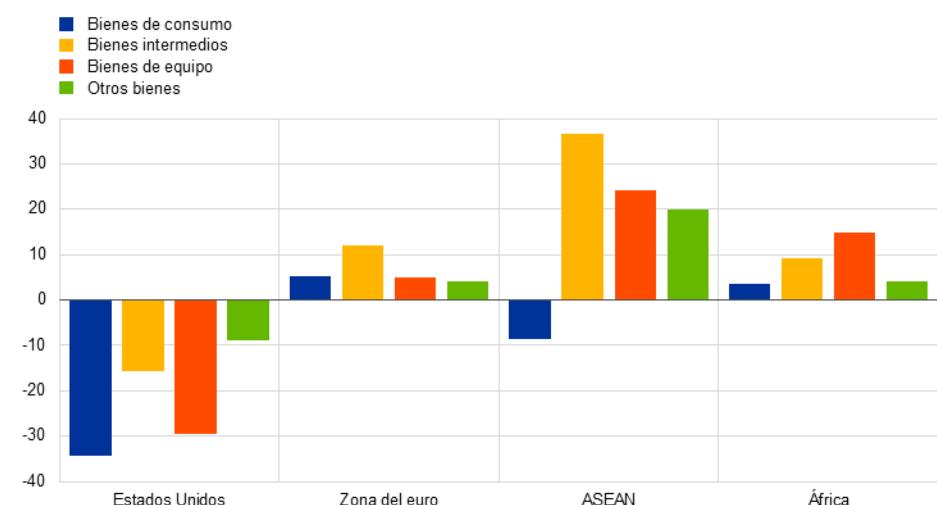
acusado crecimiento de las exportaciones reales de China a países de la ASEAN, acompañado de una caída de los valores unitarios en la mayoría de los sectores, un patrón coherente con una mayor integración de los insumos intermedios de menor valor en las cadenas de producción regionales (panel b del gráfico 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

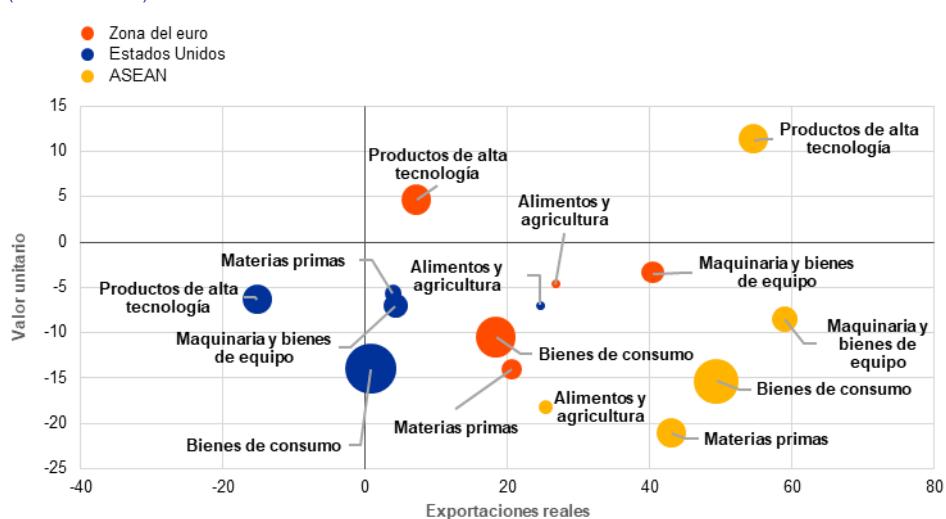
#### a) Por categoría

(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 Estado<sup>4</sup>. 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.

<sup>4</sup> 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)<sup>1</sup>. 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.

---

<sup>1</sup> 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.

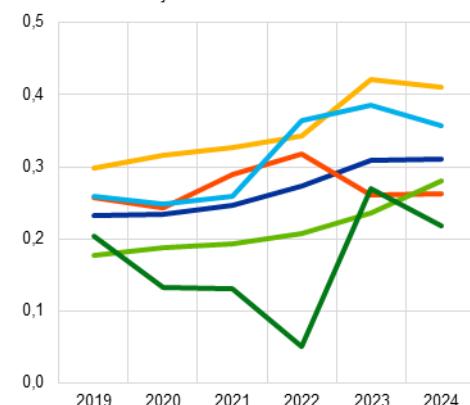
## Gráfico A

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

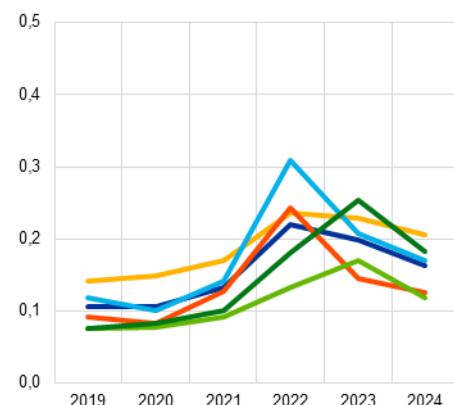
(euro/kWh)

#### 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 impuestos<sup>2</sup>. 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).

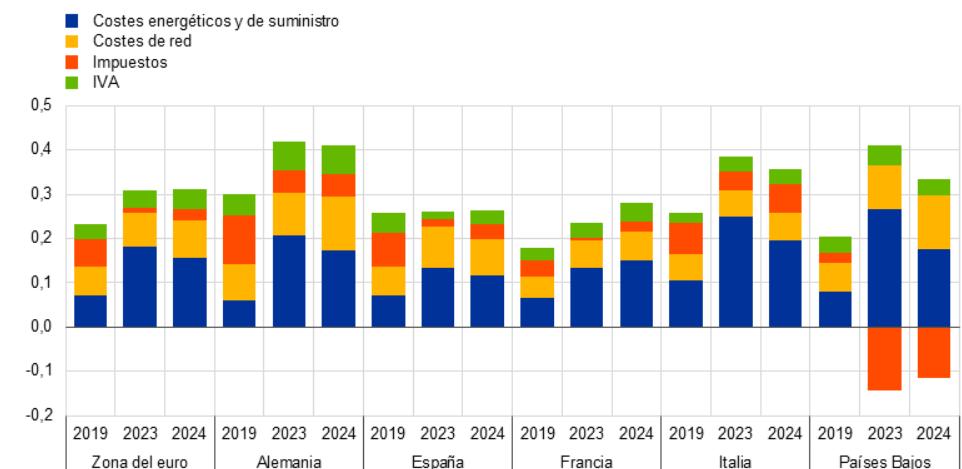
<sup>2</sup> Para más detalles, véanse Heussaff *et al.* (2024) y Kuik *et al.* (2022).

## Gráfico B

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

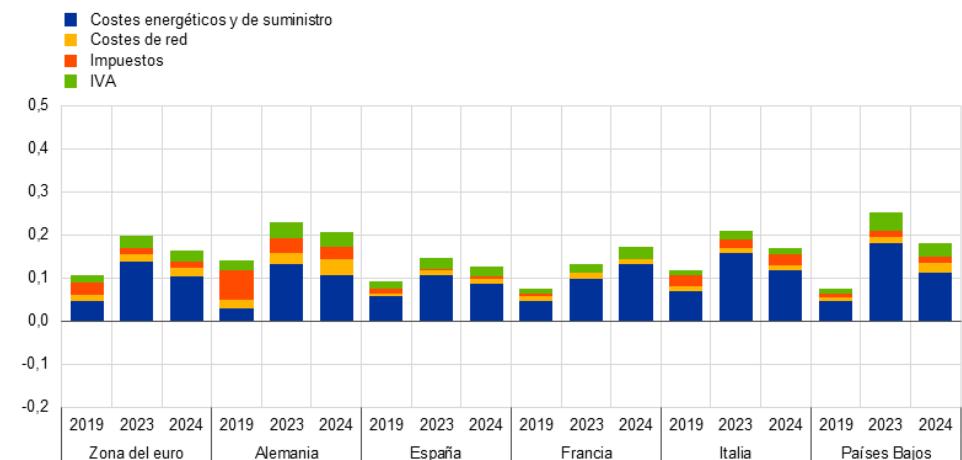
#### a) Hogares

(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 países<sup>3</sup>.

**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 empresas<sup>4</sup>.

**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 %<sup>5</sup>.

---

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

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

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

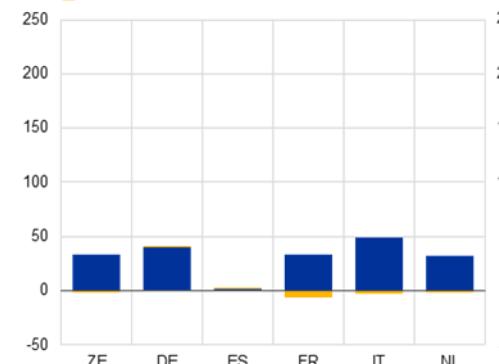
### Gráfico C

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

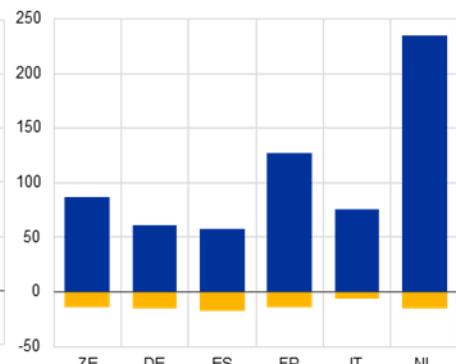
(tasas de variación entre 2019 y 2023)

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)<sup>6</sup>. 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%<sup>7</sup>. 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.

<sup>6</sup> 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.

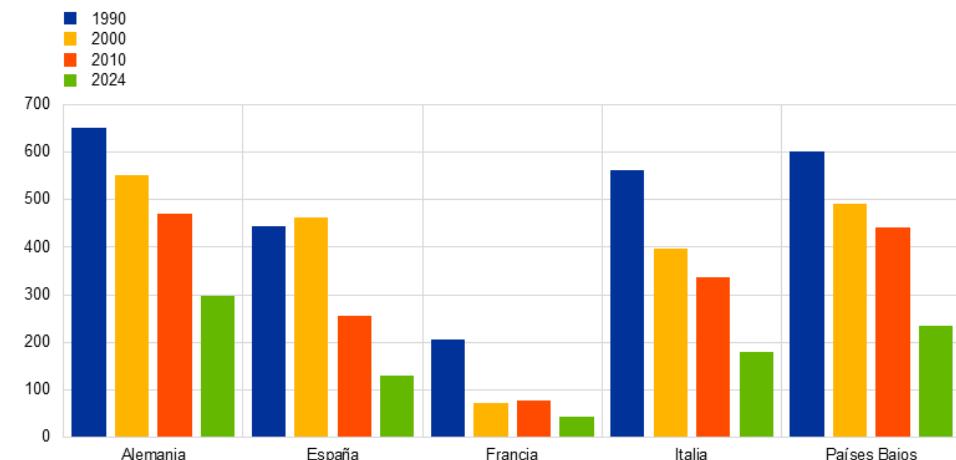
<sup>7</sup> Véase Kuik *et al.* (2022) para un análisis de la contribución de los precios del gas y del RCDE a los precios de la electricidad.

## 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

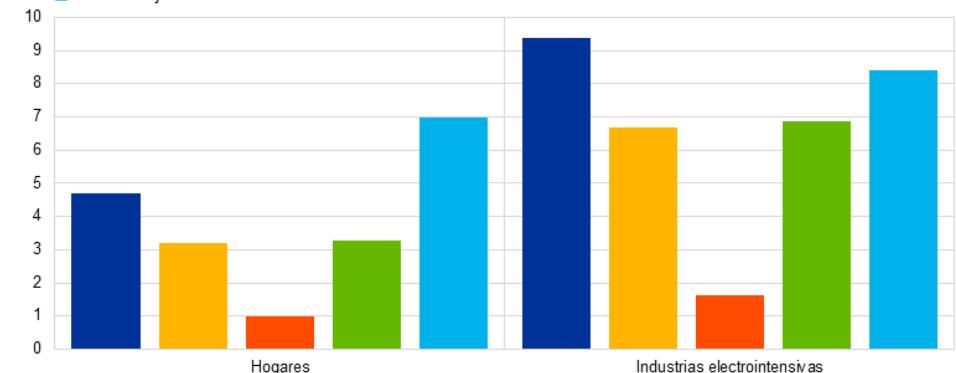
(gCO<sub>2</sub>e/kWh)



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

(en porcentajes)

Legend: Alemania (dark blue), España (yellow), Francia (orange), Italia (green), Países Bajos (cyan)



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 CO<sub>2</sub>), multiplicándolos por el volumen de emisiones de gases de efecto invernadero por kWh 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 elevados<sup>8</sup>. Otros factores que contribuyen a las divergencias

<sup>8</sup> 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 europeas<sup>9</sup>. 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.

<sup>9</sup> 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 individual<sup>1</sup>. 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 tiempo<sup>2</sup>. 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 hogares<sup>3</sup>.

**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

<sup>1</sup> 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).

<sup>2</sup> 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».

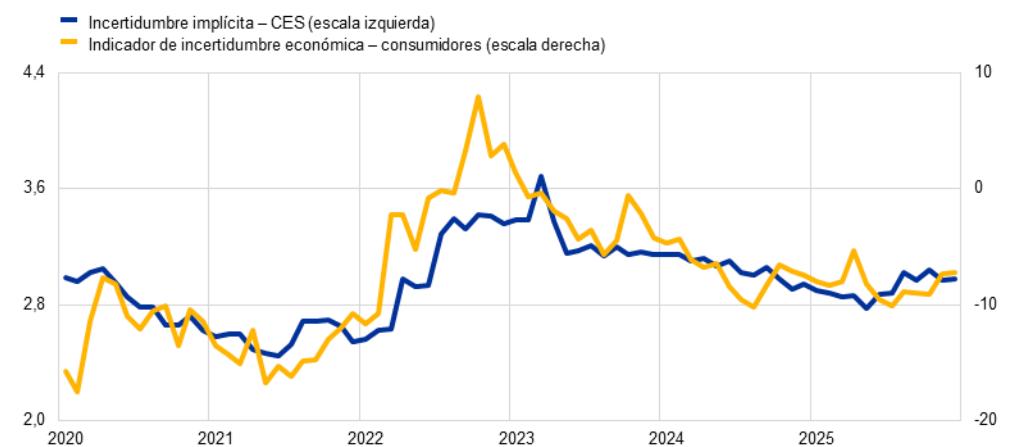
<sup>3</sup> La pregunta se planteó en las ediciones de la CES de agosto y noviembre de 2025 y refleja la formulación utilizada en la encuesta a los consumidores de la Comisión Europea que forma parte de su programa de encuestas a empresas y consumidores (BCS, por sus siglas en inglés) (véase también 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 restricciones<sup>4</sup>. 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 hogares<sup>5</sup>. 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).

<sup>4</sup> 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.

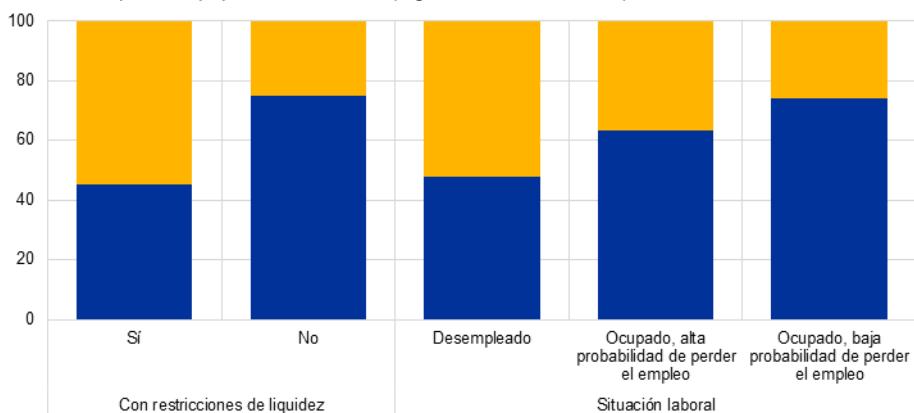
<sup>5</sup> Para conocer más evidencia empírica sobre la relación entre el comportamiento del mercado de trabajo y la incertidumbre acerca la renta a lo largo del ciclo económico de la zona del euro, véase Dossche y Hartwig (2019).

## 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.

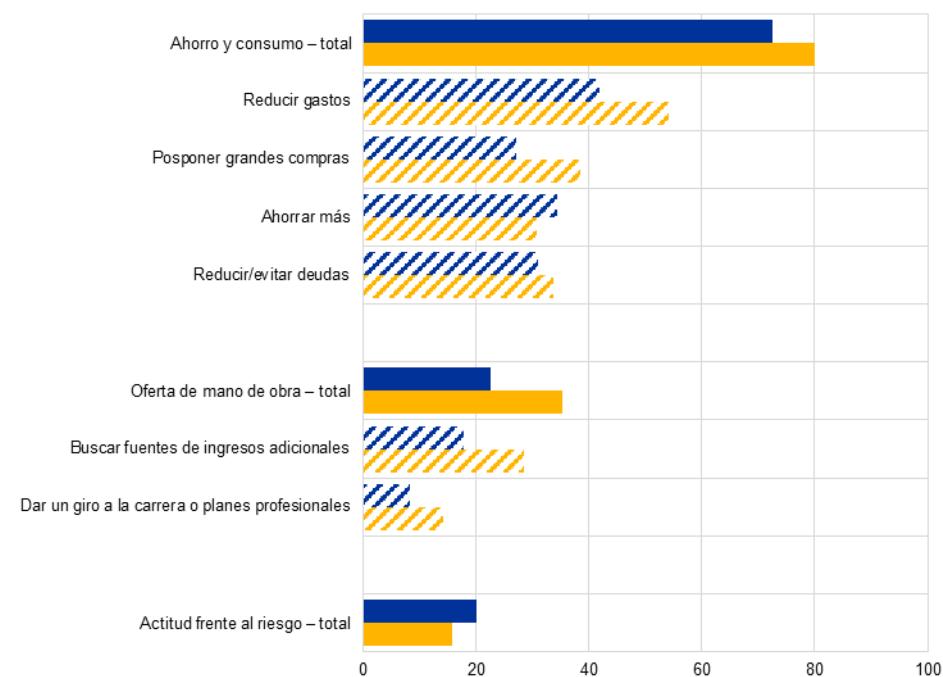
**Es más probable que los hogares con más incertidumbre planeen reducir su consumo o ajustar su oferta de mano de obra (gráfico C).** A la pregunta de qué decisiones considerarían cambiar debido a las dificultades para predecir su situación financiera futura, un porcentaje más elevado de hogares con 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.

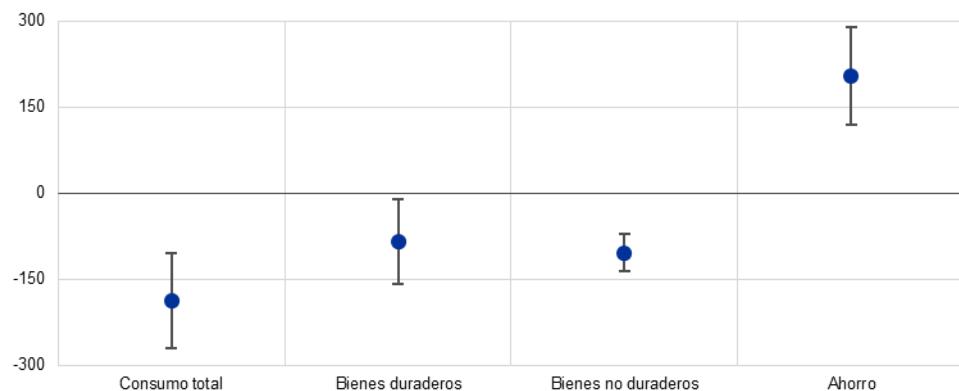
Notas: Los porcentajes correspondientes a las categorías «– total» (barras horizontales sólidas) se calculan contabilizando (solo una vez) a los encuestados que seleccionaron al menos una de las opciones de respuesta incluidas en esa categoría (barras horizontales discontinuas). Datos obtenidos de la 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 euro<sup>6</sup>.

### 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.

<sup>6</sup> 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 aumentó<sup>1</sup>. 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 plazo<sup>2</sup>.

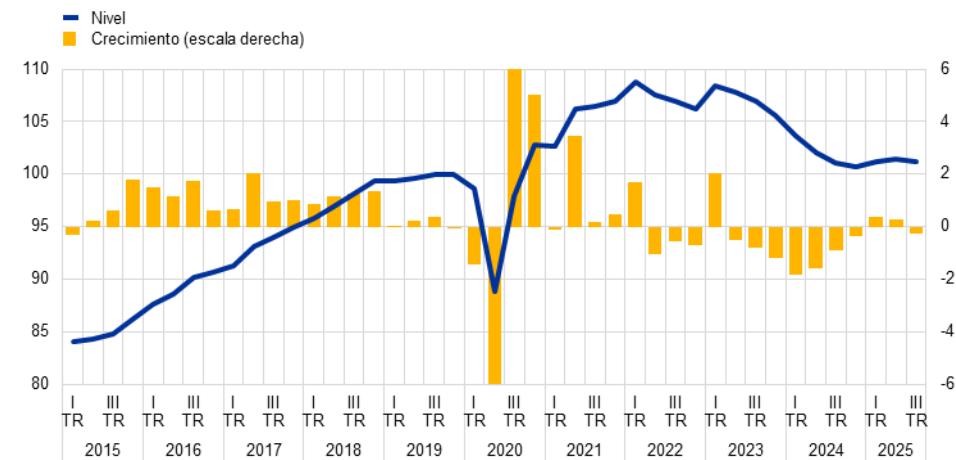
<sup>1</sup> En comparación con el nivel observado en el primer trimestre de 2022, en el tercer trimestre de 2025, la inversión en vivienda se situaba aproximadamente un 18 % por debajo de esa cota en Alemania y un 13 % por debajo en Francia, mientras que había aumentado alrededor de un 13 % en Italia y un 10 % en España. La evolución en Italia se vio muy influida 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).

<sup>2</sup> 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 económico<sup>3</sup>. 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 interés<sup>4</sup>. 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.

<sup>3</sup> 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).

<sup>4</sup> 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)<sup>5</sup>. 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 sólido<sup>6</sup>.

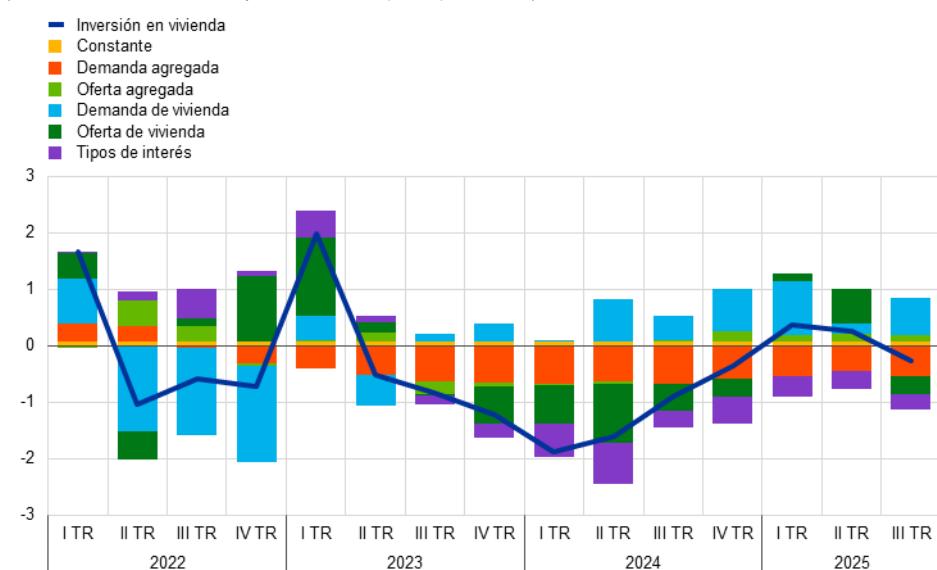
<sup>5</sup> Para consultar evidencia de los efectos de la pandemia en la demanda de vivienda, véase, por ejemplo, Richard (2025).

<sup>6</sup> 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.

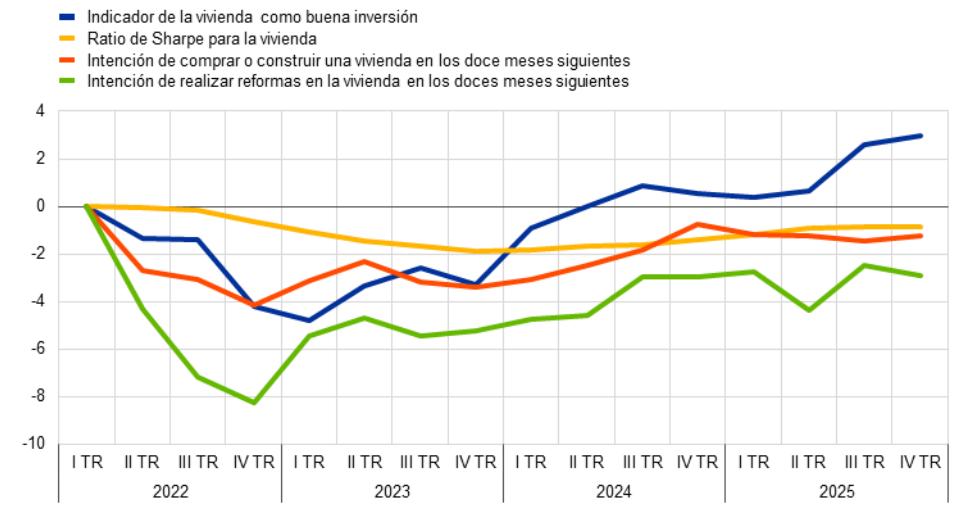
**De cara al futuro, se espera que el impulso al alza de la inversión en vivienda pase a ser más sostenido.** Es probable que la inversión residencial crezca a medida que siga fortaleciéndose la demanda de vivienda, mejore el crecimiento económico general y se transmitan los efectos de la anterior relajación 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 residenciales<sup>7</sup>. 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.

<sup>7</sup> 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 2026<sup>1</sup>.

**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.

---

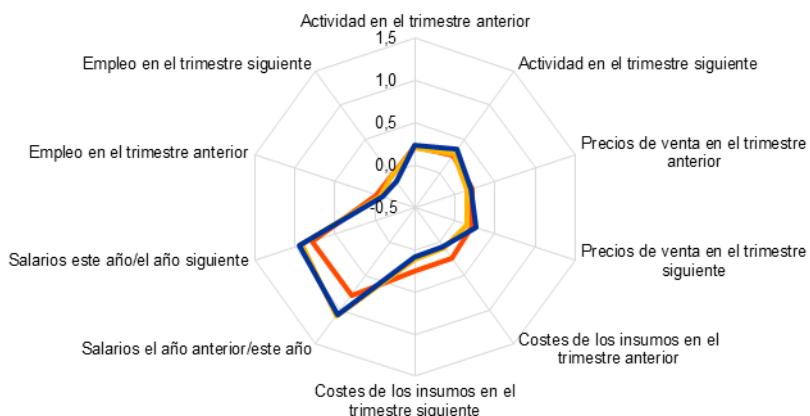
<sup>1</sup> Para información más detallada sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase Elding, Morris y Slavík (2021).

## 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.

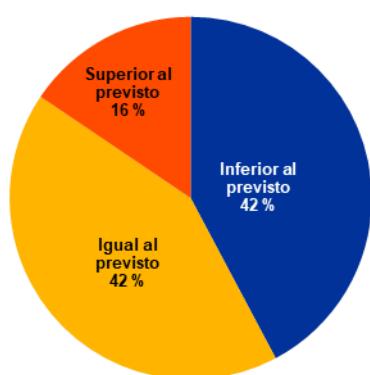
**La mayoría indicó que el impacto de los aumentos de los aranceles estadounidenses en 2025 había sido igual o inferior al previsto.**

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.

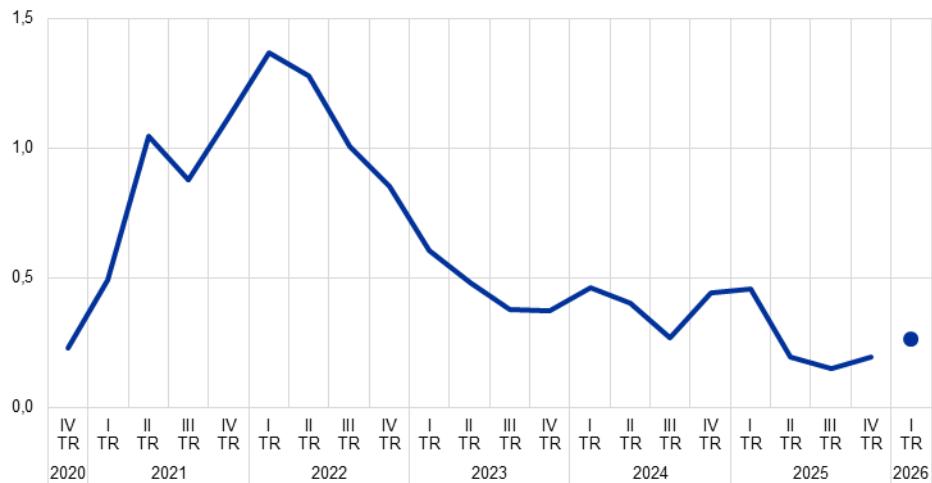
**Las perspectivas de empleo mantuvieron su atonía en un entorno en el que se prestaba especial atención a la reducción de costes y a la creciente optimización de los procesos de trabajo mediante la IA.** Las empresas que operan en subsectores de la rama manufacturera, particularmente en las industrias 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.

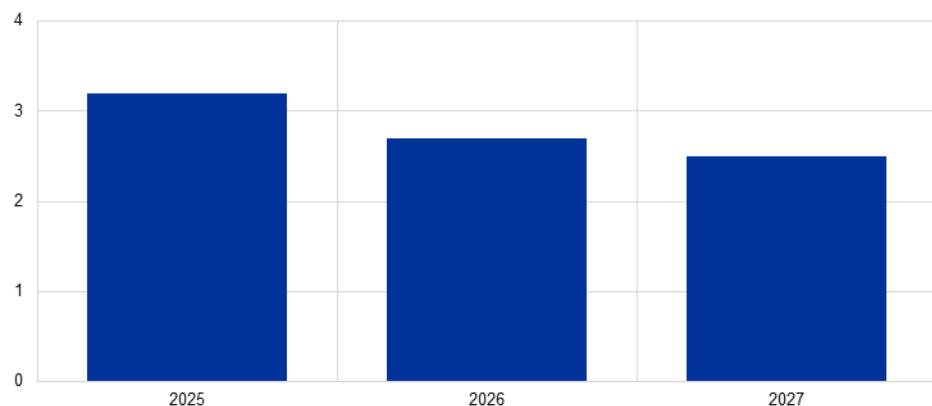
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde -2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento significativo). 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

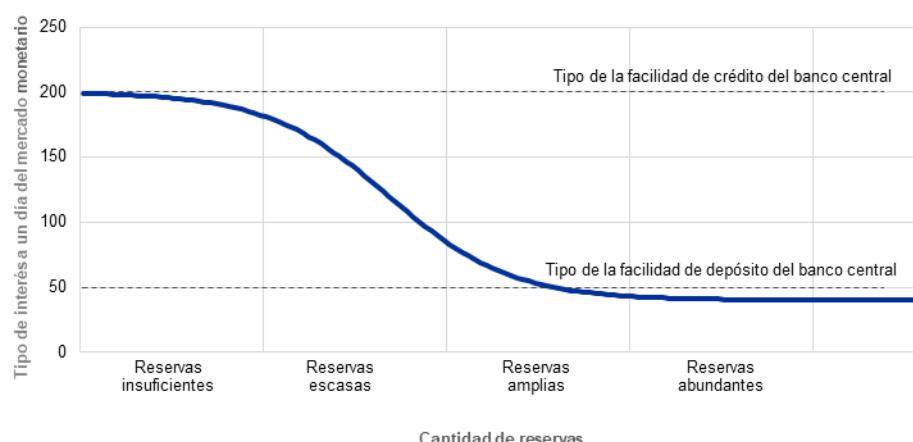
Flavia Ungarelli y Thomas Kostka

**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 garantizado<sup>1</sup> 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.

---

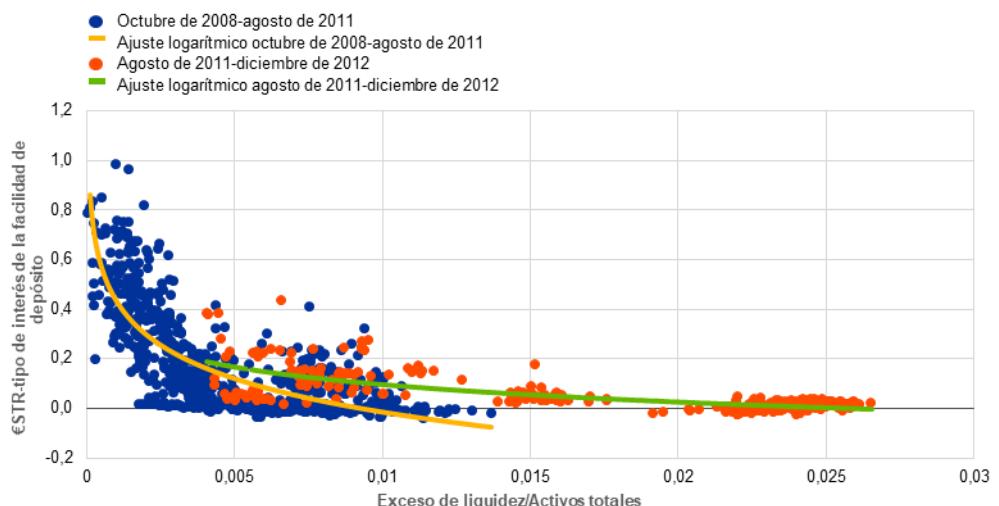
<sup>1</sup> Véase Afonso *et al.* (2025). Sobre la base de su metodología, el [sitio web](#) del FRBNY publica actualizaciones frecuentes de la elasticidad del diferencial entre el tipo de los fondos federales (no garantizado) y el tipo de interés del exceso de reservas con respecto a las variaciones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

## Gráfico B

### Desplazamientos de la curva de demanda de reservas

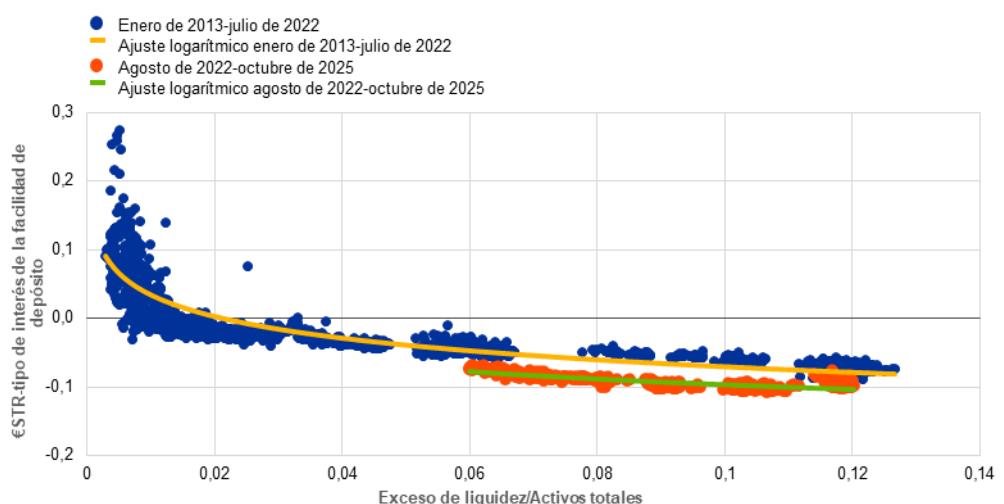
#### a) Desplazamiento horizontal en torno a agosto de 2011

(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.

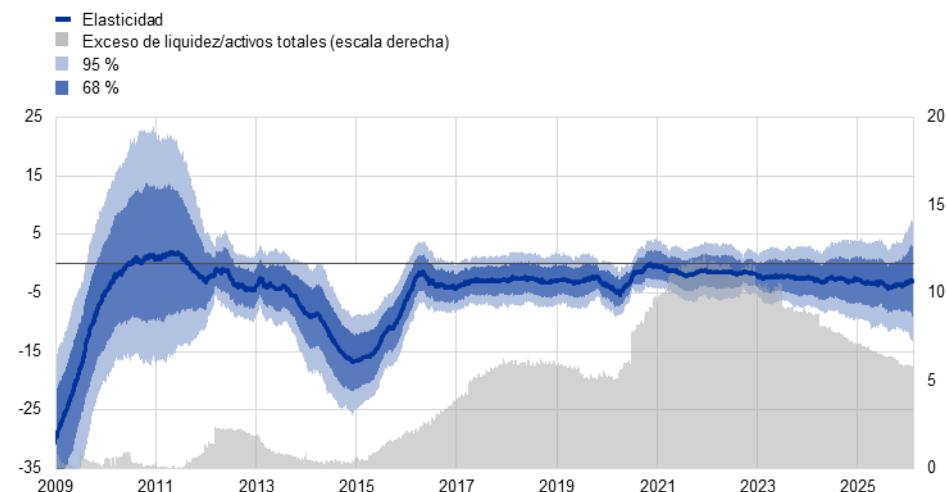
**En la actualidad no se dispone de evidencia estadísticamente significativa de que haya aumentado la sensibilidad de los tipos de interés a las condiciones de liquidez en la zona del euro.** En el panel a del gráfico C se muestra la elasticidad estimada del diferencial entre el €STR y el tipo de interés 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

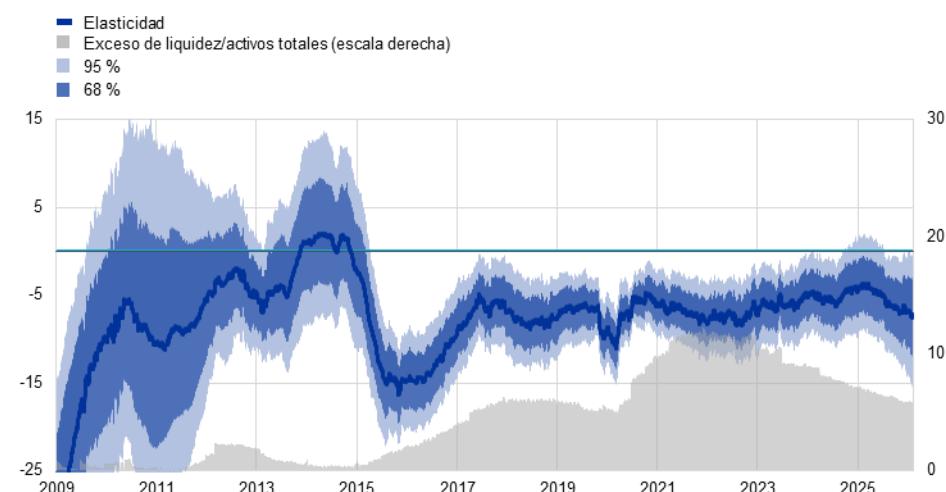
#### a) Diferencial entre el €STR y el tipo de interés de la facilidad de depósito

(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 creciendo<sup>2</sup>. 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 factores<sup>3</sup>. 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 reservas<sup>4</sup>. 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.

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

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.

# Artículo

## 1 Superar los obstáculos estructurales a la transición ecológica

Miles Parker y Susana Párraga Rodríguez

**El impacto del cambio climático es cada vez más evidente en Europa, lo que subraya la necesidad imperiosa de alcanzar el objetivo de cero emisiones netas de carbono.** Las temperaturas globales siguen aumentando, y 2024 fue el primer año en el que se superaron en 1,5 °C los niveles preindustriales (Organización Meteorológica Mundial, 2025). Desde 1980, los cuatro años con mayores daños físicos (en términos reales) causados por fenómenos meteorológicos y climáticos extremos en Europa fueron 2021, 2022, 2023 y 2024 (Agencia Europea de Medio Ambiente, 2025). Estos fenómenos también se han dejado sentir en la inflación, sobre todo en los precios de los alimentos. Por ejemplo, como consecuencia de las graves sequías registradas en España e Italia, en enero de 2024 los precios del aceite de oliva se situaban un 50 % por encima de los observados un año antes (Kotz *et al.*, 2025).

**Aunque se han logrado avances importantes, es necesario realizar mayores esfuerzos para cumplir el compromiso de la UE de alcanzar el objetivo de cero emisiones netas de carbono en 2050.** Entre 1990 y 2024, las emisiones de carbono de la UE disminuyeron un 37 % (panel a del gráfico 1). Según la Agencia Europea de Medio Ambiente, las políticas actuales llevarían a un descenso del 47 % para 2030 con respecto a 1990. Es probable que la inclusión de las políticas y medidas adicionales previstas por los Estados miembros reduzca las emisiones a niveles próximos al objetivo intermedio de una disminución del 55 %. No obstante, se requieren más medidas para cumplir el compromiso de cero emisiones netas en 2050 (Aguilar García *et al.*, 2025). Será necesario intensificar los esfuerzos en los sectores de transporte y de suministro de energía en la UE, ya que, en su conjunto, generan más de la mitad de las emisiones totales (panel b del gráfico 1).

## Gráfico 1

### Evolución de las emisiones de carbono en la UE

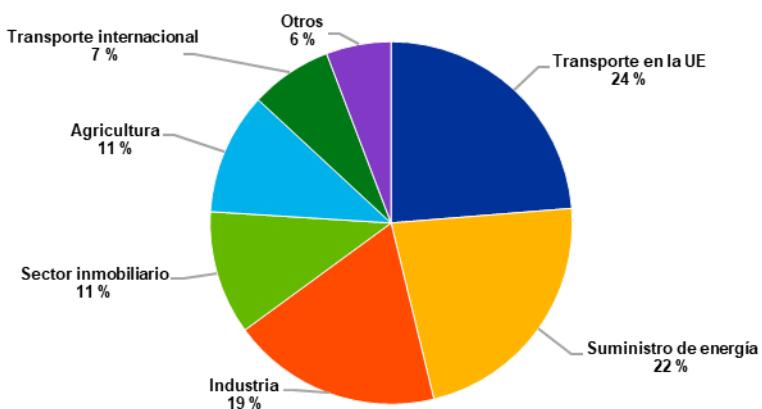
#### a) Emisiones netas totales de carbono

(Mt de CO<sub>2</sub> equivalente)

- Emisiones netas de GEI
- Proyecciones basadas en «medidas existentes»



#### b) Emisiones brutas en la UE en 2023, por sectores



Fuente: Agencia Europea de Medio Ambiente.

Notas: Las últimas observaciones de emisiones netas totales de carbono corresponden a 2024. Las emisiones netas de carbono se refieren a las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) expresadas en millones de toneladas de equivalente de dióxido de carbono (Mt de CO<sub>2</sub> equivalente), una vez descontado el sumidero de carbono del sector del uso de la tierra, el cambio de uso de la tierra y la silvicultura (UTCUTS). Los datos incluyen el transporte aéreo y marítimo internacional cubierto por la legislación climática de la UE. La trayectoria futura de las emisiones ha sido calculada por la Agencia Europea de Medio Ambiente sobre la base de las proyecciones de emisiones de GEI de los Estados miembros para 2025. Las contribuciones negativas del sector UTCUTS no se incluyen en las emisiones brutas por sector, pero compensaron en torno al 6 % de las emisiones brutas totales en 2023.

**En este artículo se analizan los múltiples obstáculos que dificultan los procesos de innovación y de adopción y difusión tecnológicas que son esenciales para la transición ecológica en Europa.** Esta transición implica sustituir el capital y los procesos económicos dependientes del carbono por equivalentes libres de carbono. Para ello es necesario desarrollar nuevas tecnologías y que se adopten de forma generalizada, lo que a su vez requiere la reasignación de capital y de trabajadores en las empresas, entre empresas del mismo sector y entre sectores. En un análisis reciente del BCE se estima que, para culminar eficazmente la transición ecológica, Europa tendrá que movilizar sustanciales inversiones adicionales de entre el 2,7 % y el 3,7 % del PIB de la UE al año hasta 2030 (Nerlich *et al.*, 2025).

**Varios fallos de mercado interrelacionados y obstáculos estructurales están dificultando la transición, lo que hace necesario reforzar las políticas públicas.** Entre ellos cabe mencionar fallos de mercado como las externalidades ambientales negativas, una competencia imperfecta y las externalidades derivadas del conocimiento (*knowledge spillovers*), así como un marco regulatorio complejo, fragmentado e incierto; la falta de suficientes infraestructuras y conocimientos técnicos para adaptar los procesos productivos; una inversión insuficiente en investigación y desarrollo (I+D); las restricciones de financiación, y unos mercados de capital riesgo infradesarrollados. Los impuestos al carbono se consideran de forma generalizada el mejor instrumento para internalizar costes medioambientales, pero por sí solos no permiten superar todos los obstáculos a la transición ecológica (Acemoglu *et al.*, 2012; Aghion *et al.*, 2019). La fijación de precios del carbono deberá complementarse con inversiones a gran escala, subvenciones específicas para I+D «verde» y políticas estructurales de carácter integral (Andersson *et al.*, 2025; Nerlich *et al.*, 2025; Benatti *et al.*, 2024).

**Si se abordan estos obstáculos estructurales, es probable que se generen beneficios económicos más amplios, ya que muchos de ellos afectan también a la innovación y la difusión de tecnologías no relacionadas con la transición ecológica.** Como se señalaba en el informe Draghi (Draghi, 2024), estas debilidades estructurales lastran la competitividad de la UE y su capacidad para innovar en nuevas tecnologías. Además, como ha indicado recientemente la presidenta del BCE, Christine Lagarde, las energías renovables son la vía más evidente para minimizar las fricciones entre los objetivos de seguridad, sostenibilidad y asequibilidad de la política energética europea (Lagarde, 2025).

## Conclusiones

**La transición ecológica requiere una amplia combinación de políticas que aúne una fijación eficaz de los precios del carbono y el refuerzo de las políticas estructurales.** La fortaleza del ecosistema de investigación y de la capacidad de innovación de la UE proporciona unos cimientos sólidos, pero los persistentes obstáculos en términos de financiación, normativa, capacidades técnicas e infraestructuras impiden avanzar con suficiente rapidez hacia la transición ecológica. Si no se hace frente a estos obstáculos, el compromiso de la UE de lograr el objetivo de cero emisiones netas en 2050 se verá amenazado.

**La fijación generalizada de los precios del carbono a través del régimen de comercio de derechos de emisión sigue siendo el eje central de la política para internalizar las externalidades medioambientales del uso del carbono, pero se requieren políticas adicionales para abordar otros obstáculos.** Las políticas estructurales que mejoran el entorno empresarial, facilitan la reasignación de recursos y estimulan la competencia y el emprendimiento, al tiempo que resuelven parte de la incertidumbre regulatoria existente, pueden acelerar la aparición y la difusión de tecnologías limpias. Las restricciones regulatorias se mencionan como un obstáculo para las inversiones verdes con más frecuencia que para otros tipos de inversión. Simplificar la normativa, en particular para agilizar sustancialmente el

proceso de concesión de permisos, puede ayudar a las empresas a realizar las inversiones necesarias para descarbonizar sus procesos productivos.

**Asimismo, es probable que estas medidas generen beneficios económicos más amplios, dado que muchos de los cuellos de botella estructurales que dificultan la transición ecológica también lastran la productividad, la competitividad y la capacidad para innovar de Europa a largo plazo.** En consecuencia, muchas de estas reformas también impulsarán la innovación y la adopción de otras tecnologías, como la digitalización. Al elevar el potencial de crecimiento y la productividad a largo plazo, estas políticas pueden crear también margen de maniobra fiscal para apoyar las inversiones verdes del sector público o mitigar los costes sociales de la transición.

**Con todo, aunque es necesario simplificar algunas normas con el fin de reducir costes, revertir o retrasar la aplicación de las políticas medioambientales existentes para cumplir los objetivos climáticos de la UE puede ser perjudicial.** Tanto los estudios académicos como las declaraciones de las empresas en sus presentaciones de resultados (*earning calls*) ponen en evidencia que la incertidumbre sobre la regulación climática representa un obstáculo importante para la innovación y las inversiones verdes.

**De cara al futuro, el esfuerzo que se necesita realizar en el ámbito de las políticas para impulsar la transición ecológica debería considerarse no solo una necesidad medioambiental, sino también una estrategia económica.** Fortalecer el ecosistema de innovación de la UE, potenciar las tecnologías limpias y reducir la fragmentación regulatoria contribuirían a garantizar la resiliencia energética de Europa, a reforzar la competitividad industrial y a limitar la exposición de los hogares y las empresas europeas a los mercados de combustibles fósiles, que se caracterizan por ser volátiles. Si la UE aborda estos obstáculos estructurales ahora, podrá situarse en una senda más firme hacia un modelo económico sostenible y más dinámico.

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

© Banco Central Europeo, 2026

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania  
Teléfono: +49 69 1344 0  
Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

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

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

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 4 de febrero de 2026.

PDF ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-26-057-ES-N (edición electrónica).