



BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

# Boletín Económico

Número 3/2026



# Índice

<b>Evolución económica, financiera y monetaria</b>	<b>2</b>
Resumen	2
1 Entorno exterior	7
2 Actividad económica	13
3 Precios y costes	23
4 Evolución de los mercados financieros	31
5 Condiciones de financiación y evolución del crédito	35
<b>Recuadros</b>	<b>44</b>
1 Análisis de la integración transfronteriza de los mercados de renta variable en la zona del euro: evidencia obtenida de un modelo de gravedad	44
2 El impacto del auge industrial de China en la zona del euro	51
3 Dispersión del crecimiento del PIB real entre los países de la zona del euro: evolución y determinantes	59
4 Ahorra tu energía: cómo podría afectar la guerra en Oriente Próximo al ahorro de los hogares y a la economía	65
5 ¿Qué factores explican las tendencias del empleo entre los trabajadores de mayor edad?	72
6 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras	77
7 Novedades en el IAPC: actualización de la clasificación en 2026 y sus implicaciones para el análisis de la inflación	83
<b>Artículos</b>	<b>90</b>
1 Aranceles e inversión extranjera directa: una relación con matices	90
2 Determinantes de la población activa en la zona del euro	93

# Evolución económica, financiera y monetaria

## Resumen

En su reunión del 30 de abril de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Si bien la información más reciente ha sido en general coherente con su anterior valoración sobre las perspectivas de inflación, los riesgos al alza para la inflación y los riesgos a la baja para el crecimiento se han intensificado. El Consejo de Gobierno se ha comprometido a fijar su política monetaria de manera que se asegure que la inflación se estabilice en el objetivo del 2 % a medio plazo.

La guerra en Oriente Próximo ha dado lugar a un acusado incremento de los precios de la energía, impulsando la inflación y afectando al clima económico. Las implicaciones de la guerra para la inflación a medio plazo y para la actividad económica dependerán de la intensidad y la duración de la perturbación de los precios energéticos y de la magnitud de sus efectos indirectos y de segunda vuelta. Cuanto más tiempo dure la guerra y los precios de la energía se mantengan en niveles elevados, más fuerte será el probable impacto en la inflación general y en la economía.

El Consejo de Gobierno sigue estando en una buena posición para navegar la actual incertidumbre. La zona del euro ha entrado en este período de escalada de precios energéticos con la inflación situada en niveles cercanos al objetivo del 2 %, y la economía ha mostrado capacidad de resistencia en los últimos trimestres. Las expectativas de inflación a más largo plazo siguen estando firmemente ancladas, aunque en horizontes temporales más cortos han aumentado significativamente.

El Consejo de Gobierno realizará un atento seguimiento de la situación y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

## Actividad económica

La economía de la zona del euro estaba mostrando cierto impulso cuando comenzó la actual turbulencia. Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, el PIB real creció un 0,1 % en el primer trimestre de 2026. La demanda interna sigue siendo el motor principal del crecimiento, respaldada por la resiliencia del mercado

de trabajo. No obstante, las perspectivas económicas son muy inciertas y dependerán de la duración de la guerra en Oriente Próximo y de la medida en la que afecte a los mercados energéticos y de otras materias primas, así como a las cadenas de suministro mundiales.

Los últimos datos sugieren que el conflicto está pesando en la actividad económica. Los resultados de las encuestas apuntan a una ralentización del crecimiento, y la confianza de los consumidores y las empresas respecto al futuro ha descendido desde el comienzo de la guerra. Los plazos de entrega más largos y los precios de los insumos más altos indican que las cadenas de suministro están bajo presión.

A más largo plazo, se prevé que los elevados costes de la energía sigan afectando a las rentas reales, haciendo que los hogares y las empresas sean más reacios a consumir e invertir. Aunque el desempleo se mantuvo en el 6,2 % en marzo de 2026, próximo a sus mínimos históricos, la demanda de mano de obra se ha enfriado en mayor medida. Al mismo tiempo, los hogares siguen beneficiándose de una sólida posición financiera, y se espera que la inversión continúe estando respaldada por un aumento del gasto público en defensa e infraestructuras, así como por un incremento de la inversión de las empresas en nuevas tecnologías digitales. Este punto de partida favorable proporciona un cierto efecto mitigador frente a las repercusiones de la guerra.

El Consejo de Gobierno subrayó la necesidad urgente de reforzar la economía de la zona del euro y mantener al mismo tiempo unas finanzas públicas saneadas. Las respuestas fiscales a la perturbación de los precios de la energía deberían ser temporales, específicas y adaptadas. Las reformas dirigidas a mejorar el potencial de crecimiento de la zona del euro y acelerar la transición energética para reducir su dependencia de los combustibles fósiles son ahora más esenciales que nunca. Completar la unión de ahorros e inversiones es fundamental para financiar la innovación, apoyar las transiciones verde y digital y aumentar la productividad. El euro digital y el dinero mayorista de banco central tokenizado reforzarán la autonomía estratégica, la competitividad y la integración financiera de Europa, e impulsarán la innovación en los pagos. Por tanto, es esencial adoptar rápidamente el Reglamento relativo a la instauración del euro digital. Simplificar y armonizar las normas en el conjunto del mercado único de la UE ayudará a las empresas europeas a crecer más rápido.

## Inflación

En abril de 2026, la inflación se incrementó hasta el 3 %, desde el 2,6 % y el 1,9 % de marzo y febrero, respectivamente. Este aumento ha estado impulsado por la acusada subida de los precios de la energía debida a la guerra en Oriente Próximo. La tasa de variación de los precios de la energía ascendió hasta el 10,9 %, tras el 5,1 % de marzo, y la de los precios de los alimentos aumentó hasta situarse en el 2,5 %. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, descendió hasta el 2,2 %, desde el 2,3 % observado en marzo, lo que refleja una caída en la inflación de los

servicios, que bajó hasta el 3 %, desde el 3,2 % de marzo. La inflación de los bienes aumentó hasta el 0,8 %, desde el 0,5 % registrado en marzo.

Los indicadores de la inflación subyacente han variado poco en los últimos meses. Por el momento, el indicador del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales siguen apuntando a una moderación de los costes salariales en 2026. Al mismo tiempo, los resultados de las encuestas indican un aumento en otros componentes de costes y en las expectativas de precios de venta. Las expectativas de inflación han aumentado considerablemente en horizontes más cortos. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en niveles próximos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo a medio plazo.

La subida de los precios de la energía hará que la inflación se mantenga muy por encima del 2 % a corto plazo. A medida que se alarga el período de altos precios de la energía, se intensifica el probable impacto en la inflación general a través de sus efectos indirectos y de segunda vuelta. Por tanto, el Consejo de Gobierno vigilará de cerca la magnitud y persistencia de este aumento de los precios de la energía y su impacto en la formación de precios y salarios, en las expectativas de inflación y en la dinámica económica general.

## Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento apuntan a la baja. La guerra en Oriente Próximo sigue siendo un riesgo a la baja para la economía de la zona del euro, que se suma a la volatilidad del entorno de política comercial en todo el mundo. Una alteración prolongada del suministro de energía podría hacer que los precios suban en mayor medida y durante más tiempo de lo previsto actualmente. Estos factores erosionarían las rentas y harían que las empresas y los hogares sean más reacios a invertir y gastar. El freno para el crecimiento se intensificaría si el cierre de las principales rutas marítimas produjera una escasez aguda de insumos clave que obligue a las empresas de la zona del euro a reducir la producción. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales también podría frenar adicionalmente la demanda. Nuevas fricciones en el comercio internacional podrían exacerbar las distorsiones en las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y debilitar el consumo y la inversión. Otras tensiones geopolíticas, en particular la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, continúan siendo una importante fuente de incertidumbre. En cambio, el crecimiento podría ser mayor si la economía mostrara más adaptabilidad a la disrupción causada por la guerra en Oriente Próximo o si el conflicto terminara más rápido de lo esperado actualmente. Asimismo, el gasto previsto en defensa e infraestructuras, las reformas orientadas a mejorar la productividad y la adopción de nuevas tecnologías por parte de las empresas de la zona del euro podrían impulsar el crecimiento más de lo esperado. Nuevos acuerdos comerciales y una integración más profunda del mercado único también podrían impulsar el crecimiento por encima de las expectativas actuales.

Los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza. Si los precios de la energía subieran más, y durante más tiempo, de lo previsto actualmente, la inflación de la zona del euro aumentaría adicionalmente. Este efecto podría ser más intenso y persistente si el incremento de los precios de la energía se propagara a otros precios y a los salarios en mayor medida de lo previsto, si las expectativas de inflación a más largo plazo aumentaran debido a ello, o si las cadenas de suministro globales se vieran alteradas de manera más generalizada. Las tensiones comerciales actuales también podrían dar lugar a una mayor fragmentación de las cadenas de suministro globales, restringir el abastecimiento de materias primas críticas y agudizar las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Por el contrario, la inflación podría ser más baja si los efectos económicos de la guerra en Oriente Próximo tuvieran una duración menor de la prevista actualmente, o si los efectos indirectos y de segunda vuelta fueran menos pronunciados. Un aumento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros podría afectar a la demanda y, en consecuencia, reducir también la inflación.

## Condiciones financieras y monetarias

La guerra en Oriente Próximo ha causado una importante volatilidad en los mercados financieros mundiales. Las condiciones financieras generales siguen siendo más restrictivas que antes de la guerra.

El coste de la emisión de valores de renta fija aumentó hasta el 3,9 % en marzo de 2026, desde el 3,5 % en febrero. Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas, según los datos registrados antes de la guerra, descendieron hasta el 3,5 % en febrero, mientras que los de las hipotecas se mantuvieron en el 3,4 %.

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas se elevó hasta el 3,2 % en marzo, desde el 3 % de febrero, mientras que la de las emisiones de bonos corporativos cayó hasta el 3,9 %, desde el 4,5 % en febrero. Los criterios de aprobación del crédito a empresas se endurecieron en el primer trimestre, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2026. Este endurecimiento se debió a la mayor preocupación de las entidades de crédito por los riesgos que afrontan sus clientes. La demanda de préstamos por parte de las empresas descendió levemente en el primer trimestre, especialmente para inversión en capital fijo.

Los préstamos hipotecarios aumentaron un 3 % en marzo, tras el 3,1 % de febrero, en un contexto de ligero endurecimiento de los criterios de aprobación y mantenimiento de la demanda.

## 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 medido y predecible, dado que el Eurosistema ha dejado de reinvertir el principal de los valores que van venciendo.

## Conclusiones

En su reunión del 30 de abril de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Se ha comprometido a fijar su política monetaria para asegurar que la inflación se estabilice en el 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, así como 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.

## 1 Entorno exterior

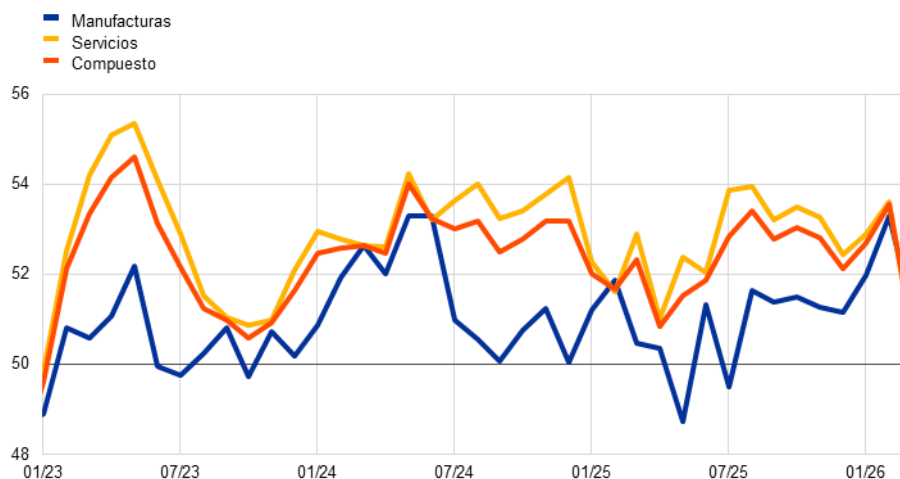
*La actividad económica mundial se ha mantenido relativamente sólida, pero está empezando a debilitarse, dado que la guerra en Oriente Próximo está lastrando los mercados energéticos, la confianza y las perspectivas de crecimiento a corto plazo. La subida de los precios del petróleo y del gas derivada de la reducción del suministro procedente del Golfo está afectando a las economías importadoras de energía, sobre todo Japón, Corea del Sur e India. La inflación global se estabilizó en febrero de 2026, pero el aumento de los precios energéticos está generando nuevas presiones al alza. El efecto directo sobre el comercio mundial, al margen del sector de la energía, ha sido limitado por el momento. Las disrupciones en el transporte marítimo de bienes no energéticos han seguido siendo reducidas, pese a las tensiones que inciden en el tránsito de energía a través del estrecho de Ormuz. Sin embargo, todavía pueden surgir efectos indirectos porque, aunque las exportaciones no energéticas provenientes del Golfo son limitadas, las perturbaciones que afectan a insumos clave como el helio y el metanol podrían repercutir en sectores como el de microchips y el aeroespacial.*

**La actividad económica mundial se ha mantenido sólida, pero muestra señales incipientes de debilitamiento.** Como la guerra en Oriente Próximo está lastrando los mercados energéticos, la confianza y las perspectivas de crecimiento a corto plazo, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad global, excluida la zona del euro, disminuyó hasta situarse en 50,9 en marzo de 2026, frente a un valor de 53,5 en febrero, pero permaneció en terreno expansivo (gráfico 1). Según este indicador de opinión, en marzo, la actividad económica se ralentizó de forma más acusada en las economías emergentes de Asia, incluida China, y en Estados Unidos. La subida de los precios de la energía también parece estar frenando el gasto en consumo y los PMI de los sectores orientados al consumo son los que muestran el mayor debilitamiento. Al mismo tiempo, las encuestas sobre la confianza de los consumidores apuntan a un descenso modesto de la confianza de los hogares, aunque mucho menos pronunciado que durante la perturbación energética de 2022. Dado que la perturbación energética continúa transmitiéndose a la economía, se espera que lastre en mayor medida la actividad económica en los próximos trimestres.

## Gráfico 1

### PMI de actividad global (excluida la zona del euro)

(Índices de difusión)



Fuentes: S&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 marzo de 2026.

### Los precios de la energía siguen siendo muy volátiles a raíz de las disrupciones en el transporte marítimo a través del estrecho de Ormuz.

Los precios del Brent se han incrementado un 9 % y han alcanzado los 120 dólares por barril debido a que el bloqueo continuado del estrecho ha aumentado la magnitud de la perturbación en la oferta de crudo. Los precios continuaron siendo muy volátiles, dado que el sentimiento del mercado fluctuó entre el optimismo por la posible reapertura del estrecho de Ormuz —en particular tras el alto el fuego acordado entre Estados Unidos e Irán a principios de abril— y el pesimismo cuando crecieron las tensiones, como las causadas por los ataques a petroleros. En general, los precios del petróleo se sitúan un 67 % por encima de los niveles anteriores al conflicto. En cambio, los precios del gas disminuyeron un 14 % tras el anuncio del alto el fuego, pero se mantienen un 47 % por encima de los observados antes del conflicto. Gran parte de este aumento, en el caso de Europa, obedece principalmente a la demanda por motivos de precaución vinculada a la preocupación por futuras perturbaciones de oferta, más que a una verdadera reducción de las importaciones reales. Prueba de ello es la desaceleración acusada de la reducción de las existencias, lo que indica que hasta la fecha se ha evitado que haya escasez. Esta resiliencia relativa refleja, en primer lugar, el impacto retardado de las disrupciones en el transporte de gas natural licuado (GNL) catari sobre las importaciones europeas y, en segundo lugar, la exposición limitada en general de Europa a las exportaciones de GNL de Oriente Próximo. También ha contribuido la menor demanda de GNL de China como consecuencia de unas temperaturas más suaves. A pesar del encarecimiento de los fertilizantes, los precios de los alimentos han permanecido bastante estables por el momento, en especial si se comparan con las presiones observadas en 2022. A diferencia de la perturbación actual, en la crisis de 2022 se produjo una perturbación energética unida a una perturbación de oferta significativa que afectó a los alimentos —debido a que Ucrania y Rusia eran importantes exportadores de cereales—, pero no ocurre lo mismo en la actualidad. Asimismo, las existencias de cereales

continúan en niveles elevados y proporcionan un colchón frente a las fluctuaciones de la oferta ante la posibilidad de que las cosechas sean menos abundantes. Los fertilizantes están también fuertemente subvencionados en muchos países, por lo que su uso final es menos sensible a las variaciones de los precios. Entretanto, los precios de los metales han subido un 7 % y las perturbaciones de oferta en Oriente Próximo presionan al alza el precio del aluminio.

**La guerra en Oriente Próximo está afectando a las economías importadoras de energía, mientras que su impacto más amplio sobre el comercio internacional ha sido limitado hasta la fecha.**

La reducción de las exportaciones energéticas procedentes del Golfo está incidiendo en los sectores intensivos en energía, y los países más expuestos son Japón, Corea del Sur e India. Aunque las reservas proporcionan un colchón a corto plazo, están apareciendo señales incipientes de tensiones, entre ellas unos plazos de entrega más largos y presiones al alza sobre los precios. En cambio, las disrupciones en el comercio de bienes no energéticos se han mantenido contenidas. El tráfico a través del estrecho de Ormuz representa solo una pequeña parte de la capacidad global de transporte marítimo, y los intercambios comerciales a través del canal de Suez ya se habían desviado en respuesta a riesgos anteriores. Como resultado, los costes de los fletes de bienes no energéticos han seguido siendo estables en general. El PMI de nuevos pedidos exteriores apunta a un dinamismo intenso del comercio a principios de 2026, pese a que la disminución observada en marzo señala una posible desaceleración. Los indicadores de existencias no muestran evidencia de acumulación y las estimaciones a corto plazo implican que el crecimiento del comercio mundial podría reducirse desde alrededor del 1,2 % en términos intertrimestrales a principios de 2026 hasta el 0,6 %, aproximadamente, en el segundo trimestre. Si bien la guerra podría afectar aún a las cadenas de suministro a través de las exportaciones de bienes no energéticos que transitan por el Golfo, la exposición sigue siendo limitada. Estas exportaciones representan menos del 1 % de las importaciones de la mayoría de las economías y en torno al 1 % del comercio internacional, lo que sugiere un impacto menor que en disrupciones experimentadas anteriormente en el este de Asia. Los riesgos están concentrados en productos específicos como el helio y el metanol (de los que los países del Golfo tienen importantes cuotas de mercado), con posibles efectos indirectos para sectores específicos como el de microchips y el aeroespacial.

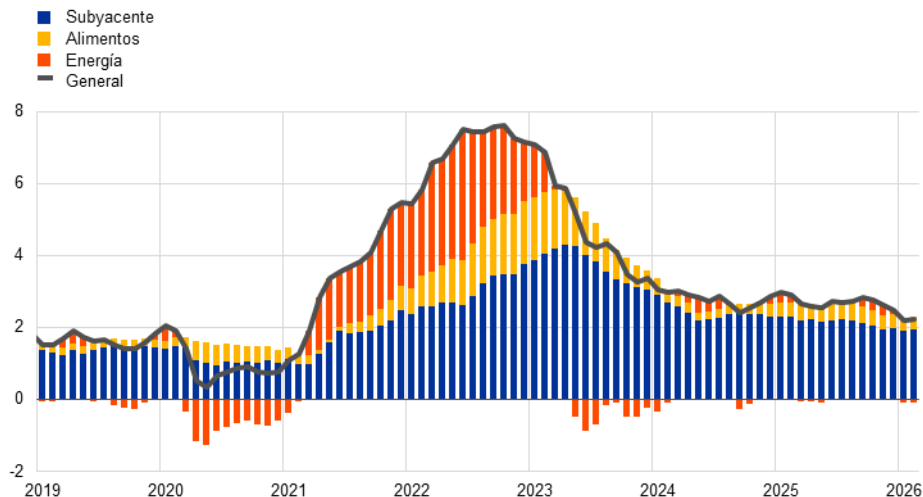
**La inflación general se estabilizó en el 2,2 % en febrero de 2026, antes de que el conflicto en Oriente Próximo se agravara y la posterior subida de los precios de la energía empezara a generar nuevas presiones al alza.**

La inflación subyacente se elevó hasta el 2,6 %, desde el 2,5 % en enero, todavía muy por debajo de los máximos observados en 2022 (gráfico 2). Sin embargo, el incremento de los precios energéticos está empezando a propagarse por la economía mundial. En marzo, tanto Estados Unidos como China señalaron que había crecido la inflación energética, mientras que los PMI globales de precios de los insumos y de los de producción aumentaron de forma acusada hasta alcanzar los niveles más altos registrados desde 2022, lo que indica una nueva acumulación de las presiones latentes.

## Gráfico 2

### Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: OCDE y cálculos del BCE.

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

**Las presiones inflacionistas derivadas de la actual perturbación energética podrían ser más limitadas que las observadas en la crisis de 2022.** La demanda mundial es más débil que en el período posterior a la pandemia de COVID-19 y la política monetaria de las economías avanzadas ahora sigue una orientación prácticamente neutral o restrictiva. El tensionamiento del mercado de trabajo también ha disminuido, como reflejaron el descenso de la ratio vacantes/desempleo y la moderación del crecimiento de los salarios nominales, reduciéndose así el riesgo de acentuación de la dinámica salarios-precios. Estos factores combinados sugieren que la subida de los precios de la energía tendrá menos impacto en la inflación subyacente. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación pueden ser más sensibles a nuevas perturbaciones energéticas, dado el relativamente reciente período de inflación elevada en muchas economías, y es posible que las empresas ajusten los precios con mayor rapidez.

**En Estados Unidos, la actividad económica se debilitó a principios de 2026 y las presiones inflacionistas se intensificaron.** La ralentización notable del crecimiento del consumo privado observada entre diciembre de 2025 y febrero de 2026 estuvo determinada por la caída del gasto en bienes. Aunque el consumo de servicios se está moderando, mantuvo una relativa capacidad de resistencia. Este patrón es acorde con la expansión más débil de la renta disponible, lo que refleja el menor dinamismo del empleo y de los salarios, así como un nivel muy bajo de confianza de los consumidores. El ritmo de avance del PIB real en el cuarto trimestre de 2025 se revisó significativamente a la baja, desde la tasa intertrimestral del 0,4 % estimada inicialmente hasta el 0,1 %. Esta evolución señala una fuerte desaceleración a partir del tercer trimestre de 2025, principalmente debido a la reducción del gasto público como resultado de los cierres de la Administración estadounidense. El crecimiento repuntaría en el primer trimestre de 2026 con la

normalización de la actividad gubernamental. No obstante, los datos de marzo son todavía escasos y aún no reflejan plenamente los efectos de la guerra. Los datos del mercado de trabajo presentan un panorama heterogéneo. El número de empleados del sector no agrícola aumentó con fuerza en marzo hasta los 178.000, gracias a la contratación de personal sanitario, mientras que el empleo público continuó disminuyendo. La tasa de paro se redujo hasta el 4,3 % debido al descenso de la tasa de actividad. El crecimiento de los salarios se moderó ligeramente y las tasas de contratación cayeron hasta registrar su nivel más bajo desde abril de 2020. La inflación se incrementó de forma acusada y en el caso de la inflación general medida por el índice de precios de consumo (IPC) alcanzó una tasa interanual del 3,3 % en marzo, impulsada sobre todo por los precios de la energía. La inflación subyacente registró un leve aumento y se situó en el 2,6 %, pero persisten las presiones subyacentes, incluida la transmisión de los aranceles. Se espera que la inflación siga incrementándose y los riesgos están sesgados al alza, lo que reduce las expectativas de relajación de la política monetaria a corto plazo.

**En China, el crecimiento se intensificó a comienzos de 2026, respaldado por el repunte de la inversión y el fuerte gasto interno.** El crecimiento intertrimestral del PIB aumentó desde el 1,2 % en el cuarto trimestre de 2025 hasta el 1,3 % en el primer trimestre de 2026, ligeramente por encima de las expectativas de mercado. La actividad industrial repuntó, como reflejo de la recuperación gradual de la inversión en capital fijo tras los descensos registrados anteriormente. Si bien la actividad en el sector servicios se mantiene por debajo de los niveles históricos, tanto las ventas del comercio al por menor como la producción de servicios han mejorado, impulsadas por el gasto en la celebración del Año Nuevo chino. Las exportaciones siguieron en auge en el primer trimestre de 2026, pero contribuyeron solo tímidamente al crecimiento total porque las importaciones también crecieron. La demanda interna sigue siendo inferior a la esperada y el sector inmobiliario continúa siendo un lastre persistente. La inflación presenta una evolución dispar: la inflación medida por el IPC se moderó en marzo de 2026, dado que los topes a los precios de la energía han limitado la transmisión de la subida de esos precios, y los precios de producción pasaron a ser positivos por primera vez desde 2022, favorecidos por los costes energéticos. La exposición de China a las perturbaciones energéticas es relativamente limitada si se compara con otras economías asiáticas. Su *mix* energético depende menos del petróleo y del gas, lo que refleja la importancia que sigue teniendo el carbón y la rápida expansión de las energías renovables. La diversificación de las fuentes de suministro y las considerables existencias de petróleo proporcionan un colchón adicional, a pesar de que existe cierta dependencia del estrecho de Ormuz. Al mismo tiempo, China se enfrenta a factores adversos derivados del debilitamiento de la demanda regional. En las economías asiáticas, es probable que el encarecimiento de las materias primas eleve la inflación y frene el crecimiento, provocando un descenso adicional de la demanda externa. La subida de los costes energéticos también está afectando a las balanzas por cuenta corriente de las economías importadoras netas de energía, dado que se deterioran las balanzas comerciales, lo que, a su vez, puede ejercer presiones a la baja sobre los tipos de cambio.

**En el Reino Unido se espera que el ritmo de avance del PIB real se haya mantenido en un nivel modesto en el primer trimestre de 2026.** Tras un crecimiento débil del 0,1 % en el cuarto trimestre de 2025, los indicadores de alta frecuencia solo señalan un ligero repunte. Los datos del PMI mejoraron en enero y en febrero de 2026 antes de caer con fuerza en marzo, y la confianza de los consumidores disminuyó de manera significativa, lo que probablemente refleje los efectos de la guerra en Oriente Próximo. La inflación general aumentó hasta situarse en el 3,3 % en marzo de 2026, mientras que la inflación subyacente descendió levemente, desde el 3,2 % hasta el 3,1 %. En un contexto de crecientes presiones inflacionistas, el Banco de Inglaterra mantuvo sin variación el tipo de interés oficial en el 3,75 % en la reunión de marzo de su Comité de Política Monetaria.

## 2 Actividad económica

*Tras registrar una expansión sostenida en 2025, el PIB real siguió creciendo de forma modesta en el primer trimestre de 2026. La demanda interna continuó siendo el motor principal del crecimiento, respaldada por la resiliencia del mercado de trabajo. Con todo, el dinamismo se redujo como consecuencia del estallido de la guerra en Oriente Próximo, lo que se ha traducido en un acusado deterioro de la confianza a partir de marzo, sobre todo de los consumidores y el comercio minorista. Así, los últimos datos de las encuestas sugieren que el conflicto está empezando a pesar en la actividad económica. Aunque los contactos de las empresas indicaron que las condiciones vigentes eran manejables en términos generales, el índice de directores de compras (PMI) flash compuesto de actividad de la zona del euro correspondiente al mes de abril se adentró en terreno contractivo arrastrado por los servicios, y el PMI de expectativas empresariales empeoró sustancialmente. Se observan señales de nuevas presiones en las cadenas de suministro, como reflejan el alargamiento de los plazos de entrega y el encarecimiento de los insumos. Las perspectivas económicas son muy inciertas y dependerán de la duración de la guerra en Oriente Próximo y de la medida en la que afecte a los mercados energéticos y de otras materias primas, así como a las cadenas globales de suministro. A más largo plazo, se prevé que los elevados costes de la energía sigan afectando a las rentas reales, haciendo que los hogares y las empresas sean más reacios a consumir e invertir. Aunque el desempleo se mantuvo próximo a mínimos históricos en marzo, la demanda de mano de obra ha continuado enfriándose. Asimismo, la capacidad de resistencia de los balances de los hogares y la decreciente dependencia energética pueden mitigar el impacto parcialmente. Se espera que, en general, la inversión empresarial siga respaldando el crecimiento, habida cuenta del aumento del gasto público en defensa e infraestructuras, así como del incremento de la inversión de las empresas en nuevas tecnologías digitales. Este punto de partida favorable proporciona cierta amortiguación frente a las repercusiones de la guerra.*

**La expansión del PIB de la zona del euro se desaceleró en el primer trimestre de 2026.** Según la estimación preliminar de avance de Eurostat, el PIB real aumentó un 0,1 % en el primer trimestre (gráfico 3), después de crecer un 0,2 % en el cuarto trimestre de 2025<sup>1</sup>. Entre las economías de mayor tamaño de la zona del euro, el PIB registró un crecimiento intertrimestral del 0,6 % en España, el 0,3 % en Alemania, el 0,2 % en Italia y el 0,1 % en Países Bajos, mientras que se mantuvo inalterado en Francia. La dispersión de la tasa de avance del PIB real entre los países pertenecientes a la zona del euro (excluida Irlanda) ha disminuido en los últimos meses y se encuentra en niveles relativamente bajos en términos históricos, lo que indica una divergencia limitada en la dinámica de crecimiento entre unos países y otros. La dispersión del crecimiento del PIB parece estar más estrechamente relacionada con las tendencias demográficas y del mercado de trabajo que con las diferencias en el crecimiento de la productividad (véase [recuadro 3](#)). Aunque no se dispone aún de la desagregación del gasto, los

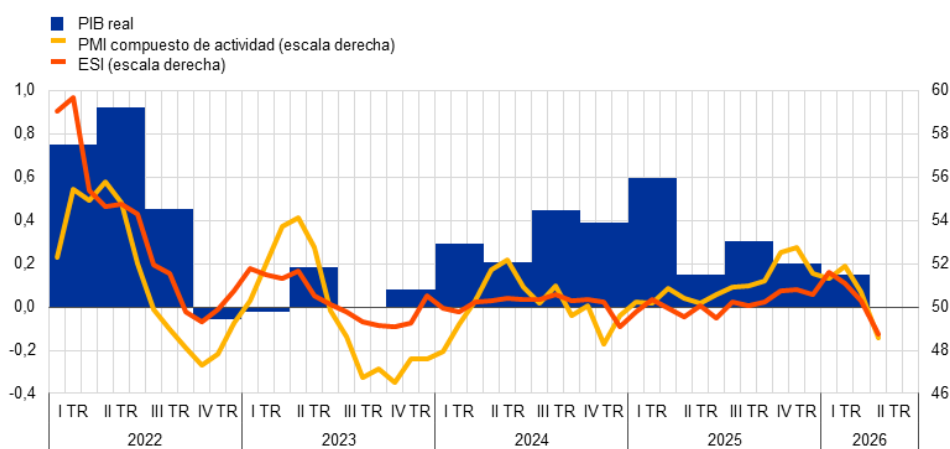
<sup>1</sup> La estimación preliminar de avance del PIB trimestral de la zona del euro se publicó el 30 de abril, un día después de la fecha de cierre de este Boletín Económico.

indicadores coyunturales y los datos por países sugieren que la contribución de la demanda interna al crecimiento se moderó en el primer trimestre de 2026. Los datos de producción apuntan a una ralentización de la dinámica de los servicios y a debilidad en las manufacturas. En enero y febrero, la producción industrial (excluida la construcción) se situó, en promedio, un 1 % por debajo del nivel observado en el cuarto trimestre de 2025, y las ventas minoristas se mantuvieron estables, mientras que, en enero, la producción de servicios aumentó de forma marginal con respecto a diciembre.

### 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 y S&P Global.

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. En el 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 reescala para presentar la misma media y desviación típica que el PMI compuesto de actividad. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 para el PIB real y a abril de 2026 para el PMI compuesto de actividad y el ESI.

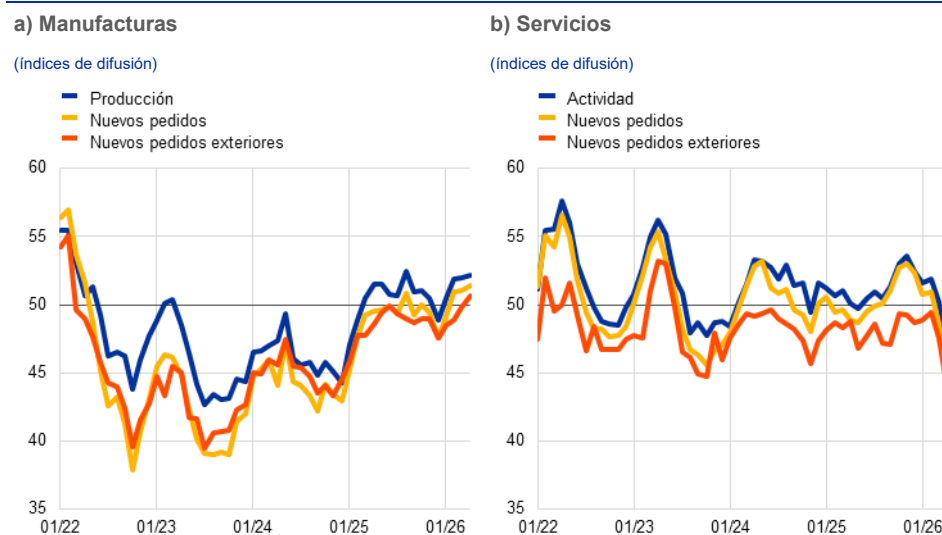
#### La confianza disminuyó de forma acusada tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo, y los indicadores de opinión apuntan a un menor ritmo de crecimiento en el segundo trimestre de 2026 y posteriormente. El PMI

compuesto de actividad de la zona del euro descendió tanto en marzo como en abril, situándose por debajo del umbral de 50. Este deterioro se debió íntegramente a la actividad de los servicios, que ha sido el único motor del crecimiento en los últimos trimestres (gráfico 4). La actividad de las manufacturas permaneció en terreno positivo, lo que puede reflejar, en parte, el gasto en defensa y el adelanto de las compras en previsión de subidas del precio del petróleo o de escasez de suministros en el futuro. El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea también cayó de forma significativa en marzo y en abril, con un retroceso especialmente pronunciado entre los consumidores y en los servicios y el comercio minorista. Asimismo, las disrupciones en las cadenas de suministro se han intensificado claramente. El PMI de plazos de entrega de proveedores experimentó un empeoramiento acusado en marzo y en abril, en línea con la gravedad del deterioro observado en abril de 2022. El PMI de precios de insumos del sector manufacturero —un indicador complementario de los cuellos de botella en la oferta— también aumentó con fuerza. La información procedente de contactos con el sector empresarial sugiere que la prolongación del conflicto hasta mayo o junio

podría provocar interrupciones más amplias en las cadenas de suministro, debido en particular a la posible escasez de petróleo y de productos derivados de esta materia prima que son críticos para los procesos de fabricación. Sin embargo, en términos generales, las empresas contactadas esperan que las posibles interrupciones sean menos graves que las registradas durante la pandemia (véase [recuadro 6](#)).

#### Gráfico 4

##### PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026.

#### Los indicadores adelantados también han experimentado un deterioro considerable desde el estallido de la guerra.

El PMI compuesto de nuevos pedidos disminuyó con fuerza en marzo y abril, debido íntegramente al sector servicios. El PMI de expectativas empresariales a un año vista también descendió de forma significativa y se situó por debajo de su media histórica en abril, con caídas sustanciales de los indicadores tanto de las manufacturas como de los servicios. En conjunto, estos desarrollos apuntan a un creciente pesimismo, ya que, cada vez más, las empresas anticipan que el conflicto lastrará su actividad más claramente en los próximos meses.

#### Las condiciones de los mercados laborales siguen siendo estables, en general, aunque la demanda de trabajo se está enfriando gradualmente.

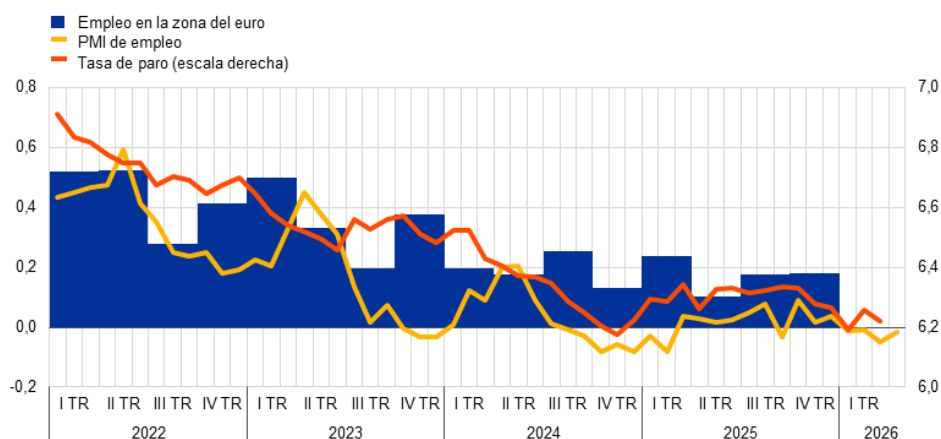
El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,2 % y un 0,6 %, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2025 (gráfico 5). La actual moderación del crecimiento del empleo refleja, en parte, la disminución continuada de la demanda de trabajo. La tasa de vacantes se estabilizó en el 2,2 % en el cuarto trimestre, de modo que, por segundo trimestre consecutivo, permaneció por debajo de los niveles prepandemia observados en el cuarto trimestre de 2019. La tendencia de los trabajadores de más edad a jubilarse más tarde que en generaciones anteriores ha respaldado la tasa de empleo de la población de la zona del euro en los últimos años (véase [recuadro 5](#)). La población activa siguió creciendo, un 0,9 % en tasa interanual, en el cuarto trimestre de 2025, mientras que los datos mensuales

más recientes señalan una moderación del crecimiento. Al mismo tiempo, la tasa de paro se situó en el 6,2 % en marzo, frente al 6,3 % registrado en febrero, pero se mantuvo próxima a niveles históricamente bajos.

### Gráfico 5

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

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



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

Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual; las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. La serie correspondiente a la tasa de paro ahora incluye a Bulgaria, y este cambio ha provocado un desplazamiento a la baja del agregado de la zona del euro de alrededor de 0,1 puntos porcentuales. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para el empleo en la zona del euro, a abril de 2026 para el PMI de empleo y a marzo de 2026 para la tasa de paro.

**Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo sugieren un crecimiento débil del empleo en el primer trimestre de 2026.** Según el PMI *flash*, el PMI mensual compuesto de empleo se situó en 49,8 en abril, ligeramente por encima del valor de 49,5 registrado en marzo, lo que sugiere una evolución estable del empleo en líneas generales. Este indicador se adentró en mayor medida en terreno contractivo en el sector de las manufacturas, mientras que aumentó en el de servicios, permaneciendo justo por encima del umbral de 50.

**Es probable que el consumo privado se ralentizara en el primer trimestre de 2026, y las perspectivas a corto plazo están sujetas a factores adversos derivados de la guerra en Oriente Próximo.** Tras el intenso dinamismo observado al final de 2025, parece que el gasto de los hogares se moderó a principios de 2026, y posiblemente ya se estuviera debilitando en cierta medida antes del estallido del conflicto. En consonancia con esta evolución, el volumen de ventas del comercio minorista se mantuvo estable, en general, en el primer trimestre de 2026 (promedio de enero y febrero) con respecto al cuarto trimestre de 2025. La evidencia procedente de encuestas apunta también a un debilitamiento de la dinámica de consumo en un contexto de mayor incertidumbre geopolítica. El indicador de confianza de los consumidores de la Comisión Europea descendió en marzo, principalmente como consecuencia del deterioro de las expectativas sobre la situación económica general ante las tensiones geopolíticas en Oriente Próximo (panel a del gráfico 6), y volvió a descender en abril hasta situarse en su nivel más bajo desde finales de 2022. Entretanto, la incertidumbre de los consumidores aumentó, lo que sugiere una mayor cautela en el gasto de los hogares. Con todo, el

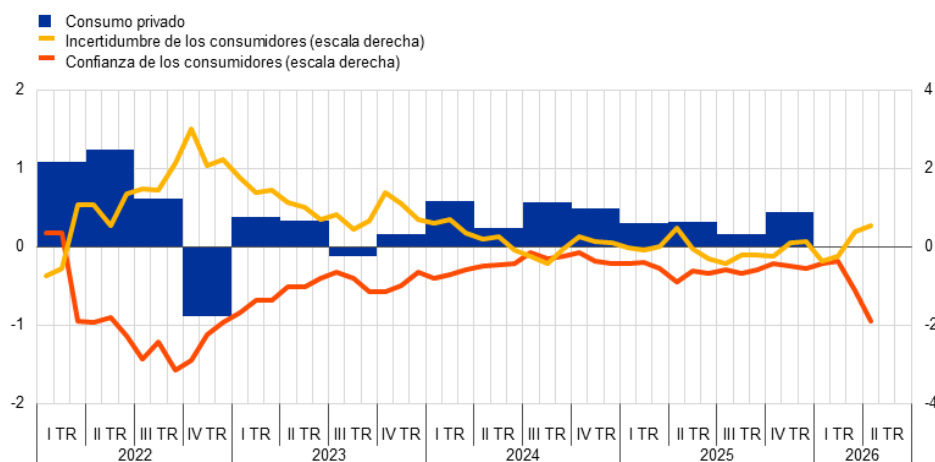
deterioro de las expectativas de este sector sigue siendo mucho menos acusado que el observado a raíz de la invasión de Ucrania por parte de Rusia (panel b del gráfico 6). El indicador de actividad esperada ponderada por el consumo de la Comisión Europea —un índice agregado basado en las expectativas de las empresas sobre la actividad en los tres meses siguientes— siguió descendiendo en marzo y se fue acercando a su media de largo plazo. Además, la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores indica que las expectativas de gasto relacionado con las vacaciones volvieron a disminuir en marzo. De cara a los próximos meses, las perspectivas de consumo privado afrontan factores adversos, pero persisten algunos factores mitigadores. El encarecimiento de la energía puede frenar el crecimiento de las rentas reales y contener el gasto de los hogares. Asimismo, los hogares podrían utilizar sus ahorros para amortiguar el impacto de la perturbación energética, mientras que la elevada incertidumbre podría inducirles a mantener o reconstruir los colchones de ahorro por motivo de precaución, lastrando así el consumo privado (véase [recuadro 4](#)).

## Gráfico 6

### Consumo y expectativas de los hogares

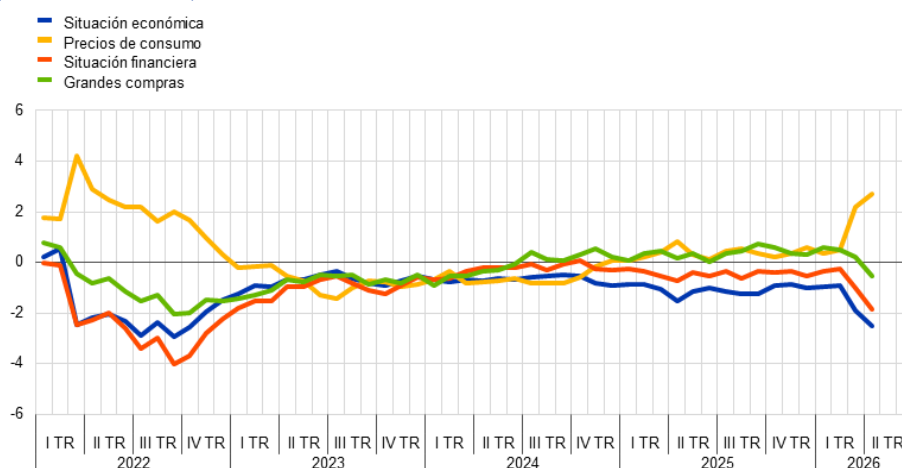
#### a) Consumo privado real, confianza de los consumidores e incertidumbre

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos normalizados)



#### b) Expectativas de los hogares

(saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Notas: «Incertidumbre de los consumidores» se refiere al índice de incertidumbre económica de los consumidores que elabora la Comisión Europea. Todas las series de la encuesta a empresas y consumidores de la Comisión Europea 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 cuarto trimestre de 2025 para el consumo privado y a abril de 2026 para las demás variables.

**Es probable que la inversión empresarial siguiera creciendo en el primer trimestre de 2026, pero una guerra prolongada en Oriente Próximo podría generar riesgos a la baja en la segunda mitad del año.** Los factores impulsores de la inversión seguían siendo sólidos antes de la guerra en la región, como indicaban la mejora de los beneficios empresariales, la solidez de los balances y la fortaleza de la demanda de tecnologías digitales. En el primer trimestre de 2026, pese al estallido del conflicto, el indicador de confianza de la Comisión Europea relativo al sector de bienes de equipo mejoró hasta finales de marzo. La confianza en los sectores de servicios intangibles se mantuvo en niveles positivos —aunque disminuyó ligeramente— durante el período (panel a del gráfico 7). En general, esta evolución sugiere un crecimiento positivo de la inversión a principios de 2026. El

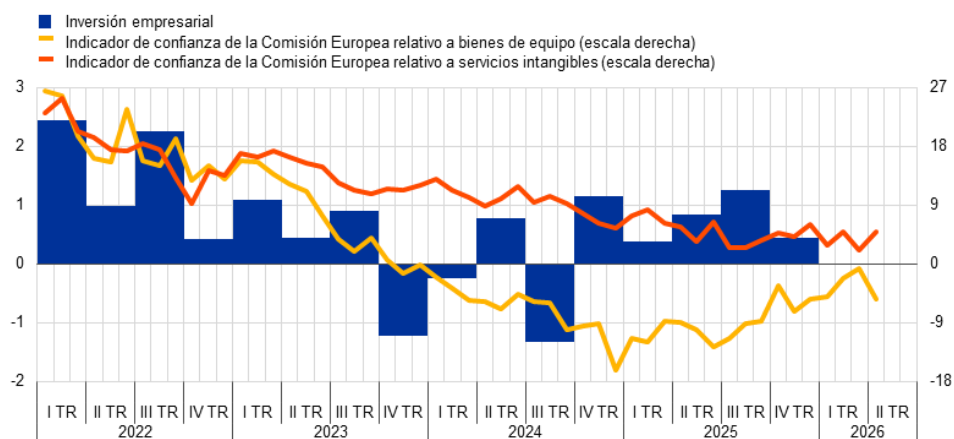
panorama cambió con el estallido de la guerra en Oriente Próximo. La incertidumbre y los precios del petróleo aumentaron, y el citado indicador de confianza cayó en abril. Se espera que la inversión empresarial se mantenga débil durante el resto de 2026, con riesgos a la baja en la segunda mitad del año si la guerra persiste y la incertidumbre sigue siendo elevada (véase [recuadro 6](#)). Las empresas del sector industrial podrían enfrentarse a disrupciones más graves en las cadenas globales de suministro, ya que el encarecimiento de la energía se trasladaría a los precios del aluminio, del acero y de otros componentes. La inversión digital podría verse afectada negativamente a través de cadenas de suministro críticas, en particular por perturbaciones que afecten al suministro de semiconductores y a la construcción de centros de datos. De cara al futuro, la demanda de gasto en digitalización y defensa, junto con los fondos restantes del programa Next Generation EU, debería mitigar el impacto adverso de estos factores sobre la inversión empresarial.

## Gráfico 7

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

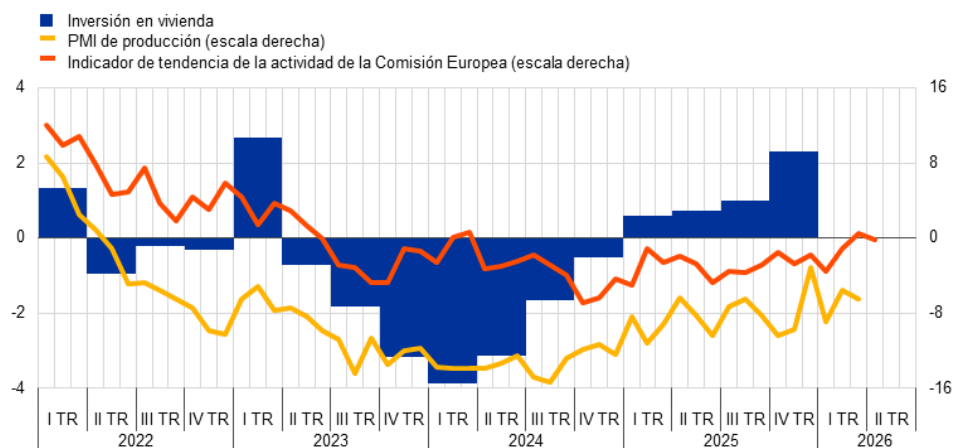
#### a) Inversión empresarial

(tasas de variación intertrimestral; saldos netos normalizados)



#### b) Inversión en vivienda

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



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

Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. El indicador de confianza de la Comisión Europea relativo a servicios intangibles se refiere a la media ponderada de las actividades de edición (J58), programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática (J62) y servicios de información (J63). En el panel b, el PMI está expresado en desviaciones respecto a 50. La línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de la tendencia de la actividad de los segmentos de construcción de edificios y actividades de construcción especializada en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para la inversión, a marzo de 2026 para el PMI de producción y a abril de 2026 para los indicadores de la Comisión Europea.

#### Parece que la inversión en vivienda continuó recuperándose en el primer trimestre de 2026, sustentada por las obras de acabado de edificios.

La tendencia positiva general de la inversión residencial (panel b del gráfico 7) siguió estando impulsada por las obras de acabado de edificios (actividades de construcción especializada), que también incluyen la reforma de edificios ya existentes. Estas obras siguieron mostrando un mejor comportamiento que la construcción de edificios nuevos, tanto a escala de la zona del euro como en sus principales economías. Los indicadores coyunturales retrocedieron recientemente, pero la tendencia sigue siendo favorable en términos generales. El indicador de la

Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada descendió en abril, pero se mantuvo próximo a su nivel más alto desde el primer trimestre de 2024, mientras que el PMI de producción de viviendas disminuyó ligeramente, si bien permaneció por encima del valor registrado en enero. De cara al futuro, la valoración de los consumidores de la vivienda como una buena inversión se mantiene en niveles elevados, según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, lo que apunta a la solidez de la demanda subyacente. Al mismo tiempo, las expectativas de los hogares relativas a los tipos de interés hipotecarios aumentaron en marzo, lo que sugiere riesgos a la baja para la recuperación en curso de la demanda residencial. Estos riesgos reflejan la perspectiva de unas condiciones de financiación menos favorables tras la perturbación de los precios provocada por el encarecimiento de la energía y el deterioro de la confianza asociado al conflicto.

**Las exportaciones de la zona del euro siguen enfrentándose a factores adversos derivados de los aranceles estadounidenses y la competencia de China.** Las exportaciones reales de bienes descendieron un 3,4 % (en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores) en febrero de 2026, tras contraerse también en enero. Las exportaciones tanto a Estados Unidos como al resto del mundo disminuyeron, lo que pone de relieve los problemas que afrontan actualmente las empresas exportadoras de la zona del euro. Los indicadores de opinión sugieren que los nuevos pedidos exteriores continuaron cayendo también en marzo. De cara al futuro, es probable que los problemas de competitividad de los exportadores europeos se intensifiquen en un contexto de disrupciones persistentes en los mercados de energía y de materias primas, ya que el petróleo y el gas siguen siendo fundamentales en el *mix* energético de la zona del euro, lo que la deja particularmente expuesta a las perturbaciones de precios a escala mundial. En general, las empresas exportadoras de la zona del euro se enfrentan a un triple desafío: los aranceles estadounidenses, la competencia de China y el encarecimiento de la energía. Está aumentando la preocupación por la posibilidad de que escasee el combustible para la aviación, lo que podría provocar disrupciones en el tráfico aéreo y elevar el precio de los billetes, frenando con ello la demanda turística. Al mismo tiempo, el efecto adverso sobre la demanda podría verse contrarrestado parcialmente si una parte de los flujos turísticos se desvía hacia destinos europeos. Sin embargo, aunque hasta ahora no se observan efectos apreciables en los datos de alta frecuencia de transporte aéreo de pasajeros, los indicadores de opinión apuntan al debilitamiento de la demanda de servicios turísticos ante la intensificación de la incertidumbre. Las importaciones reales disminuyeron un 1,5 % (en tasa de variación de tres meses sobre los tres meses anteriores) en febrero, debido fundamentalmente a una caída significativa de las importaciones de productos químicos (incluidos productos farmacéuticos) de Estados Unidos, mientras que las importaciones provenientes de China continuaron creciendo. Entretanto, los precios de importación siguieron mostrando una tendencia a la baja y registraron un descenso interanual del 3,5 % en enero. Esta caída aún refleja el impacto de la apreciación del euro desde la primavera de 2025, así como presiones a la baja sostenidas sobre los precios procedentes de China.

**En general, las perspectivas económicas siguen siendo muy inciertas, y dependen de la duración de la guerra y de su impacto en la energía, en otros mercados de materias primas y en las cadenas globales de suministro.** Al mismo tiempo, la solidez de los balances de los hogares, junto con el aumento del gasto en defensa e infraestructuras, así como la inversión continuada en tecnologías digitales, deberían contribuir a mitigar el impacto.

### 3 Precios y costes

*La inflación general interanual de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3 % en abril de 2026, desde el 2,6 % registrado en marzo, debido a la escalada de los precios de la energía provocada por la guerra en Oriente Próximo<sup>2</sup>. La tasa de variación de los precios de los alimentos también se incrementó, mientras que la inflación, excluidos la energía y los alimentos, registró un ligero descenso en general. Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido prácticamente estables en los últimos meses. El avance interanual de la remuneración por asalariado disminuyó hasta el 3,7 % en el cuarto trimestre de 2025, desde el 3,9 % del trimestre precedente. Por el momento, el crecimiento de los salarios negociados y los indicadores adelantados, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y las encuestas sobre las expectativas salariales, continúan apuntando a una moderación de las presiones de los costes laborales en 2026. Las expectativas de inflación han aumentado considerablemente en horizontes más cortos. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo se sitúan alrededor del 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo a medio plazo.*

**La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se incrementó hasta el 3 % en abril de 2026, desde el 2 % registrado el mes precedente (gráfico 8).** Esta evolución refleja un nuevo aumento la tasa de variación de los precios de la energía y un avance modesto de la de los alimentos, que se vieron contrarrestados solo en parte por un leve descenso de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). En el primer trimestre de 2026, la inflación general de la zona del euro se situó en el 2 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo del nivel previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2026.

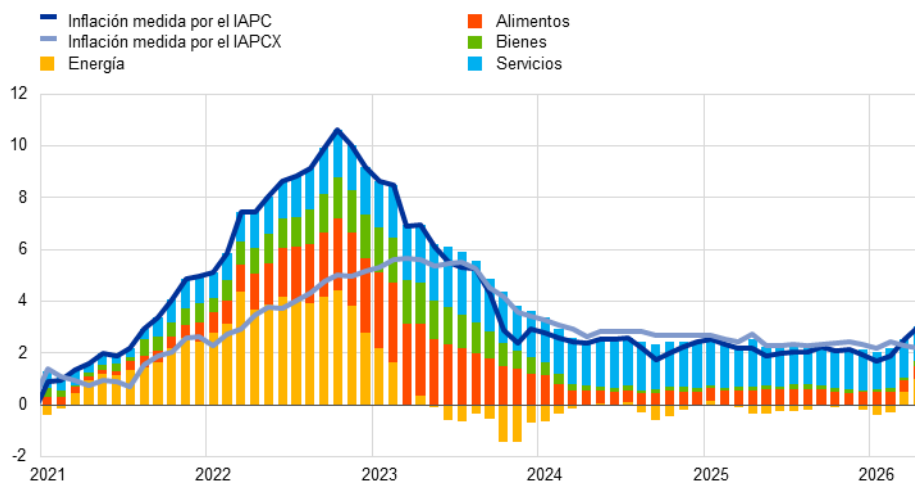
---

<sup>2</sup> La estimación de avance de los datos de inflación correspondientes a abril, publicada por Eurostat el 30 de abril de 2026, se ha incluido excepcionalmente pese a que la fecha límite de recepción de los datos incluidos en este Boletín Económico fue el 29 de abril de 2026.

## Gráfico 8

### Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

**La tasa de crecimiento de los precios energéticos aumentó de forma acusada en abril, hasta el 10,9 %, desde el 5,1 % registrado en marzo.** Este aumento obedeció principalmente al fuerte avance intermensual de los precios de la energía (3 %) y a un efecto de base al alza (de unos 2,7 puntos porcentuales). Los datos disponibles hasta marzo muestran un incremento de la tasa de variación interanual de los precios de los principales subcomponentes energéticos, en particular los de los combustibles para transporte y los combustibles líquidos. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, descendió desde el 2,3 % en marzo hasta el 2,2 % en abril.

**La inflación de los alimentos se incrementó hasta el 2,5 % en abril, desde el 2,4 % registrado el mes anterior.** Esta evolución estuvo impulsada por la tasa de avance de los precios de los alimentos no elaborados, que aumentó hasta el 4,7% en abril, desde el 4,2 % de marzo, mientras que la correspondiente a los alimentos elaborados se mantuvo sin variación en el 1,7 %. En los próximos meses es posible que los efectos indirectos derivados de la reciente escalada de los costes energéticos empiece a transmitirse gradualmente a la inflación de los alimentos.

**La inflación medida por el IAPCX se moderó hasta situarse en el 2,2 % en abril, desde el 2,3 % de marzo.** Este descenso refleja la caída de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios (desde el 3,2 % en marzo hasta el 3 % en abril), que se vio compensada solo parcialmente por el aumento de la inflación de los bienes industriales no energéticos (desde el 0,5 % registrado en marzo hasta el 0,8 % en abril). Según los datos disponibles hasta marzo, la desaceleración del ritmo de avance de los precios de los servicios obedeció principalmente a la disminución de la tasa de variación interanual de los precios de las actividades recreativas, sobre todo como consecuencia de la menor contribución de los servicios de alojamiento y, en menor medida, de los de restauración. El reducido ritmo de avance de la inflación de los bienes industriales no energéticos observado

en marzo reflejó fundamentalmente la persistente debilidad de las presiones inflacionistas sobre los bienes semiduraderos y duraderos.

**Los indicadores de la inflación subyacente proporcionaron señales dispares en marzo en comparación con el mes anterior (gráfico 9).** En marzo, estos indicadores fluctuaron entre el 2,2 % y el 2,6 %. Entre los indicadores basados en la exclusión de componentes, la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes y los artículos de vestir y calzado, no experimentó variaciones, mientras que las medias recortadas se incrementaron 0,2 puntos porcentuales. Los demás indicadores se redujeron 0,1 puntos porcentuales. En cuanto a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) aumentó hasta el 2,3 % en marzo, desde el 2,1 % registrado en febrero. En cambio, el indicador *Supercore*, que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, disminuyó desde el 2,6 % hasta el 2,5 %<sup>3</sup>. La inflación interna, que abarca componentes con un contenido importador bajo, también descendió en marzo y se situó en el 3,1 %, frente al 3,3 % de febrero. Los datos ya disponibles para abril muestran que la mayor parte de los indicadores basados en la exclusión de componentes cayeron 0,1 puntos porcentuales con respecto a marzo. En conjunto, los indicadores de la inflación subyacente continuaron señalando que las presiones inflacionistas subyacentes se estaban estabilizando en líneas generales.

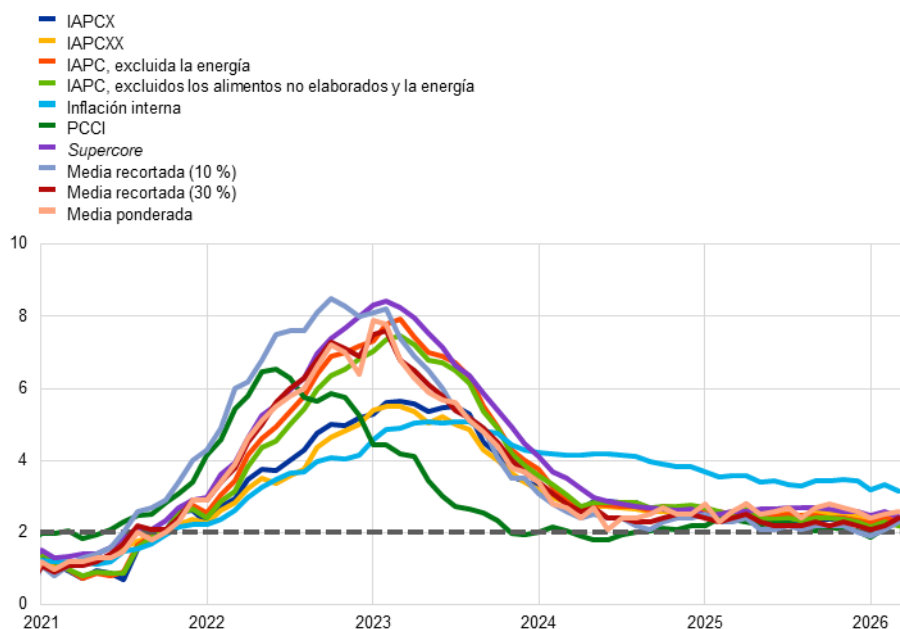
---

<sup>3</sup> El indicador *Supercore* ha sido objeto de una revisión sustancial. Aunque parte de la revisión puede atribuirse al cambio al sistema de clasificación ECOICOP versión 2, el impacto más acusado se deriva de un ajuste en el propio método de estimación, que se ha aplicado junto al cambio de clasificación. Para más información, véase M. Eiglspurger, K. Bodnár, R. Bouhaouita y E. Wieland, «[Novedades en el IAPC: actualización de 2026 de la clasificación y sus implicaciones para el análisis de la inflación](#)», en este Boletín Económico.

## Gráfico 9

### Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



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 abril 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 marzo de 2026 para los demás indicadores.

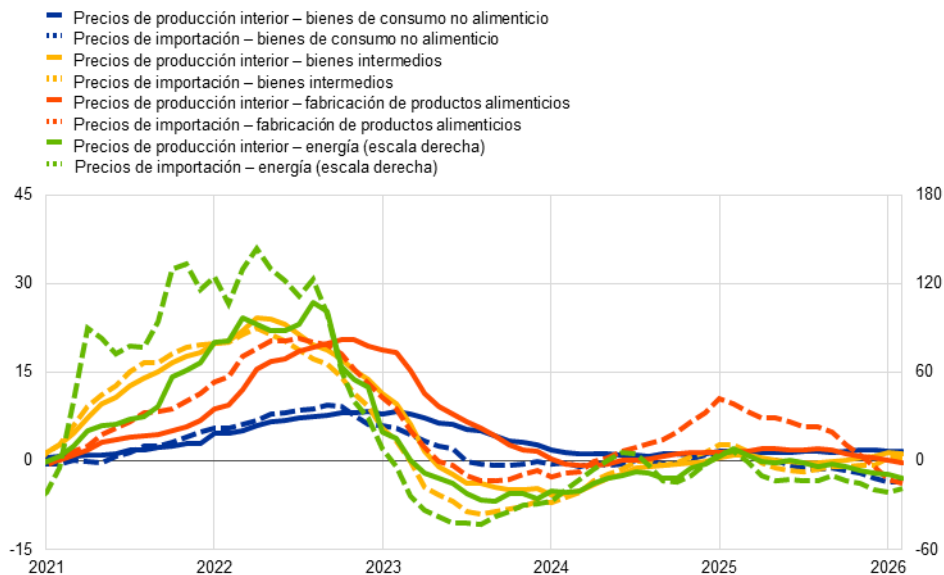
### Antes del estallido de la guerra en Oriente Próximo, los indicadores de las presiones latentes señalaban unas presiones inflacionistas débiles sobre los precios de los bienes y los alimentos (gráfico 10).

En las primeras fases del proceso de formación de precios, las presiones inflacionistas sobre los bienes intermedios continuaron siendo moderadas. La tasa de variación de los precios de producción interior descendió ligeramente en febrero (1,3 %), mientras que la de los precios de importación aumentó (0,6 %). En las fases posteriores del citado proceso, las presiones latentes sobre los bienes de consumo no alimenticio prácticamente no experimentaron cambios en febrero. La tasa de crecimiento de los precios de producción interior permaneció estable en el 1,6 % y la de los precios de importación siguió siendo negativa (-3,5 %). Al mismo tiempo, el ritmo de avance de los precios de producción de los alimentos elaborados se situó en niveles negativos en febrero (-0,2 %) por primera vez desde mayo de 2024. La tasa de crecimiento de los precios de importación de los alimentos elaborados prolongó su persistente caída, hasta el -3,7 % en febrero. En conjunto, esta dinámica refleja la anterior apreciación del euro y, posiblemente, el aumento de las exportaciones de China al mercado de la zona del euro. Como los datos son anteriores al comienzo de la guerra en Oriente Próximo, la evolución posterior de los precios de producción y de los de importación está siendo objeto de un estrecho seguimiento.

## Gráfico 10

### Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2026.

**Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, aumentaron hasta situarse en el 2,6 % en el cuarto trimestre de 2025, tras haber disminuido de forma continuada hasta principios de ese año (gráfico 11).** Este aumento refleja una mayor contribución de los beneficios unitarios, mientras que las aportaciones de los costes laborales unitarios y de los impuestos unitarios no variaron. En términos de tasas de crecimiento, la de los costes laborales unitarios permaneció en el 3,1 % en el cuarto trimestre de 2025, como consecuencia de la disminución de la tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado (desde el 3,9 % hasta el 3,7 %), que se vio contrarrestada en parte por el descenso de la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo (desde el 0,8 % hasta el 0,5 %). La moderación del ritmo de avance de la remuneración por asalariado obedeció a la caída de la contribución del componente de deriva salarial, hasta 0,4 puntos porcentuales, desde 1,9 puntos porcentuales en el trimestre precedente. Esta evolución compensó parcialmente el mayor crecimiento de los salarios negociados, que pasó del 1,9 % al 3 %. 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 abril de 2026— indican que las presiones sobre los salarios negociados se estabilizarán en el 2,6 % en 2026, tras haberse moderado desde el 3 % registrado en 2025<sup>4</sup>. Esta moderación también se ve confirmada por los indicadores de opinión más recientes sobre el crecimiento salarial, como los resultados de la encuesta telefónica a empresas (*Corporate Telephone Survey*) del BCE, en la que los

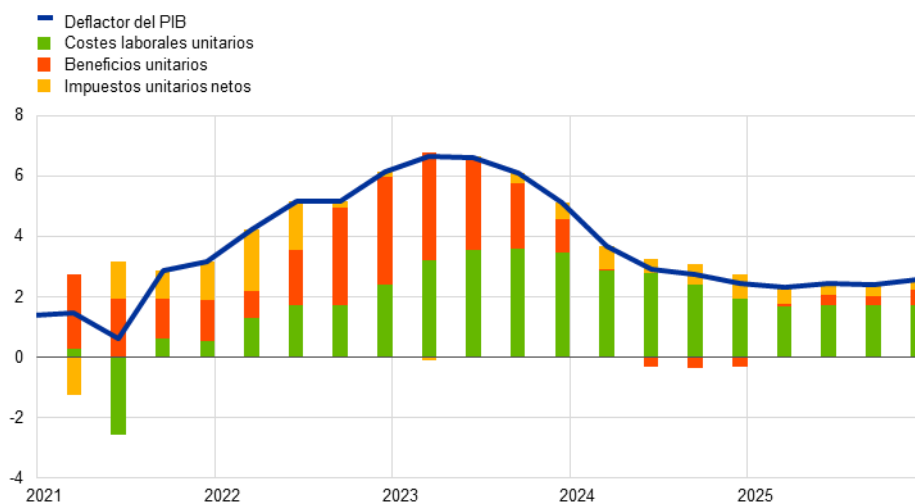
<sup>4</sup> Para información más detallada, véase «[Publicación de nuevos datos: los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios señalan una estabilización de las presiones de los salarios negociados en 2026](#)», *nota de prensa*, BCE, 6 de mayo de 2026.

encuestados esperaban que el avance de los salarios descendiera desde el 3,5 % en 2025 hasta el 2,9 % en 2026 y el 2,8 % en 2027<sup>5</sup>.

### Gráfico 11

#### Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

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

### Las expectativas de inflación a más corto plazo de los expertos en previsión económica, los analistas de política monetaria y los consumidores

**aumentaron en marzo de 2026.** La mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) correspondiente a abril de 2026 y la de la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al segundo trimestre de 2026 permanecieron sin variación en el 2 % (panel a del gráfico 12). En cambio, las expectativas de inflación a corto plazo se revisaron al alza: los participantes en la SMA y en la EPE esperaban que se situara en el 2,8 % y en el 2,7 %, respectivamente, en 2026, y que descendiera en 2027, hasta el 2,2 % en el caso de la SMA y el 2,1 % en el de la EPE. Por lo que respecta a las percepciones y las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se incrementó hasta el 3,5 % en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de marzo de 2026, frente al 3 % de febrero (panel b del gráfico 12). Las tasas medianas de la inflación esperada en los doce meses siguientes y a tres años vista aumentaron hasta situarse en el 4 % y el 3 %, respectivamente, desde el 2,5 % de febrero en ambos casos, y la relativa a la inflación esperada a cinco años vista creció ligeramente y se situó en el 2,4 %, frente al 2,3 %.

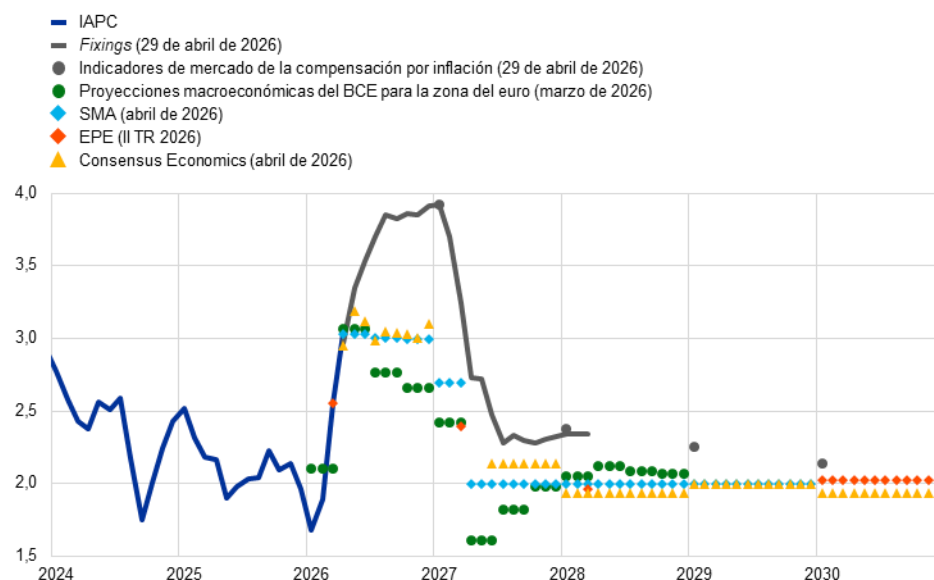
<sup>5</sup> Para más información, véase C. Elding, F. Kuik, A. Meyler y R. Morris, «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras», en este Boletín Económico.

## Gráfico 12

### Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

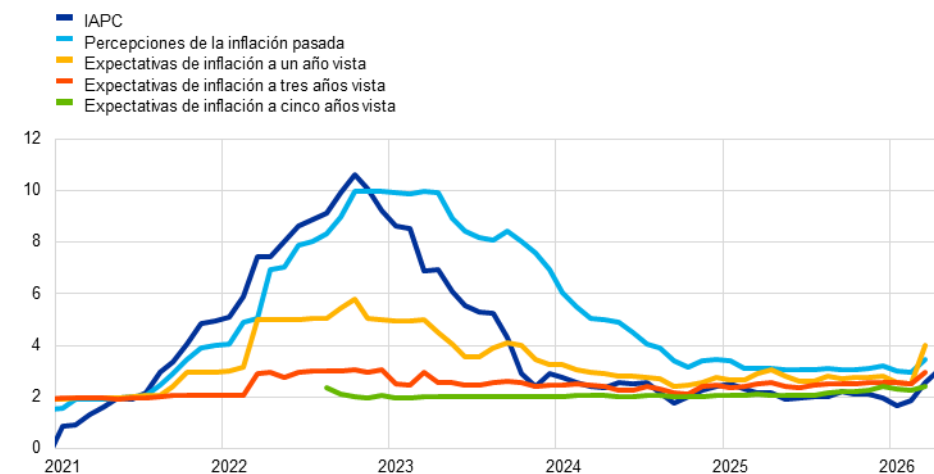
#### a) Inflación general, indicadores de mercado de la compensación por inflación, proyecciones de inflación e indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), [Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, marzo de 2026](#), 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 *spot* del *swap* de inflación 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 últimas observaciones relativas a la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación y a los *fixings* corresponden al 29 de abril de 2026. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. La encuesta EPE correspondiente al segundo trimestre de 2026 se realizó entre el 31 de marzo y el 8 de abril de 2026. La SMA correspondiente a abril de 2026 se llevó a cabo entre el 13 y el 15 de abril. La fecha límite de recepción de datos para las proyecciones de Consensus Economics fue el 16 de abril de 2026. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de marzo de 2026 se finalizaron el 13 de marzo de 2026 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 11 de marzo de 2026. 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 abril de 2026 (estimación de avance) para el IAPC y a marzo de 2026 para los demás indicadores.

#### En el período de referencia comprendido entre el 19 de marzo y el 29 de abril de 2026, los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto

**plazo se incrementaron, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo se mantuvieron firmemente ancladas (panel a del gráfico 12).** La guerra en Oriente Próximo provocó fuertes fluctuaciones de los precios de la energía, lo que generó volatilidad en las valoraciones de las perspectivas de inflación. Los *inflation fixings*, que son contratos de *swaps* vinculados al IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, aumentaron en todos los horizontes, y actualmente señalan que los inversores esperan que la inflación se mantenga en niveles elevados durante el próximo año antes de moderarse y situarse en niveles próximos al objetivo del Consejo de Gobierno a mediados de 2027. Más allá del corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se incrementó 26 puntos básicos y se situó aproximadamente en el 2,4 % al final del período analizado. Las expectativas de inflación a más largo plazo basadas en indicadores de mercado, según se refleja en el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, permanecieron firmemente ancladas en torno al 2 % una vez ajustadas por las primas de riesgo de inflación, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo a medio plazo del Consejo de Gobierno.

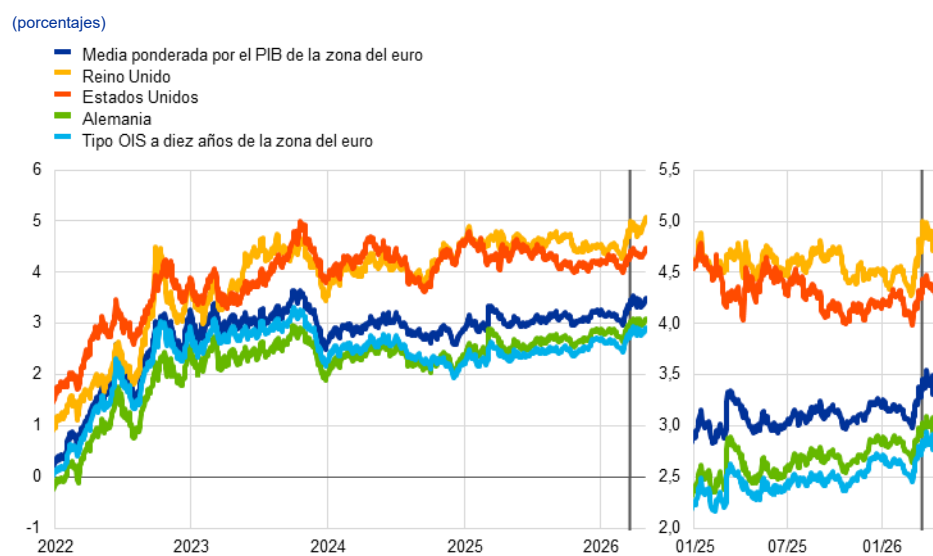
*En el período de referencia, comprendido entre el 19 de marzo y el 29 de abril de 2026, los mercados financieros de la zona del euro se caracterizaron por una intensa volatilidad. La incertidumbre en torno a la guerra en Oriente Próximo desencadenó una corrección de precios inicial por la huida del riesgo, que fue seguida de una amplia recuperación tras el anuncio del alto el fuego y, posteriormente, de un repunte de la volatilidad en los días finales del período analizado. Las fases de intensificación del conflicto estuvieron marcadas por un aumento de los precios de la energía y de los tipos de interés, una caída generalizada del sentimiento inversor y ventas masivas de activos de riesgo, mientras que en las fases de desescalada este patrón se invirtió. Al cierre del período de referencia, la curva forward de tipos libres de riesgo sugería que los mercados descontaban subidas acumuladas de los tipos de interés de 83 puntos básicos para finales de 2026. Los tipos de interés libres de riesgo a más largo plazo se incrementaron durante el período analizado, mientras que los diferenciales de la deuda soberana se mantuvieron prácticamente sin variación. A pesar de los factores adversos procedentes de la incertidumbre geopolítica y del aumento de los tipos de interés, los activos de riesgo mostraron un buen comportamiento en general. Los precios de las acciones de la zona del euro finalizaron el período de referencia con subidas, y los diferenciales de los bonos corporativos del segmento de grado de inversión retornaron al nivel anterior a la guerra. En los mercados de divisas, el euro se fortaleció frente al dólar estadounidense (+1,9 %) y se mantuvo básicamente estable en términos efectivos nominales (+0,6 %).*

**Los tipos de interés libres de riesgo a corto y a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia, y la curva forward se mantuvo muy por encima de los niveles registrados antes del estallido de la guerra en Oriente Próximo.** El tipo de interés de referencia a corto plazo del euro (€STR) se situó en el 1,93 % al final del período analizado, tras la decisión adoptada por el Consejo de Gobierno en su reunión del 19 de marzo de 2026 de mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. El exceso de liquidez disminuyó unos 101 mm de euros, hasta la cifra de 2.263 mm de euros, principalmente como consecuencia de la reducción sostenida de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria. Dado que la preocupación acerca de un conflicto prolongado se atenuó inicialmente tras el anuncio del alto el fuego el 8 de abril, los tipos *forward* a corto plazo cayeron significativamente. Sin embargo, esta caída se revirtió con los movimientos registrados en la última parte del período de referencia, y la curva *forward* del €STR se desplazó al alza con respecto al comienzo del período, alcanzando niveles más altos que los observados antes de la guerra. Al cierre del período analizado, la curva *forward* del €STR implicaba que los mercados descontaban subidas acumuladas de los tipos de interés de 83 puntos básicos para finales del año, en comparación con los 71 puntos básicos descontados al inicio del período de referencia, el 19 de marzo. Esta curva también se desplazó considerablemente al alza en horizontes posteriores a 2026. En conjunto, el tipo OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años se elevó 15 puntos básicos y finalizó el período de referencia en torno al 2,9 %.

**Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron generalmente en línea con los tipos de interés libres de riesgo durante el período de referencia, mientras que los diferenciales de rentabilidad se mantuvieron sin apenas cambios (gráfico 13).** El precio de la deuda soberana de la zona del euro experimentó una corrección notable al comienzo de la guerra en Oriente Próximo y sus rendimientos se incrementaron considerablemente, en un entorno de preocupación acerca de la inflación debido al encarecimiento de los precios de la energía. Esta dinámica alcista se mantuvo durante una parte del período analizado, pero se revirtió después parcialmente, tras el anuncio del alto el fuego el 8 de abril. El repunte observado en los últimos días del período estuvo bastante en línea con la corrección de los tipos de interés libres de riesgo. En conjunto, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB aumentó 13 puntos básicos y cerró el período analizado en torno al 3,5 %, y los diferenciales con respecto al tipo OIS al mismo plazo se redujeron marginalmente. El rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos se incrementó 18 puntos básicos hasta situarse alrededor del 4,5 % al final del período de referencia, mientras que el rendimiento de la deuda soberana al mismo plazo del Reino Unido se elevó 23 puntos básicos hasta el 5,1 %, aproximadamente.

### 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 (19 de marzo de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 29 de abril de 2026.

**Si bien los mercados de renta variable de la zona del euro recuperaron algo de terreno durante el período de referencia, los precios de las acciones permanecieron por debajo de los niveles observados antes del estallido de la guerra.** El anuncio del alto el fuego en Oriente Próximo provocó un repunte de los precios de las acciones de la zona del euro e, inicialmente, una recuperación total de las pérdidas derivadas del estallido de la guerra, pero esta dinámica no se

mantuvo hasta el final del período analizado. El índice bursátil amplio de la zona del euro se revalorizó un 4,3 %, con avances del 7,5 % en las cotizaciones del sector financiero y del 2,6 % en el subíndice de las sociedades no financieras (SNF). En Estados Unidos, el índice S&P 500 ganó un 7,7 % durante el período de referencia, con subidas del 8,1 % y del 5,6 % en los índices de las SNF y del sector financiero, respectivamente. Esta recuperación de los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico sugiere que las valoraciones de las acciones a nivel mundial se sustentaron en factores comunes, en particular, la frágil mejora de la percepción de riesgos, pese a la persistente incertidumbre geopolítica, unida a un repunte de las acciones de inteligencia artificial. Al mismo tiempo, el peor comportamiento relativo de las acciones de la zona del euro reflejó su mayor exposición al conflicto en Oriente Próximo, sobre todo en el caso de las SNF.

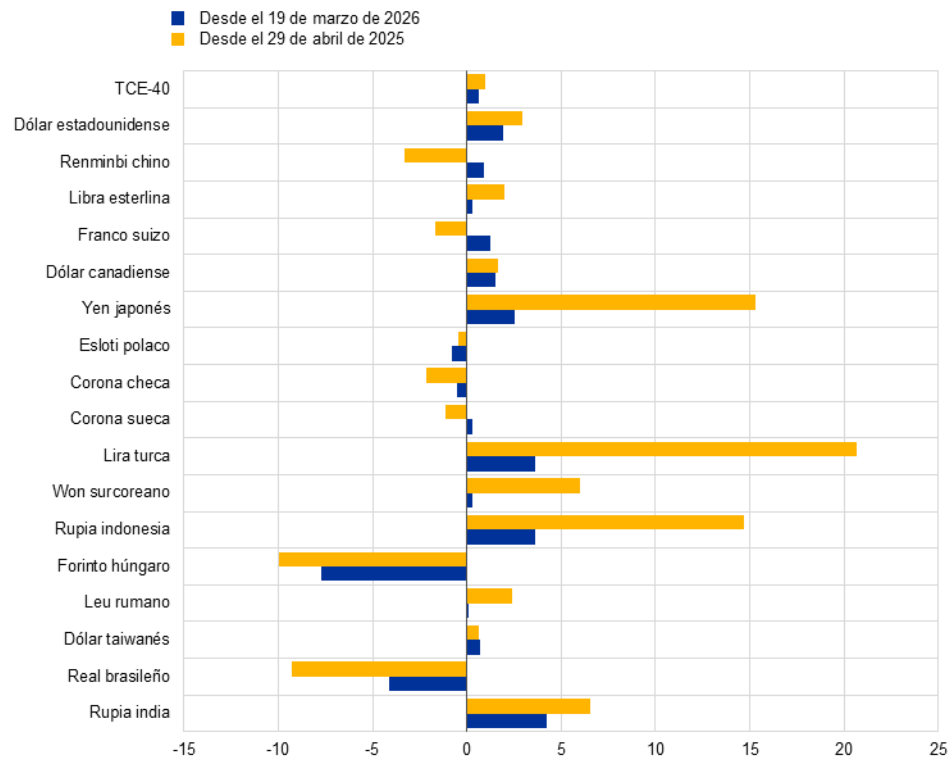
**Los mercados de renta fija privada de la zona del euro también reflejaron la frágil mejora de la percepción de riesgos, con una disminución de los diferenciales durante el período de referencia.** El anuncio del alto el fuego en Oriente Próximo el 8 de abril redujo la incertidumbre geopolítica y revirtió la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos que se había observado después del estallido de la guerra. Los diferenciales de los bonos corporativos del segmento de grado de inversión se estrecharon 9 puntos básicos durante el período analizado, retornando al nivel anterior a la guerra. En cambio, los diferenciales del segmento de alto rendimiento disminuyeron 28 puntos básicos, pero se mantuvieron unos 6 puntos básicos por encima del nivel previo al conflicto.

**En los mercados de divisas, el euro se apreció frente al dólar estadounidense y se mantuvo prácticamente estable en términos efectivos nominales (gráfico 14).** Durante el período de referencia, 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— registró una ligera revalorización del 0,6 %. Esta estabilidad relativa reflejó movimientos en gran medida compensatorios frente a varias de dichas monedas. En particular, el euro se apreció frente al dólar estadounidense (+1,9 %) tras las negociaciones de alto el fuego entre Estados Unidos e Irán, acercándose a su nivel anterior a la guerra de 1,18 dólares por euro. La moneda única también se fortaleció frente al renminbi chino (+0,9 %) —muy vinculado al dólar estadounidense—, el franco suizo (+1,3 %), el yen japonés (+2,5 %) y la lira turca (+3,6 %), al tiempo que se mantuvo estable en general frente a la libra esterlina (+0,3 %). En cambio, el euro se depreció frente al forinto húngaro (-7,7 %), tras las elecciones parlamentarias en Hungría, y el real brasileño (-4,1 %).

### 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 29 de abril de 2026.

## 5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

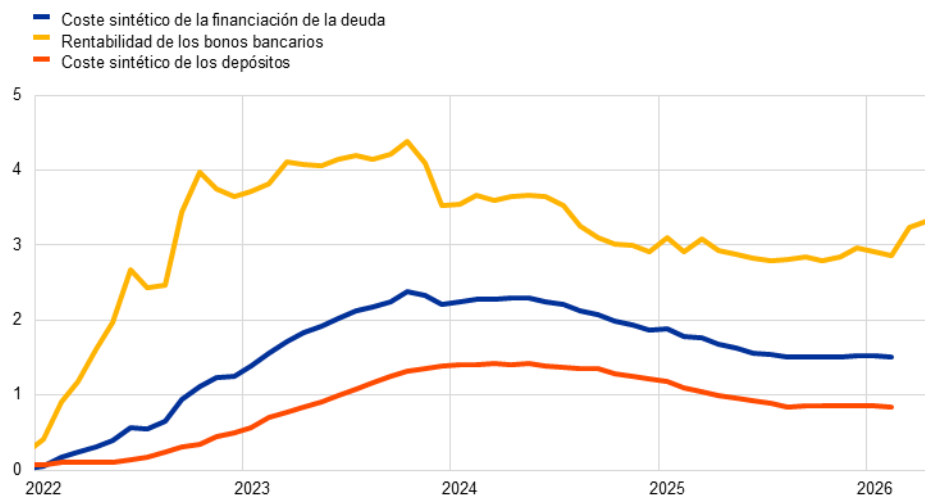
*Las condiciones de financiación de las empresas y los hogares fueron estables en términos generales hasta febrero de 2026, pero se han endurecido desde el estallido de la guerra en Oriente Próximo. En febrero, los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas se redujeron hasta el 3,5 %, mientras que el tipo de interés medio de las nuevas hipotecas se mantuvo en el 3,4 %. En el período de referencia, comprendido entre el 19 de marzo y el 29 de abril de 2026, el coste de la financiación de las sociedades no financieras mediante valores de renta fija permaneció prácticamente sin variación, a pesar de la subida de los tipos libres de riesgo, mientras que el de la financiación mediante acciones aumentó, al igual que la rentabilidad de los bonos bancarios. El crecimiento de los préstamos a empresas se incrementó en marzo, mientras que el de los préstamos a hogares fue estable. La tasa de avance interanual del agregado monetario amplio (M3) se elevó marginalmente hasta situarse en el 3,2 %. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2026, las entidades siguieron endureciendo los criterios de aprobación del crédito a empresas en el primer trimestre de 2026, y la demanda de nuevos préstamos de este sector disminuyó ligeramente. Los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda se endurecieron algo y los aplicados al crédito para consumo experimentaron un endurecimiento adicional. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda se mantuvo sin cambios, mientras que la de crédito para consumo se contrajo de forma significativa. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al primer trimestre de 2026, las empresas indicaron un aumento de los tipos de interés bancarios y un endurecimiento continuado de otras condiciones del crédito.*

**Los costes de financiación de las entidades de crédito se mantuvieron estables en términos generales hasta febrero de 2026, pero la rentabilidad de los bonos bancarios experimentó un aumento notable en marzo.** El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de crédito de la zona del euro se situó en el 1,5 % en febrero, nivel en el que se mantiene desde julio de 2025 (gráfico 15). La rentabilidad de los bonos bancarios permaneció estable, con fluctuaciones en torno al 3 % desde principios de 2025. Sin embargo, registró un incremento notable tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo el 28 de febrero, principalmente como reflejo del aumento de los tipos de interés libres de riesgo a medio y largo plazo (véase sección 4, «Evolución de los mercados financieros»). El tipo de interés sintético de los depósitos se mantuvo sin cambios en el 0,9 % en febrero. Los tipos de interés de los depósitos a la vista y de los depósitos con preaviso apenas variaron, al igual que los tipos de interés interbancarios, mientras que los aplicados a las cuentas de ahorro disminuyeron ligeramente.

## Gráfico 15

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

(porcentajes anuales)



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

Notas: El coste sintético de la financiación de la deuda es una media de los costes para las entidades de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden a febrero de 2026 para el coste sintético de la financiación de la deuda y al 29 de abril de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

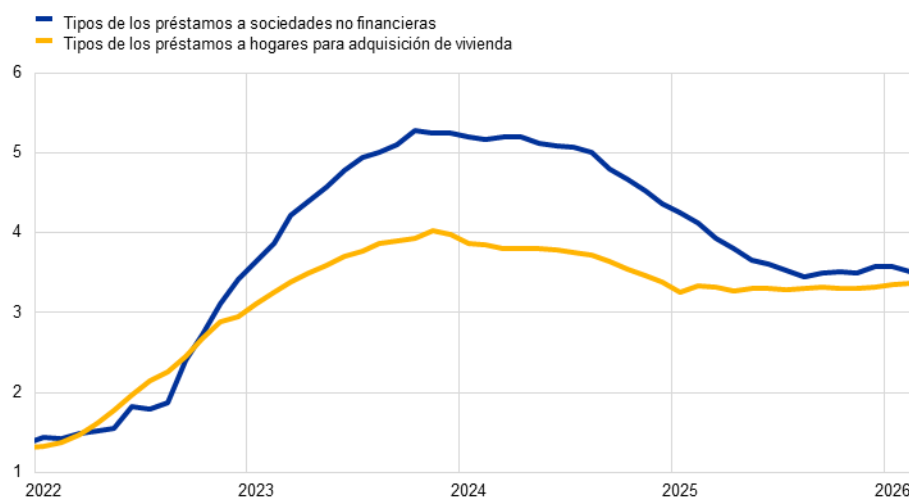
### Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas cayeron ligeramente en febrero, mientras que los aplicados a los concedidos a los hogares se mantuvieron estables (gráfico 16).

El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras disminuyó hasta el 3,5 % en febrero, desde el 3,6 % de enero, y se situó alrededor de 1,8 puntos porcentuales por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023. Esta evolución estuvo determinada por la caída de los tipos de interés de los préstamos a corto plazo (hasta un año), mientras que los tipos aplicados a los préstamos a medio y largo plazo (más de un año) aumentaron. El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros se elevó algo en febrero, principalmente debido a que los tipos aplicados a estos últimos disminuyeron, mientras que los correspondientes a los primeros se incrementaron. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda permaneció estable en el 3,4 % en febrero, en torno a 70 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023. Por períodos de fijación de tipos, el panorama fue dispar: los tipos de interés aumentaron para las hipotecas con períodos de fijación de tipos más largos (más de cinco años), se mantuvieron sin variación para los préstamos con períodos de fijación a medio plazo (entre uno y cinco años) y disminuyeron para los préstamos a más corto plazo (menos de un año).

## Gráfico 16

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

(porcentajes anuales)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

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

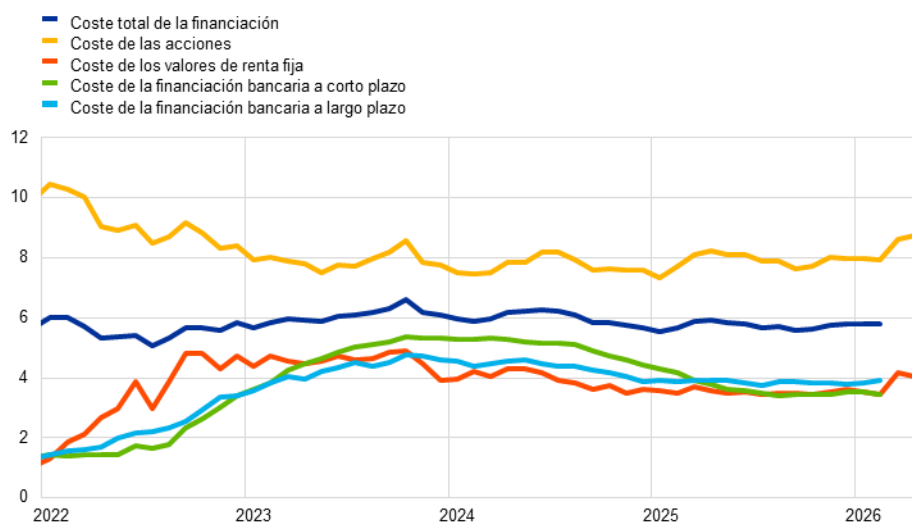
**En el período de referencia, comprendido entre el 19 de marzo y el 29 de abril de 2026, el coste de la financiación de las empresas mediante valores de renta fija no varió, mientras que el de la financiación mediante acciones aumentó.** El coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se situó en el 5,8 % en febrero, sin variación por cuarto mes consecutivo (gráfico 17)<sup>6</sup>. El incremento de 10 punto básicos en el coste de la financiación bancaria a largo plazo fue compensado por los ligeros descensos registrados en los demás componentes del coste total de la financiación. Los datos diarios del período analizado muestran un aumento del coste de las acciones y prácticamente ningún cambio en el coste de los valores de renta fija. El ascenso del coste de las acciones se debió, casi en exclusiva, a la mayor prima de riesgo bursátil, mientras que la estabilidad del coste de los valores de renta fija obedeció a la disminución de los diferenciales de los bonos corporativos —especialmente en el segmento de alto rendimiento—, que compensó la ligera subida de los tipos libres de riesgo a largo plazo.

<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 sociedades no financieras solo están disponibles hasta febrero de 2026.

### 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 se basa en datos mensuales y se calcula como la media de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), y los costes de los valores de renta fija y de las acciones (datos de fin de mes), ponderados por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 29 de abril de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a febrero de 2026 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos mensuales).

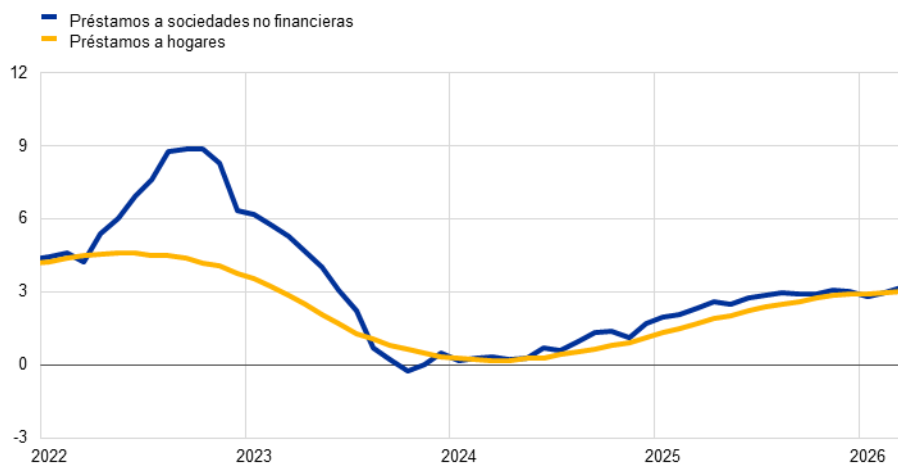
#### El crecimiento de los préstamos a empresas aumentó en marzo, mientras que el de los préstamos a hogares permaneció estable (gráfico 18).

La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a sociedades no financieras se incrementó hasta situarse en el 3,2 % en marzo, desde el 3 % observado en febrero, pero continuó estando muy por debajo de su media histórica del 4,3 % desde el comienzo de las series temporales en 1999. Las emisiones de valores representativos de deuda por parte de las empresas cayeron hasta el 3,9 %, desde el 4,5 % registrado en febrero, ya que los costes de emisión repuntaron inicialmente tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo. Como consecuencia, la tasa de avance interanual de la financiación de la deuda de las empresas se mantuvo prácticamente estable en marzo, en el 3,4 %. El crecimiento de los préstamos a más largo plazo se debilitó, reflejo de la menor demanda de préstamos con fines de inversión. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se mantuvo estable en el 3 % en marzo y también permaneció muy por debajo de su media histórica del 4,1 %. El crecimiento de los préstamos a este sector se sustentó principalmente en el avance del crédito para consumo y, en menor medida, de las hipotecas, mientras que el crédito a hogares para otros fines, como el concedido a empresarios individuales, continuó siendo débil. Según la [encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores](#) (CES, por sus siglas en inglés) de marzo de 2026, la guerra en Oriente Próximo ha afectado negativamente a las expectativas de los hogares relativas al acceso al crédito, que en marzo se situaron en su nivel más restrictivo desde el máximo registrado en el último ciclo de subidas de tipos de interés oficiales en diciembre de 2023.

## Gráfico 18

### Préstamos de las IFM en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



Fuentes: BCE y cálculos del BCE.

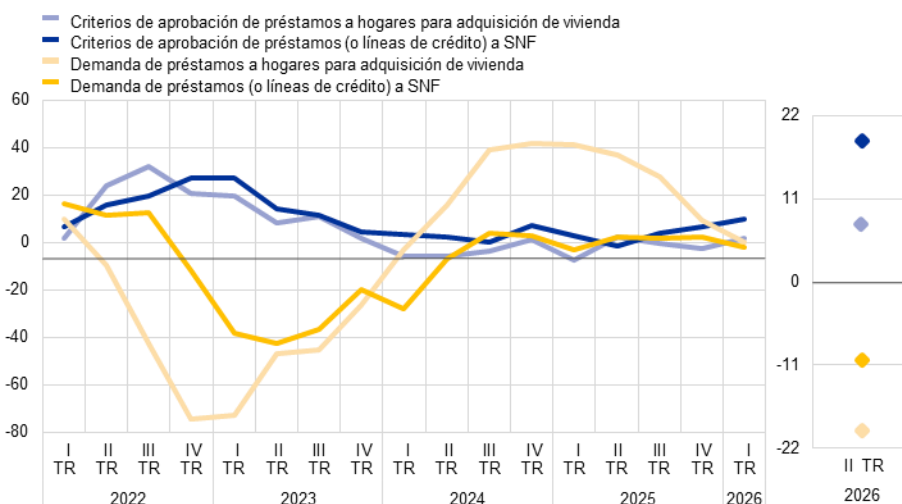
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nacional de tesorería (*notional cash pooling*). Las últimas observaciones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

**En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de abril de 2026 se señaló un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación aplicados a los préstamos a empresas en el primer trimestre de 2026 y un endurecimiento leve de los criterios aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda (gráfico 19).** El endurecimiento de los criterios de aprobación de los préstamos o líneas de crédito a empresas de la zona del euro fue mayor de lo esperado anteriormente por las entidades. Se situó por encima de la media histórica y fue el más pronunciado desde el tercer trimestre de 2023, prolongando una tendencia continuada de endurecimiento acumulado que empezó a mediados de 2025. La mayor percepción de riesgos para las perspectivas económicas y la menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito fueron los factores que más contribuyeron a dicha tendencia. Algunas entidades señalaron un endurecimiento adicional como consecuencia de las exposiciones a empresas más intensivas en energía y a Oriente Próximo. Los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda se endurecieron ligeramente y los aplicados al crédito para consumo registraron un endurecimiento adicional en el primer trimestre de 2026. En cuanto a los préstamos para adquisición de vivienda, la percepción de riesgos contribuyó al endurecimiento de los criterios de aprobación, mientras que la competencia favoreció una leve relajación. La menor tolerancia al riesgo y el aumento de la percepción de riesgos de las entidades fueron los principales factores determinantes del endurecimiento de los criterios de concesión del crédito para consumo. Para el segundo trimestre de 2026, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación se endurezcan de forma notable en el caso de los préstamos a empresas y que registren un endurecimiento adicional en el de los préstamos para adquisición de vivienda y 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 primer trimestre de 2026.

**Las entidades de crédito manifestaron que la demanda de préstamos por parte de las empresas disminuyó ligeramente en el primer trimestre de 2026, mientras que la demanda de préstamos para adquisición de vivienda no varió y la de crédito para consumo se redujo considerablemente.** La disminución de la demanda de préstamos por parte de las empresas fue inesperada dado que, en la encuesta anterior, las entidades habían anticipado un aumento moderado similar a los observados de forma consecutiva en los tres trimestres anteriores. Esta contracción obedeció principalmente al descenso de la demanda de inversión en capital fijo y fue compensada en parte por la mayor demanda de existencias y capital circulante, sobre todo entre las pequeñas y medianas empresas (pymes). Si bien la demanda de préstamos para adquisición de vivienda no varió, la de crédito para consumo se redujo con fuerza. En la encuesta anterior, las entidades habían esperado un aumento en ambas modalidades. El deterioro de la confianza de los consumidores y la evolución de los tipos de interés lastraron la demanda de préstamos para adquisición de vivienda. La mayor debilidad del gasto en bienes de consumo duradero y la menor confianza de los consumidores, así como el nivel general de los tipos de interés, contribuyeron a la debilidad de la demanda de crédito para consumo. Para el segundo trimestre de 2026, las entidades esperan un descenso neto más pronunciado de la demanda de préstamos a empresas y reducciones adicionales de la demanda tanto de préstamos para adquisición de vivienda como de crédito para consumo.

**Según las respuestas de las entidades de crédito a las preguntas *ad hoc* de la encuesta, su acceso a la financiación continuó deteriorándose, mientras que los riesgos en torno a la calidad crediticia también contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión del crédito.** En el primer trimestre de 2026, la facilidad de acceso de las entidades a los mercados de valores de renta fija, los mercados monetarios y los de titulización se deterioró, mientras que se mantuvo prácticamente sin variación en los mercados de financiación minorista. Las entidades esperan que el acceso a la financiación mediante valores de renta fija, a los mercados monetarios y a los mercados de titulización siga deteriorándose en los próximos tres meses, y que el acceso a la financiación minorista siga esta misma tendencia. Las entidades de crédito señalaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia contribuyeron al endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo en el primer trimestre de 2026, pero no afectaron apenas a los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda. También indicaron que la mayor percepción de riesgos, la menor tolerancia al riesgo, la presión procedente de los nuevos requerimientos supervisores o regulatorios y los costes relacionados con el saneamiento de los balances habían contribuido al endurecimiento neto. Para el segundo trimestre de 2026, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que la calidad crediticia propicie un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas, que sería más intenso en el caso del crédito para consumo. En respuesta a una nueva pregunta sobre las titulizaciones de las entidades y su impacto en el crédito, casi la mitad de los bancos de la zona del euro manifestó que utilizaba titulizaciones tradicionales o sintéticas. Las entidades de la zona del euro identificaron la liberación de capital para emitir nuevos préstamos como la principal motivación para titularizar préstamos, seguida de la mejora de su situación de liquidez, la gestión de los riesgos de crédito, la mejora del acceso a la financiación y el cumplimiento de los requerimientos regulatorios o supervisores.

**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 febrero y el 1 de abril de 2026, las empresas señalaron un endurecimiento de las condiciones del crédito bancario en un contexto de aumento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito.** En el primer trimestre de 2026, un porcentaje neto del 26 % de las empresas indicaron que los tipos de interés bancarios habían aumentado, frente a un porcentaje neto del 12 % en el trimestre anterior. Las percepciones de las pymes y las grandes empresas relativas a la subida de los tipos de interés eran similares. 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 de las garantías requeridas.

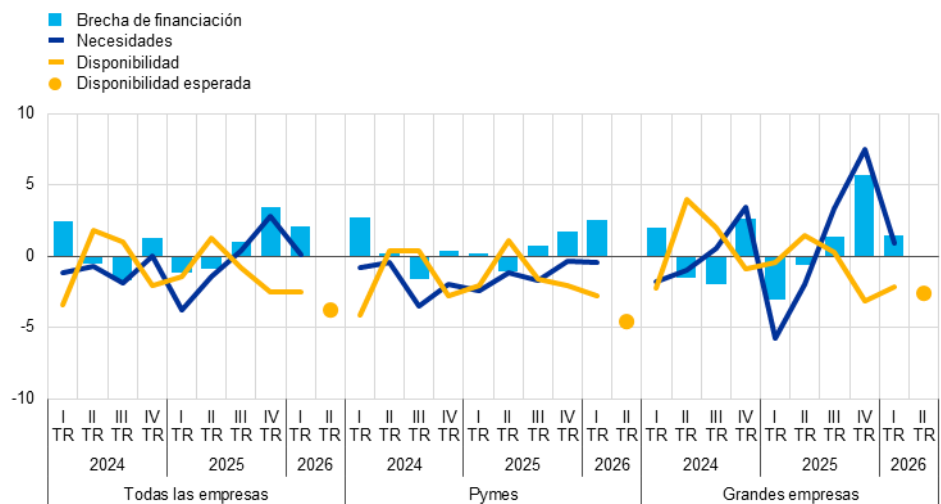
**Las empresas indicaron que sus necesidades de préstamos bancarios no habían variado, y que la disponibilidad de financiación había disminuido levemente (gráfico 20).** En el primer trimestre de 2026, las empresas señalaron que sus necesidades de préstamos bancarios no habían cambiado, mientras que un 3 % neto de ellas señaló que la disponibilidad de dicha financiación se había reducido (frente al 2 % en el trimestre anterior). En los segmentos de pymes y de

grandes empresas se observaron resultados similares. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios —un índice que capta la diferencia entre la variación de las necesidades y la disponibilidad percibidas— siguió siendo positivo para el 2 % neto de las empresas, pero esta cifra es ligeramente más baja que en el trimestre anterior (el 3 % neto), por lo que continúa señalando que las necesidades son mayores que la disponibilidad. De cara al futuro, las empresas esperaban que la disponibilidad de financiación externa experimentara un descenso marginal en los tres meses siguientes, con unas perspectivas menos optimistas que en la encuesta anterior. Las empresas encuestadas antes y después del estallido de la guerra en Oriente Próximo indicaron expectativas similares relativas a la disponibilidad de préstamos bancarios en los tres meses siguientes. No obstante, las expectativas sobre la disponibilidad de estos préstamos en los seis meses siguientes fueron significativamente menores entre las sociedades que fueron encuestadas después del inicio de la guerra que entre las empresas encuestadas antes de esa fecha.

### 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

(porcentajes netos 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 en 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 38 de la encuesta SAFE (entre enero-marzo de 2024 y enero-marzo de 2026).

### La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó ligeramente en marzo, en un entorno de considerables entradas netas del exterior a la zona del euro (gráfico 21).

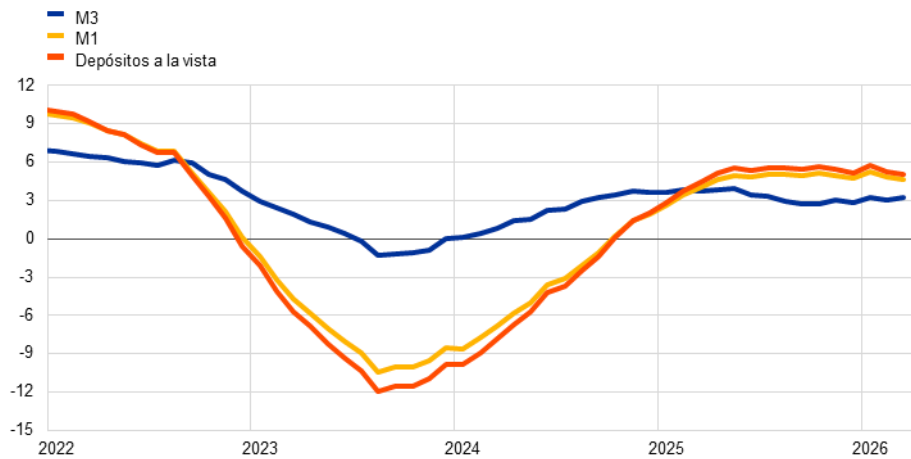
La tasa de crecimiento interanual de M3 se incrementó hasta situarse en el 3,2 % en marzo, desde el 3 % observado en febrero, pero continuó estando muy por debajo de su media histórica del 5,2 % desde el comienzo de las series temporales en 1999. El aumento del avance del agregado monetario amplio se sustentó en las entradas de instrumentos negociables y en la mayor preferencia por los activos líquidos, especialmente entre

los intermediarios financieros no bancarios. Sin embargo, como consecuencia de los fuertes descensos registrados en los depósitos de los hogares, la tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los instrumentos más líquidos, en concreto efectivo en circulación y depósitos a la vista— cayó del 4,8 % en febrero al 4,6 % en marzo. En cuanto a las contrapartidas, las considerables entradas netas del exterior a la zona del euro y las compras de deuda pública (a más corto plazo) por parte de las entidades de crédito fueron los componentes que más contribuyeron a la mayor creación de dinero. En cambio, la reducción del balance del Eurosistema continuó lastrando el crecimiento de M3, dado que ya no se reinvierte el principal de los valores que van venciendo de las carteras del programa de compras de activos y del programa de compras de emergencia frente a la pandemia.

### 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 marzo de 2026.

# Recuadros

## 1 Análisis de la integración transfronteriza de los mercados de renta variable en la zona del euro: evidencia obtenida de un modelo de gravedad

**Pablo Anaya Longaric, Lisa Bellinghausen, Laura Parisi, Lucia Quaglietti y Fons van Overbeek**

**A pesar de que se han logrado algunos avances en la integración, los mercados financieros de la zona del euro siguen estando fragmentados.** La unión de ahorros e inversiones de la UE tiene por objeto eliminar las barreras a los flujos de capital transfronterizos, desbloquear la inversión, reducir el coste del capital y reforzar la capacidad de resistencia. Sin embargo, la magnitud de las fricciones que aún persisten es difícil de cuantificar. En este recuadro se aborda esta limitación aplicando un modelo de gravedad estructural a las tenencias bilaterales de instrumentos de renta variable de la zona del euro, y se presentan estimaciones de los cambios que se han producido en las fricciones financieras en los mercados de renta variable durante la última década.

**Los indicadores descriptivos señalan la persistente fragmentación de los mercados de renta variable de la zona del euro.** Por ejemplo, los indicadores de precios sugieren que la integración de los mercados continúa por debajo del nivel máximo alcanzado en 2018, que fue inferior a los récords históricos registrados una década antes (Banco Central Europeo [BCE], 2026) (panel a del gráfico A)<sup>1</sup>. Esta evolución se ha producido en paralelo al aumento de las valoraciones bursátiles, lo que sugiere que el mejor comportamiento de los mercados no se ha traducido en un mayor grado de integración financiera. Al mismo tiempo, los indicadores cuantitativos apuntan a un ligero incremento de la inversión transfronteriza dentro de la zona del euro, aunque ha crecido menos que las tenencias de acciones de Estados Unidos por parte de inversores de la zona (panel b del gráfico A).

---

<sup>1</sup> Los indicadores de precios reflejan la convergencia de los precios, la rentabilidad o los rendimientos de los activos, ajustados por el riesgo y la liquidez. Los indicadores cuantitativos se centran en la magnitud de la actividad financiera transfronteriza y se basan en datos sobre tenencias, flujos de cartera o exposiciones en las carteras. Véase también BCE (2026).

## Gráfico A

### Medidas de la integración de los mercados de renta variable de la zona del euro

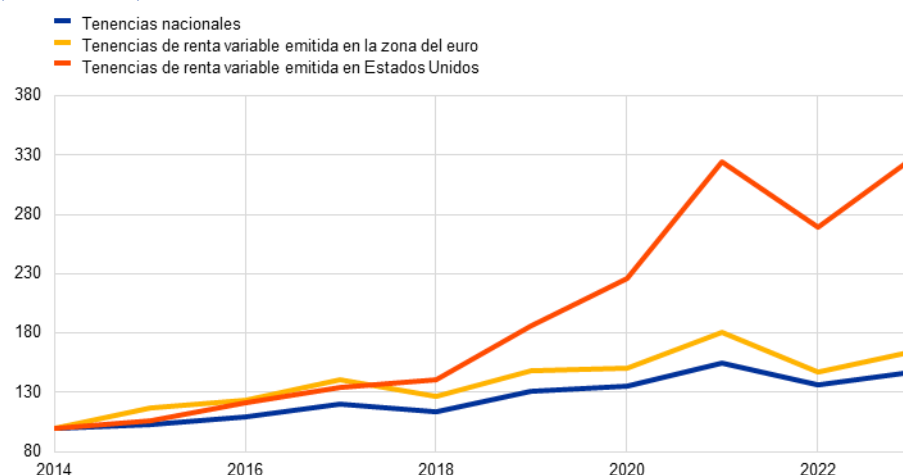
#### a) Indicador del BCE basado en precios de la integración de los mercados de renta variable

(escala izquierda: indicador basado en precios; escala derecha: índice: 1999 = 100)



#### b) Variaciones recientes del volumen de tenencias de renta variable por emisor

(índice: 2014 = 100)



Fuentes: BCE (2026), LSEG, Beck *et al.* (2026) y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: la línea azul muestra el subíndice de los mercados de renta variable del indicador compuesto del BCE basado en precios de la integración financiera (0 = nula integración; 1 = plena integración), que se basa en la dispersión de los precios. La línea amarilla muestra los cambios en el índice bursátil de la UE con respecto a 1999. Panel b: las tenencias nacionales se refieren a posiciones en las que el tenedor y el emisor se encuentran en el mismo país de la zona del euro. Las tenencias de renta variable emitida en la zona del euro representan valores emitidos en un país de la zona distinto del país del tenedor, y las tenencias emitidas en Estados Unidos son valores en poder de inversores de la zona del euro emitidos en ese país. Los instrumentos considerados son acciones cotizadas y participaciones en fondos de inversión. Se clasifican por nacionalidad del emisor, sin tener en cuenta las participaciones en fondos de inversión.

**Los modelos de gravedad pueden complementar los indicadores descriptivos, que proporcionan instantáneas útiles de la integración financiera, pero no reflejan plenamente los factores estructurales que determinan los flujos transfronterizos de renta variable.** Los modelos de gravedad ofrecen un marco estructural basado en modelos que controla por factores específicos de cada país y fricciones bilaterales invariables en el tiempo. La principal ventaja de estos modelos es que aíslan las fricciones estructurales basándose en sus fundamentos, si bien podrían proporcionar menos información sobre la eficiencia de los mercados o su valoración del riesgo que los indicadores basados en precios. Los modelos de

gravedad especifican que las interacciones económicas bilaterales aumentan con el tamaño de la economía y disminuyen con la distancia geográfica y otros factores. Aunque estos modelos se desarrollaron originalmente para el comercio internacional, la misma idea puede aplicarse a los mercados financieros: la inversión transfronteriza es mayor entre países importantes desde el punto de vista económico y países con menos barreras informativas, institucionales o geográficas<sup>2</sup>. De hecho, la evidencia empírica muestra que la proximidad geográfica, los vínculos comerciales y los marcos regulatorios comunes impulsan los flujos financieros transfronterizos, mientras que las fricciones persistentes mantienen el sesgo nacional<sup>3</sup>.

**Los modelos de gravedad permiten realizar una cuantificación estructural de las barreras agregadas a la inversión transfronteriza en renta variable.** Con estos modelos es posible analizar cómo ha evolucionado la integración en el seno de la zona del euro en comparación con sus vínculos con países terceros no pertenecientes a la zona y hasta qué punto siguen afectando las fricciones a las carteras transfronterizas<sup>4</sup>. En el análisis se utilizan reformulaciones de las posiciones de inversión de cartera de los países de la zona del euro incluidas en el conjunto de datos de Beck *et al.* (2026)<sup>5</sup>. Las fricciones estimadas se expresan como «equivalentes impositivos», es decir, el tipo impositivo genera el mismo efecto que las fricciones observadas, lo que permite efectuar comparaciones entre países y a lo largo del tiempo, y entre los países de la zona del euro y Estados Unidos<sup>6</sup>. Dado que el conjunto de datos se inicia en 2014, los cambios en el grado de integración se expresan en relación con ese año.

**Las fricciones dentro de la zona del euro se han reducido menos que las existentes entre la zona del euro y Estados Unidos.** El gráfico B muestra que, en general, las fricciones en la zona han disminuido desde 2014 en un equivalente impositivo de unos 12 puntos porcentuales. Las fricciones que afectaron a las tenencias de renta variable entre la zona del euro y Estados Unidos se redujeron de forma más significativa, alrededor de 25 puntos porcentuales. Esta diferencia sugiere un ritmo más rápido de integración de los mercados de renta variable de la zona del euro con Estados Unidos durante este período. Si las estimaciones se

---

<sup>2</sup> La distancia geográfica puede implicar asimetrías de información, mayores costes de seguimiento y de transacción, y desconocimiento de los mercados extranjeros, todo lo cual puede desincentivar la inversión transfronteriza.

<sup>3</sup> Véanse Portes y Rey (2005), Lane y Milesi-Ferretti (2008) y Okawa y van Wincoop (2012).

<sup>4</sup> Se estima un modelo de gravedad de las tenencias bilaterales de renta variable en el que se analiza el papel de factores estándar (distancia, lengua común, origen legal) y se controla por las características de cada país, las valoraciones bursátiles relativas y los flujos comerciales. Se incluyen variables ficticias (*dummy*) para comparar la integración de la zona del euro y entre la zona del euro y Estados Unidos a lo largo del tiempo. La muestra abarca el período comprendido entre 2014 y 2023 y recoge los cambios en las fricciones transfronterizas en los mercados de renta variable en comparación con las tenencias nacionales. En la estimación se utiliza el estimador de pseudo-máxima verosimilitud de Poisson, siguiendo la literatura más avanzada sobre modelos de gravedad. Véase Larch, Shikher y Yotov (2025).

<sup>5</sup> Este conjunto de datos contiene reformulaciones estimadas de los datos de la encuesta coordinada sobre la inversión de cartera del FMI para los países de la zona del euro, basadas en las estadísticas del BCE sobre tenencias de valores. No tiene en cuenta las participaciones en fondos de inversión de inversores de la zona del euro y asigna cada valor al país de la matriz última de su emisor. También corrige por las tenencias de no residentes en la zona del euro a través de fondos de inversión de la zona. Los datos se han obtenido de [www.globalcapitalallocation.com](http://www.globalcapitalallocation.com).

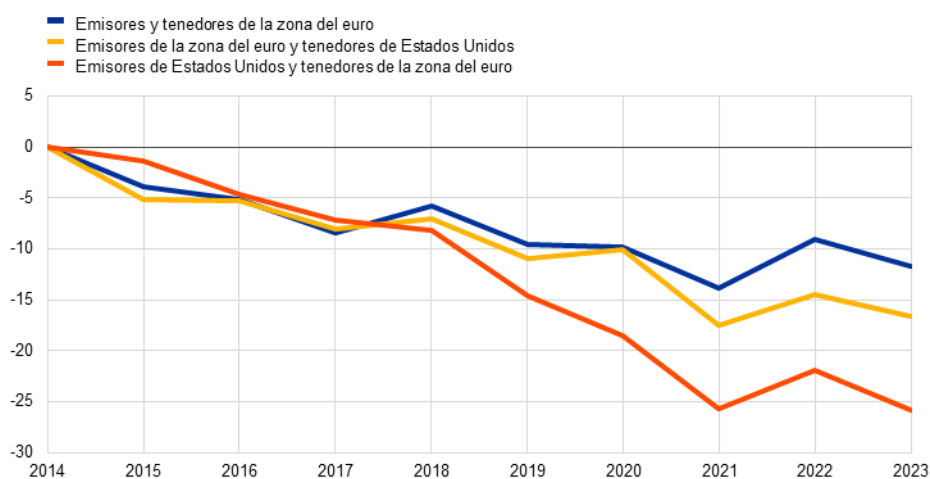
<sup>6</sup> Véase Head y Mayer (2021).

interpretan desde la perspectiva de la equivalencia impositiva, indican que las fricciones a las que se enfrentan los inversores de la zona del euro al mantener instrumentos de renta variable de Estados Unidos han disminuido con mucha más rapidez que las fricciones asociadas a las tenencias transfronterizas dentro de la zona. Aunque las estimaciones no permiten valorar el alcance de la integración antes de 2014, la Comisión Europea y la literatura académica llegan sistemáticamente a la conclusión de que los mercados de capitales de la UE siguen estando fragmentados, con avances solo limitados en la integración<sup>7</sup>.

### Gráfico B

#### Cambios estimados en las fricciones que afectan a la integración de los mercados de renta variable de la zona del euro

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

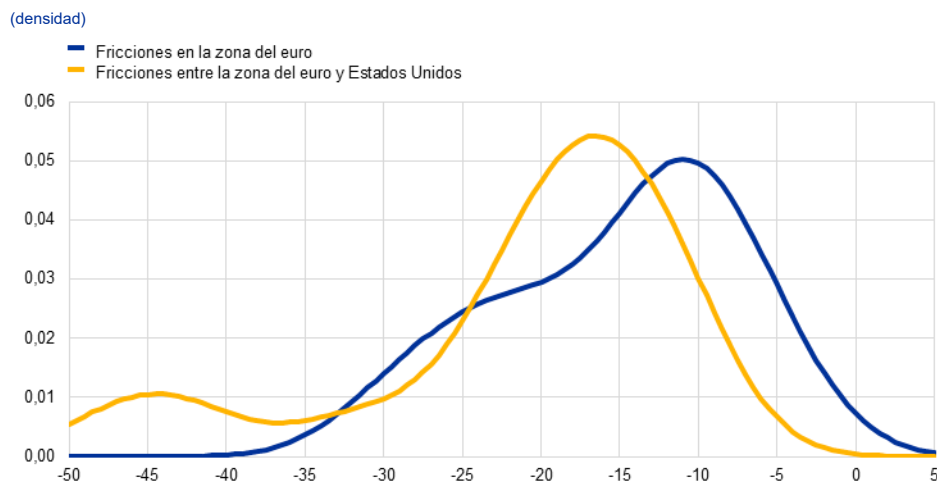
Notas: El gráfico se basa en una estimación obtenida de un modelo de gravedad y muestra los cambios en las fricciones a lo largo del tiempo entre emisores y tenedores de tres grupos: emisores y tenedores de distintos países de la zona del euro, emisores de la zona del euro y tenedores de Estados Unidos, y emisores de Estados Unidos y tenedores de la zona del euro. Los coeficientes de regresión se convierten en equivalentes impositivos utilizando una elasticidad de  $-3,86$ , en línea con Head y Mayer (2021). Cada punto se obtiene por la diferencia con respecto a las tenencias nacionales de renta variable de 2014. Las estimaciones son significativas al nivel del 95 %.

**Los resultados por países confirman que la integración de los mercados de renta variable ha avanzado más entre la zona del euro y Estados Unidos que dentro de la zona del euro.** La distribución de los cambios en las fricciones en los distintos países de la zona del euro en el período 2014-2023 muestra que las barreras que afectaban a las tenencias de renta variable entre la zona del euro y Estados Unidos disminuyeron de forma más acusada, en promedio, que las barreras existentes dentro de la zona. Además, las disminuciones fueron más dispersas en el caso de la integración entre la zona del euro y Estados Unidos, y la cola izquierda más pronunciada apunta a un subconjunto de países que lograron un grado de integración mucho mayor con países no pertenecientes a la zona (gráfico C). El contraste entre las dos distribuciones pone de relieve los menores avances relativos en la integración dentro de la zona del euro.

<sup>7</sup> Véanse Comisión Europea (2025), Draghi (2024) y Arampatzi *et al.* (2025).

### Gráfico C

#### Distribución de los cambios en las fricciones en los mercados de renta variable en los países de la zona del euro



Fuente: Cálculos del BCE.

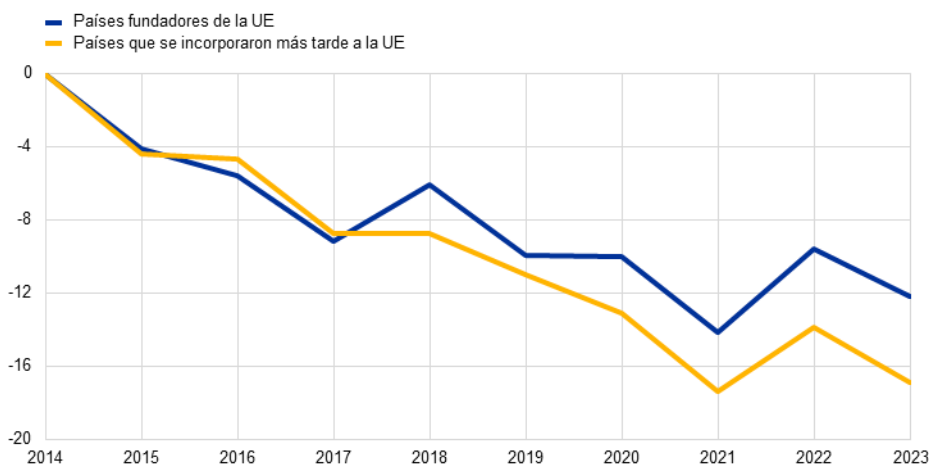
Notas: El gráfico muestra las estimaciones de densidad de kernel de los cambios en las fricciones en los mercados de renta variable en los países de la zona del euro, expresadas en términos de equivalentes impositivos. Cada curva representa la distribución de los cambios a nivel de países entre 2014 y 2023, y los valores más negativos indican mayores reducciones de las fricciones. El eje horizontal muestra la magnitud de los cambios y el eje vertical la densidad estimada (la suma del área debajo de cada curva es uno). Un desplazamiento hacia la izquierda indica reducciones en general más acusadas (más integración), mientras que una dispersión más amplia o unas colas más pronunciadas reflejan una variación más intensa entre países.

**Los países que se incorporaron más tarde a la UE han registrado reducciones más acusadas de las fricciones de la zona del euro en los últimos años.** La descomposición por grupos de países muestra que aquellos que se incorporaron a la UE en una fecha posterior lograron mayores reducciones —aunque más volátiles— de las fricciones, mientras que, en los seis Estados miembros fundadores de la UE, el descenso fue más moderado (gráfico D). La disminución más pronunciada de las fricciones —en particular en el período posterior a la pandemia de COVID-19— observada en los países que se adhirieron más tarde puede reflejar una combinación de dinámica de convergencia y cambios estructurales. Es posible que, inicialmente, estas economías registraran fricciones más significativas y tuvieran un margen de convergencia más amplio, mientras que los seis Estados miembros fundadores podrían haber alcanzado un mayor grado de integración ya con anterioridad a 2014. Además, el entorno posterior a la pandemia —caracterizado por una mayor digitalización de los servicios financieros y por el apoyo público a escala de la UE— puede haber contribuido a reducir las barreras a la información y a las transacciones.

## Gráfico D

Cambios estimados en las fricciones que afectan a la integración de los mercados de renta variable de la zona del euro para una selección de grupos de países de la zona

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.

Notas: El gráfico se basa en una estimación obtenida de un modelo de gravedad y muestra el cambio en las fricciones para diferentes grupos de países de la zona del euro, es decir, los seis miembros fundadores de la UE y los países que se incorporaron más tarde. Los coeficientes de regresión se convierten en equivalentes impositivos utilizando una elasticidad de  $-3,86$ , en línea con Head y Mayer (2021). Cada punto se obtiene por la diferencia con respecto a las tenencias nacionales de renta variable de 2014.

**En general, estos resultados muestran que se ha avanzado poco en la integración de los mercados de renta variable europeos.** La consecución de los objetivos de la unión de ahorros e inversiones requerirá esfuerzos adicionales para reducir la fragmentación, incluida una mayor armonización en las áreas de supervisión y regulación, y una integración más profunda de las infraestructuras de negociación y posnegociación para mejorar la liquidez, apoyar la inversión transfronteriza y reforzar la capacidad de Europa para financiar inversiones estratégicas.

## Bibliografía

A. Arampatzi, R. Christie, J. Evrard, L. Parisi, C. Rouveyrol y F. van Overbeek (2025), «[Capital markets union: a deep dive — five measures to foster a single market for capital](#)», *Occasional Paper Series*, n.º 369, BCE, revisado en mayo de 2025.

R. Beck, A. Coppola, A. Lewis, M. Maggiori, M. Schmitz y J. Schreger (2026), *The Geography of Capital Allocation in the Euro Area*, working paper.

M. Draghi (2024), *The future of European competitiveness*, septiembre.

Banco Central Europeo (BCE) (2026), *Financial integration and structure in the euro area — statistical Annex*, abril.

Comisión Europea (2025), «[Unión de Ahorros e Inversiones: Una estrategia para fomentar la riqueza de los ciudadanos y la competitividad económica en la UE](#)»,

*Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM(2025) 124 final, Bruselas, 19 de marzo.*

K. Head y T. Mayer (2021), «[The United States of Europe: A Gravity Model Evaluation of the Four Freedoms](#)», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 35, n.º 2, primavera, pp. 23-48.

P. R. Lane y G. M. Milesi-Ferretti (2008), «[International Investment Patterns](#)», *The Review of Economics and Statistics*, vol. 90, n.º 3, agosto, pp. 538-549.

M. Larch, S. Shikher e Y.V. Yotov (2025), «Estimating Gravity Equations: Theory Implications, Econometric Developments, and Practical Recommendations», *Working Papers*, 2025001, Center for Global Policy Analysis, LeBow College of Business, Drexel University.

Y. Okawa y E. van Wincoop (2012), «[Gravity in International Finance](#)», *Journal of International Economics*, vol. 87, n.º 2, julio, pp. 205-215.

R. Portes y H. Rey (2005), «[The determinants of cross-border equity flows](#)», *Journal of International Economics*, vol. 65, n.º 2, marzo, pp. 269-296.

## 2 El impacto del auge industrial de China en la zona del euro

Alessandra Amicucci, Nicolò Gnocato, Vanessa Gunnella, Clara Lindemann, Alfonso Merendino y Carlos Montes-Galdón

**El auge industrial de China es una fuerza externa importante que influye en el comercio, la producción y los precios de la zona del euro, al reducir los costes y aumentar las presiones competitivas para los productores de la zona.** La reciente expansión de las exportaciones de China refleja las ganancias de productividad y los avances tecnológicos que están reforzando el papel de este país en las manufacturas de mayor valor, aunque también intervienen otros factores, como la menor demanda de importaciones por parte de China<sup>1</sup>. En el caso de los productores de la zona del euro, la penetración de las importaciones provenientes de competidores chinos puede tener efectos expansivos al reducir los costes de los insumos y los precios, pero también puede desplazar la producción por la mayor competencia.

**La creciente presencia de empresas chinas plantea importantes retos de competitividad para la zona del euro que son cada vez más visibles en el comportamiento de su economía, tanto internamente como en el exterior.** Los productores de la zona del euro han ido perdiendo cuotas de mercado allí donde se enfrentan a la competencia de China, en particular desde 2020. La penetración de las importaciones de este país en el mercado europeo ha aumentado considerablemente, sobre todo en las industrias de tecnología media y alta, lo que ejerce presión sobre los productores europeos.

**Los retos actuales difieren ligeramente de los experimentados durante el primer «shock chino» en la primera década del siglo XXI<sup>2</sup>.** En comparación con ese período, las importaciones de la zona del euro procedentes de China han registrado recientemente un crecimiento más intenso en los sectores manufactureros avanzados (como la electrónica y la automoción) que en los tradicionales (como el textil y el de muebles). Además, la composición de las importaciones provenientes de China ha cambiado en favor de los productos intermedios (gráfico A). Asimismo, a diferencia de lo ocurrido en la década de 2000, el reciente aumento de las exportaciones chinas a la zona del euro no ha ido acompañado de un incremento equivalente de las exportaciones de la zona del euro a China, dado que las importaciones al país asiático procedentes de la eurozona han disminuido desde 2021.

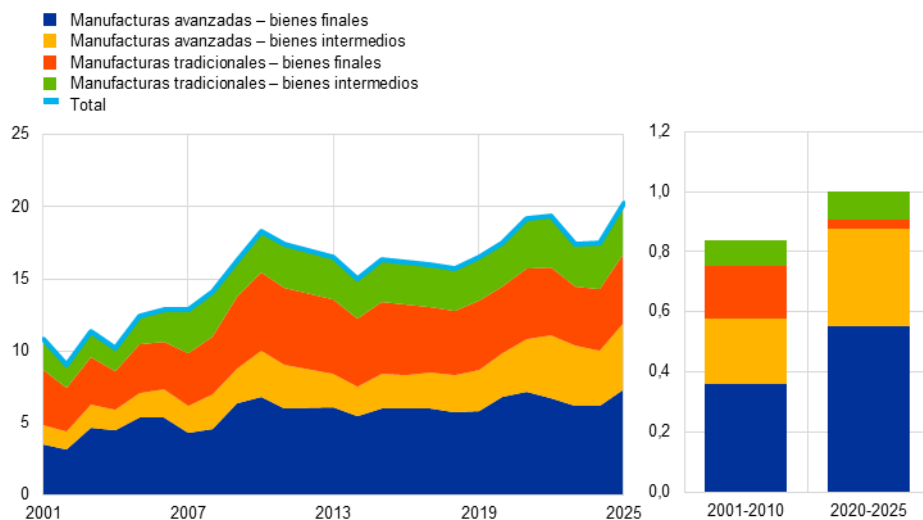
<sup>1</sup> Véase Al-Haschimi *et al.* (2025), «El creciente superávit comercial de China: por qué las exportaciones aumentan mientras las importaciones se estancan».

<sup>2</sup> El primer *shock* chino se refiere al período 2001-2010, en línea con la literatura que vincula esta década con el rápido crecimiento de las importaciones chinas (Autor *et al.*, 2021).

## Gráfico A

### Peso de China en las importaciones de la zona del euro en términos de contenido tecnológico y uso

(escala izquierda: porcentajes; escala derecha: tasas medias de crecimiento interanual en el período respectivo)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

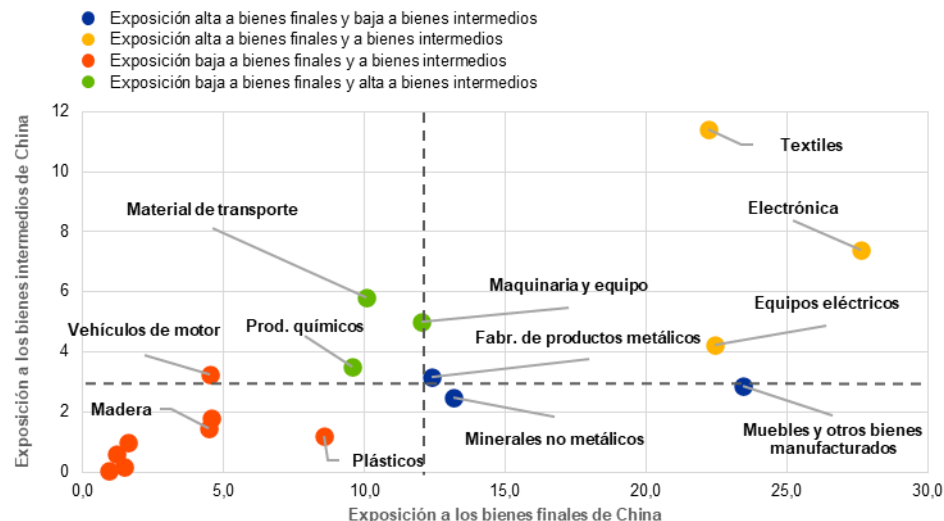
Notas: Las cuotas de mercado de las importaciones se expresan en términos de valor solo para los bienes. Para calcular las ponderaciones sectoriales se utilizan datos de Trade Data Monitor. Las últimas observaciones corresponden a noviembre de 2025.

**En los últimos años, la penetración de las importaciones de bienes intermedios y finales procedentes de China ha evolucionado de forma muy diferente en los distintos sectores, lo que sugiere que el impacto sobre la producción variará de unas industrias a otras.** Mientras que algunos sectores, como el de muebles y el de productos metálicos, se ven afectados por la competencia principalmente en los bienes finales (puntos azules del gráfico B), otros, como la electrónica, experimentan tanto importantes reducciones de costes como una intensa competencia en los mercados de productos (puntos amarillos).

## Gráfico B

### Exposiciones sectoriales a China

(porcentajes)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.

Nota: Las exposiciones se expresan en variaciones medias anuales de las cuotas de importación de China en cada sector de la economía de la zona del euro en el período 2001-2022.

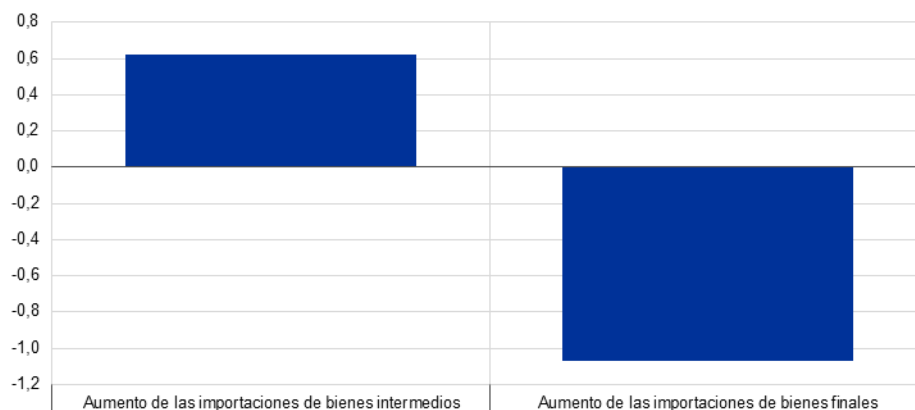
**El análisis econométrico pone de relieve una clara asimetría entre el canal de costes de los insumos y el canal de la competencia en la penetración de las importaciones procedentes de China.** Utilizando un panel de países y sectores para el período 2000-2022, las variaciones de las cuotas de importación sectoriales de China se relacionan con el crecimiento de la producción industrial en la UE, distinguiendo entre importaciones de bienes finales e importaciones de bienes intermedios<sup>3</sup>. En el gráfico C, los coeficientes de estimación se traducen en efectos sobre la producción. Los resultados muestran que, en los sectores que registraron un incremento medio anual de las importaciones, una mayor exposición a las importaciones de bienes intermedios procedentes de China estuvo relacionada con un aumento de 0,6 puntos porcentuales en el crecimiento de la producción industrial. Por el contrario, un incremento medio anual de las importaciones de bienes finales estuvo asociado a una reducción de la producción de alrededor de 1 punto porcentual.

<sup>3</sup> La variable dependiente es el crecimiento anual de la producción industrial a nivel de país y sector. Las exposiciones se muestran como variaciones interanuales de la cuota de importaciones de China en bienes intermedios y finales. Para hacer frente a la endogeneidad, se utiliza un instrumento de cambio de cuota (*shift-share*) de tipo Bartik basado en ponderaciones sectoriales iniciales de las importaciones y en los cambios de las exportaciones chinas a otras economías avanzadas, siguiendo a Friesenbichler *et al.* (2023) y Autor *et al.* (2013). Las regresiones incluyen efectos fijos país-sector y país-tiempo, así como tendencias sectoriales, con identificación en función de las diferencias en la exposición sectorial a China en un determinado país y año.

### Gráfico C

#### Impacto de la exposición a las importaciones chinas en el crecimiento de la producción industrial sectorial de la UE

(variación en puntos porcentuales)



Fuentes: Trade Data Monitor, TIVA (2025) y cálculos del BCE.

Nota: El gráfico muestra el crecimiento de la producción en respuesta al incremento medio anual de la cuota de importaciones de China en el período 2000-2022.

**Para entender el impacto agregado de las ganancias de productividad en China sobre la UE se utiliza un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por sus siglas en inglés) multisectorial y multipaís que incluye vínculos comerciales y redes globales de producción<sup>4</sup>.** Las

simulaciones basadas en el modelo captan el aumento de la presión competitiva de China a través de perturbaciones de productividad específicas en cada sector —en las manufacturas tradicionales y avanzadas de China— que reducen endógenamente los costes marginales y los precios de exportación chinos. Una diferencia notable entre los dos sectores es que los productos manufactureros tradicionales importados de China son mayoritariamente bienes finales, mientras que las importaciones de productos manufactureros avanzados se utilizan de forma más intensiva como insumos intermedios (panel a del gráfico D).

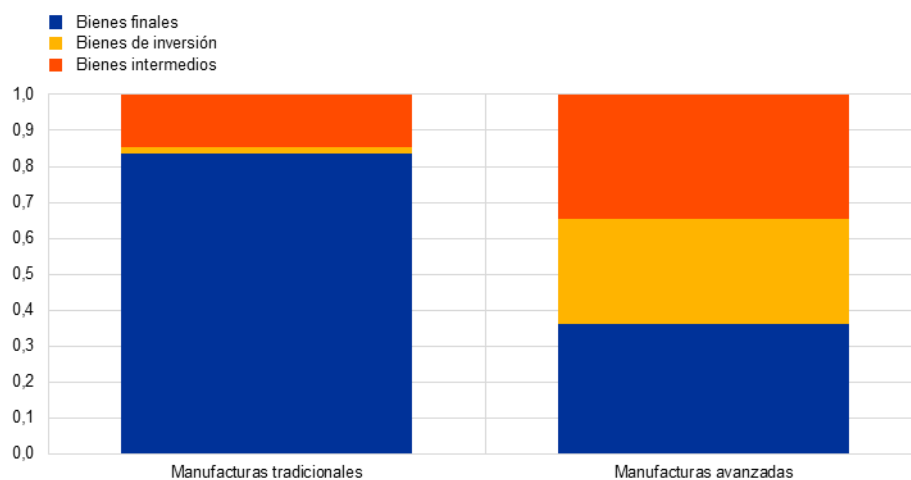
<sup>4</sup> El modelo es una extensión de cuatro regiones (la UE, Estados Unidos, China y el resto del mundo) de Gnocato *et al.* (2025).

## Gráfico D

Efectos simulados de un aumento persistente de la productividad china en la producción sectorial de la UE

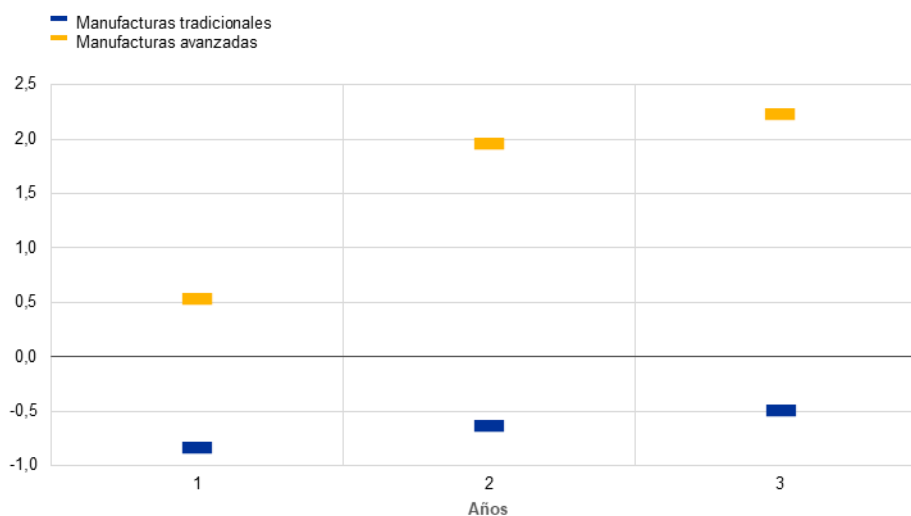
### a) Composición de las importaciones de la UE procedentes de China

(porcentajes en estado estacionario)



### b) Producción sectorial de la UE

(desviaciones porcentuales con respecto al estado estacionario)



Fuente: Cálculos del BCE utilizando un modelo DSGE multipaís que incluye redes globales de producción y vínculos comerciales (basado en Gnecato *et al.*, 2025).

Notas: En el panel a, las barras muestran los porcentajes calibrados en estado estacionario. En el panel b, las perturbaciones se escalan para provocar el mismo aumento en las importaciones de productos manufactureros tradicionales y avanzados chinos en el segundo año (un incremento de 10 puntos porcentuales en relación con las importaciones totales procedentes de China en estado estacionario).

**Las perturbaciones de productividad positivas en China respaldan el PIB de la UE a través de los efectos renta y del abaratamiento de los insumos importados, aunque el impacto difiere de un sector a otro.** Desde la perspectiva de la UE, los efectos principales de las perturbaciones en el sector manufacturero tradicional de China o en su sector manufacturero avanzado son una reducción relativa de los precios de las importaciones procedentes del sector afectado y un aumento de las importaciones provenientes del país asiático. El impacto en la producción de la UE difiere de un sector a otro, dependiendo de cómo se usen los

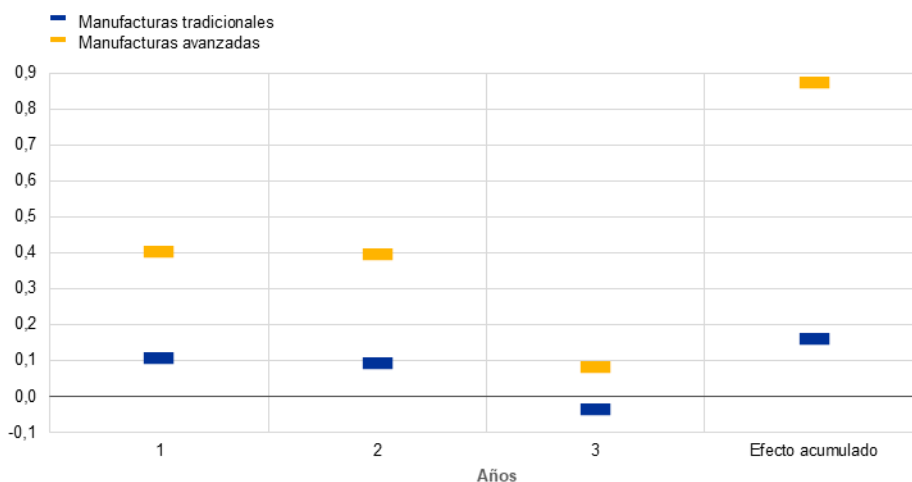
bienes importados. Cuando las importaciones son principalmente de bienes intermedios (como en las manufacturas avanzadas), contribuyen a reducir costes y a sostener la producción interna. Cuando las importaciones son en su mayoría de bienes finales (como en las manufacturas tradicionales), los consumidores europeos pasan con facilidad a consumir las importaciones chinas relativamente más baratas y, por tanto, los productores de la UE se enfrentan a una mayor competencia y a una caída de la demanda de sus bienes que frena la producción sectorial de la UE (panel b del gráfico D). Sin embargo, la disponibilidad de bienes importados más baratos permite a los hogares gastar más, lo que incrementa la demanda agregada y, en última instancia, redundando en beneficio del PIB de la UE (panel b del gráfico E).

## Gráfico E

### Efectos simulados de un aumento persistente de la productividad china en el PIB y la inflación de la UE

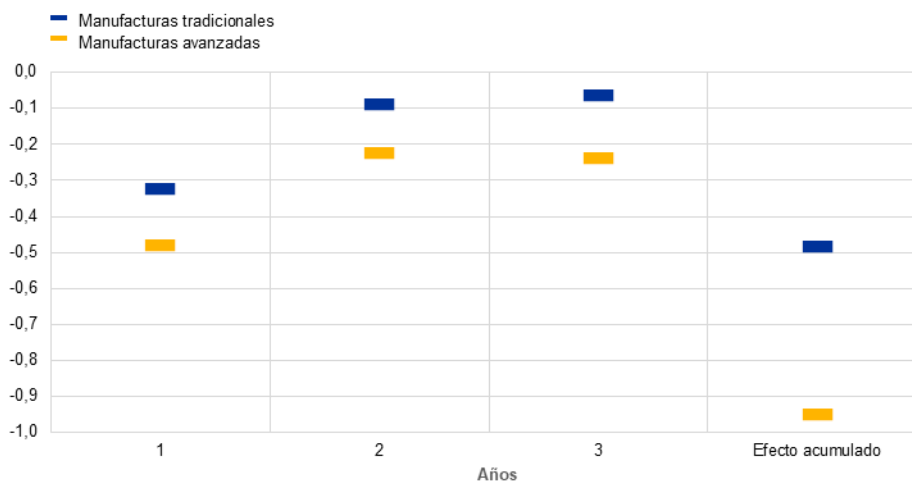
#### a) PIB de la UE

(tasas de variación interanual)



#### b) Inflación de la UE

(tasas de variación interanual en puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE utilizando un modelo DSGE multipaís que incluye redes globales de producción y vínculos comerciales (basado en Gnocato *et. al.*, 2025).

Nota: Las perturbaciones se escalan para provocar el mismo aumento de las importaciones de productos manufactureros tradicionales y avanzados chinos en el segundo año (un incremento de 10 puntos porcentuales en relación con las importaciones totales procedentes de China en estado estacionario).

### El menor precio de los bienes chinos ejerce presiones desinflacionistas en la UE a través de diferentes canales en los distintos sectores.

Cuando se producen perturbaciones en las manufacturas tradicionales o avanzadas de China, las importaciones de bienes chinos relativamente más baratos ejercen considerables presiones desinflacionistas sobre la UE (panel b del gráfico E). Estas presiones son mayores cuando la perturbación afecta al sector manufacturero avanzado chino, y el impacto es principalmente indirecto, debido a los efectos de los menores costes (*cost-pull*), a través de los vínculos de producción. Cuando la perturbación afecta al sector manufacturero tradicional de China, las importaciones

entran más directamente en la cesta de consumo de los hogares europeos, y el impacto desinflationista se deriva más, en términos relativos, del impacto directo de los menores precios de importación de este país.

**Una mejora de la competitividad de China en los mercados mundiales derivada de las subvenciones a la producción tendría efectos similares en la economía de la UE.** Se considera un escenario alternativo en el que las subvenciones a la producción en China son el factor que explica el aumento de la competitividad de las empresas chinas en los mercados mundiales, en vez de las perturbaciones de productividad. Se introducen subvenciones sectoriales a la producción que reducen los márgenes y los precios de producción. Aunque el determinante de la competitividad de China es diferente, las implicaciones para la economía europea son, en general, similares. Una vez más, las importaciones más baratas de productos manufactureros avanzados benefician a la producción manufacturera avanzada en la UE y a su PIB en general. En el sector manufacturero tradicional de la UE, la producción sigue disminuyendo al tiempo que el avance del PIB es limitado en cierto modo, ya que los efectos renta no compensan plenamente las pérdidas de producción.

**Más allá del análisis basado en modelos teóricos, el examen más amplio de los efectos del auge industrial de China en la zona del euro presenta matices.**

Aunque la reciente pujanza industrial de China puede generar efectos agregados favorables a corto plazo en la economía de la UE, ha coincidido con una débil demanda de importaciones en el país asiático y con una pérdida de cuotas de mercado de los exportadores de la UE. Además, los efectos positivos en el PIB de la UE reflejan canales a corto plazo, pero no tienen en cuenta los riesgos a más largo plazo, como las posibles secuelas derivadas del desplazamiento de la producción, o los riesgos estructurales y las vulnerabilidades estratégicas.

## Bibliografía

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

D. Autor, D. Dorn y G. Hanson (2013), «The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States», *American Economic Review*, vol. 103(6), pp. 2121-2168.

D. Autor, D. Dorn y G. Hanson (2021), «On the persistence of the China shock», *National Bureau of Economic Research*, n.º w29401.

K. S. Friesenbichler, A. Kügler y A. Reinstaller (2023), «The impact of import competition from China on firm-level productivity growth in the European Union», *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 86(2), pp. 236-256.

N. Gnoco, C. Montes-Galdón y G. Stamato (2025), «[Tariffs across the supply chain](#)», *Working Paper Series*, n.º 3081, BCE.

### 3 Dispersión del crecimiento del PIB real entre los países de la zona del euro: evolución y determinantes

Niccolò Battistini, Johannes Gareis y Richard Morris

**La dispersión del crecimiento del PIB real de la zona del euro se ha reducido recientemente y es relativamente baja en términos históricos.** La dispersión entre países del crecimiento del PIB real de la zona del euro —medida como la suma ponderada por el PIB de las desviaciones absolutas del crecimiento interanual trimestral de cada país con respecto al agregado de la zona del euro (excluida Irlanda)— se encuentra actualmente en un nivel relativamente reducido<sup>1</sup>. Este nivel ha ido asociado normalmente a períodos de «calma», incluido el período anterior a la crisis financiera global (1999-2007) y el posterior a la crisis de deuda soberana de la zona del euro, pero previo a la pandemia de COVID-19 (2015-2019) (gráfico A). Sin embargo, esta dispersión no ha disminuido hasta hace poco con respecto a los elevados niveles observados durante la pandemia y tras la invasión rusa de Ucrania.

#### Gráfico A

##### Dispersión del crecimiento interanual del PIB real

(suma de desviaciones absolutas ponderadas por el PIB, puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los datos se refieren a la composición de la zona del euro en cada momento, excluida Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025.

**En los últimos años, la dispersión del crecimiento del PIB real de la zona del euro ha ido acompañada de una convergencia del PIB real per cápita.** Medida como la suma de las desviaciones absolutas, ponderadas por la población, del PIB real per cápita de cada país (en términos porcentuales) con respecto al agregado de la zona del euro (excluida Irlanda), la dispersión del PIB real per cápita aumentó entre 1999 y 2014 (gráfico B). Hasta 2007, este aumento se debió principalmente a la ampliación de la zona del euro y, posteriormente, a las consecuencias de los desequilibrios macroeconómicos que se habían acumulado antes de la crisis financiera global. Desde 2015, la dispersión del PIB real per cápita ha seguido, en

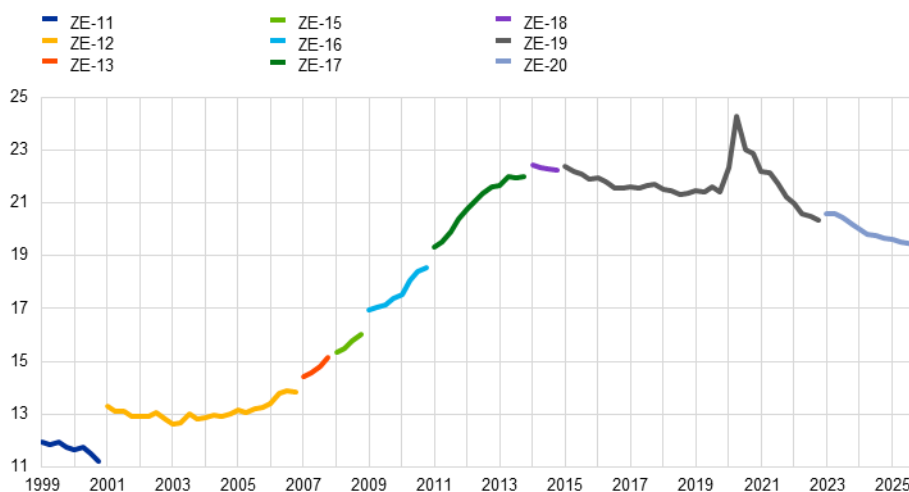
<sup>1</sup> El análisis que se presenta en este recuadro se basa en datos de la zona del euro excluida Irlanda, con el fin de evitar las distorsiones causadas por la extrema volatilidad del PIB irlandés como consecuencia del registro de las actividades de empresas multinacionales.

general, una tendencia a la baja, que se vio interrumpida por la pandemia en 2020. La disminución gradual de la dispersión del crecimiento observada desde la pandemia ha sido coherente con la reanudación de esta senda de convergencia.

### Gráfico B

#### Dispersión del PIB real per cápita

(suma de desviaciones absolutas ponderadas por la población, porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: «ZE-11, ZE-12... ZE-20» se refiere a los países que componían la zona del euro en ese momento, excluida Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025.

**En tiempos de crisis, la dispersión del crecimiento normalmente aumenta en sectores específicos.** La dispersión sectorial entre países se calcula como la suma ponderada por el valor añadido bruto (VAB) de las desviaciones absolutas del crecimiento de los países de la zona del euro en seis sectores amplios de la NACE con respecto al crecimiento agregado de la zona del euro en cada sector (gráfico C)<sup>2</sup>. Cada serie se pondera además por el peso de cada sector en el PIB de la zona del euro para aproximar su contribución a la dispersión total del crecimiento del PIB. Durante la crisis financiera global, la mayor dispersión se concentró en el sector manufacturero en particular, con contracciones y posteriores recuperaciones mucho más acusadas en Alemania e Italia que en Francia y España. Durante la pandemia, el aumento de la dispersión fue generalizado, pero se concentró en un sector que requiere mayor contacto social: el de servicios de consumo. Esta evolución se debió a diferencias en el momento y la gravedad de las olas pandémicas en los distintos países, así como a la caída del turismo, que afectó sobre todo a los países mediterráneos. Posteriormente, a lo largo de 2022, la dispersión también se incrementó notablemente en los servicios empresariales, cuando el crecimiento se desplazó desde Alemania hacia España e Italia. Esto puede haber reflejado las oportunidades derivadas del mayor uso y aceptación del teletrabajo, que, junto con la evolución demográfica y los incentivos fiscales a la rehabilitación de edificios en Italia, también podrían haber contribuido a una mayor

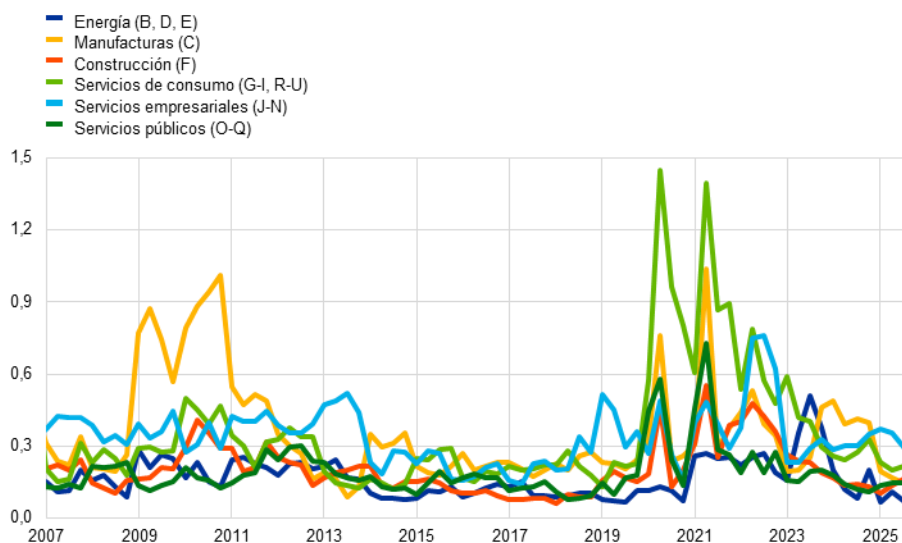
<sup>2</sup> NACE corresponde a la «nomenclatura estadística de actividades económicas de la Comunidad Europea». A efectos de este análisis, «servicios de consumo» se refiere a las secciones G a I y R a U de la NACE, «servicios empresariales» a las secciones J a N y «servicios públicos» a las secciones O a Q.

dispersión de la actividad constructora durante ese período. Tras la invasión rusa de Ucrania, la dispersión se elevó temporalmente en el sector energético, ya que la generación de energía nuclear aumentó en Francia tras un período de mantenimiento, y en el sector manufacturero, lo que benefició a Francia y España a expensas de Alemania.

### Gráfico C

#### Dispersión del crecimiento interanual del VAB real en sectores amplios de la NACE

(suma de desviaciones absolutas ponderadas por el VAB, puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

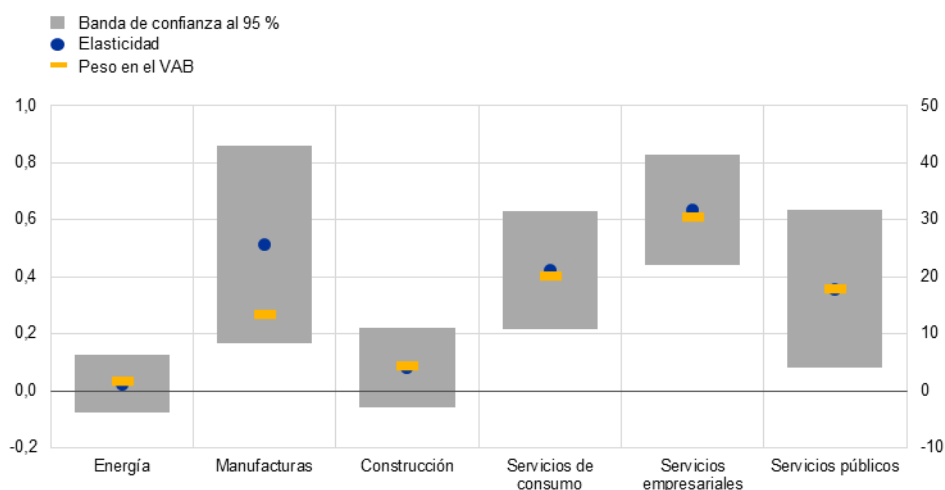
Notas: Los datos se refieren a una composición fija de los países de la zona del euro (la composición actual, excluida Irlanda). Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025.

**Recientemente, la dispersión del crecimiento ha estado menos concentrada y ha sido más generalizada.** Como medida aproximada de los determinantes sectoriales de la dispersión del crecimiento, se realiza una regresión del avance del PIB real sobre el crecimiento del VAB real en los países de la zona del euro en 2025, por separado para cada sector, ponderándose la observación de cada país por su peso en el PIB total de la zona del euro. Las elasticidades positivas y significativas indican que los diferenciales de crecimiento recientes han ido asociados a la evolución tanto de las manufacturas como de los servicios (gráfico D). Para los sectores de servicios de consumo, empresariales y públicos, las elasticidades estimadas son, en general, proporcionales a su peso en el VAB. Al mismo tiempo, la elasticidad del sector manufacturero es más elevada, lo que apunta a que la importancia de este sector va más allá de su participación en el VAB.

## Gráfico D

### Elasticidad del crecimiento del PIB real en 2025 con respecto a las tendencias sectoriales

(escala izquierda: elasticidades; escala derecha: peso en el VAB, porcentajes)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las elasticidades son los coeficientes estimados de regresiones univariantes por mínimos cuadrados ordinarios del crecimiento anual del PIB real en 2025 sobre el crecimiento anual del VAB real de un sector específico en 2025 en los distintos países de la zona del euro, excluida Irlanda, ponderándose la observación de cada país por su peso en el PIB total de la zona del euro.

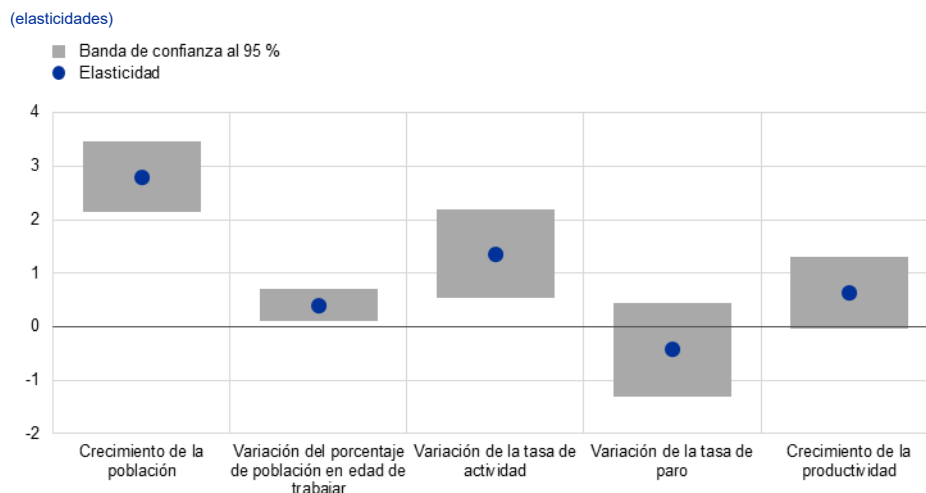
**La reciente dispersión del crecimiento del PIB entre los países de la zona del euro está más estrechamente relacionada con las tendencias demográficas y del mercado de trabajo que con las diferencias en el crecimiento de la productividad.** Para evaluar los determinantes de esta dispersión, el crecimiento del PIB puede medirse en relación con: i) el crecimiento de la población, ii) la variación del porcentaje de población en edad de trabajar<sup>3</sup>, iii) la variación de la tasa de actividad, iv) la variación de la tasa de paro, y v) el crecimiento de la productividad. De este modo, en la misma línea que en el análisis anterior, se realiza una regresión del crecimiento del PIB en 2025 por países sobre cada una de estas variables por separado, ponderándose la observación de cada país por su peso en el PIB total de la zona del euro. Las elasticidades estimadas indican que las distintas tendencias de la población, la estructura de edades y la tasa de actividad están asociadas a la dispersión del crecimiento entre países (gráfico E). En cambio, las elasticidades para el crecimiento de la productividad y las variaciones de la tasa de paro son menores y menos significativas desde el punto de vista estadístico<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> A efectos del análisis realizado en este recuadro, «en edad de trabajar» se refiere a las personas con edades comprendidas entre los 15 y los 74 años.

<sup>4</sup> Las regresiones son univariantes y no tienen en cuenta las posibles correlaciones entre las variables explicativas; por lo tanto, las elasticidades estimadas son solo indicativas.

## Gráfico E

Elasticidad del crecimiento del PIB real en 2025 con respecto a las tendencias demográficas y del mercado de trabajo



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

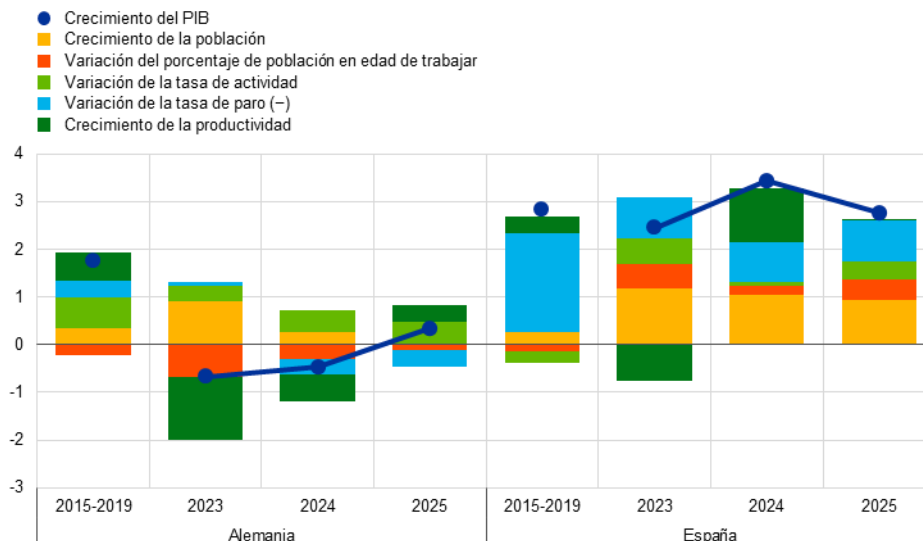
Notas: Las elasticidades son los coeficientes estimados de regresiones univariantes por mínimos cuadrados ordinarios del crecimiento anual del PIB real en 2025 sobre el crecimiento o la variación anual en 2025 de una determinada tendencia demográfica o del mercado de trabajo en los distintos países de la zona del euro, excluida Irlanda, ponderándose la observación de cada país por su peso en la actividad total de la zona del euro. La población activa se calcula utilizando la tasa de empleo de las cuentas nacionales y la tasa de paro de la encuesta de población activa.

**Alemania y España ilustran el destacado papel que juegan actualmente las tendencias demográficas y del mercado de trabajo en la dispersión del crecimiento.** En 2025, Alemania y España explicaron alrededor del 60 % de la dispersión del crecimiento del PIB real de la zona del euro. En el gráfico F se detallan las contribuciones de las tendencias demográficas y del mercado de trabajo mencionadas anteriormente al avance del PIB real de estos dos países. En Alemania, el crecimiento de la población se ha ido estabilizando, mientras que el porcentaje de población en edad de trabajar ha ido disminuyendo, como consecuencia del envejecimiento poblacional y de la moderación de la inmigración. En ese país, la tasa de actividad ha ido en ascenso, pero esta evolución se ha visto contrarrestada, en parte, por el incremento de la tasa de paro. En España, por el contrario, el fuerte crecimiento reciente del PIB ha coincidido con aumentos notables de su población y del porcentaje de población en edad de trabajar —en ambos casos como consecuencia de la intensa inmigración—, así como con un incremento de la tasa de actividad y una reducción continuada de la tasa de paro, que previamente era muy elevada. En ambos países, la contribución de la productividad del trabajo al crecimiento del PIB real ha sido relativamente escasa en los últimos años. Sin embargo, el incremento del desempleo en Alemania y su disminución en España han favorecido la convergencia del PIB real per cápita.

## Gráfico F

### Descomposición del crecimiento del PIB real en Alemania y España

(tasas de variación interanual y contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La población activa se calcula utilizando la tasa de empleo de las cuentas nacionales y la tasa de paro de la encuesta de población activa. El uso de estas fuentes de datos distintas da lugar a algunas ligeras discrepancias entre el crecimiento del PIB real y su descomposición.

**De cara al futuro, la guerra en Oriente Próximo podría dar lugar a un repunte de la dispersión del crecimiento entre países similar al observado tras la invasión rusa de Ucrania.** Las disrupciones en el transporte marítimo a través del estrecho de Ormuz y los ataques a infraestructuras petrolíferas y gasistas están presionando significativamente al alza los precios del petróleo y del gas, y se corre el riesgo de que se reactiven algunas de las dinámicas sectoriales asimétricas señaladas con anterioridad. Es probable que la perturbación energética amplíe los diferenciales de crecimiento entre países en las manufacturas y en las industrias intensivas en el uso de energía, en las que la exposición varía considerablemente de un país de la zona del euro a otro.

## Ahorra tu energía: cómo podría afectar la guerra en Oriente Próximo al ahorro de los hogares y a la economía

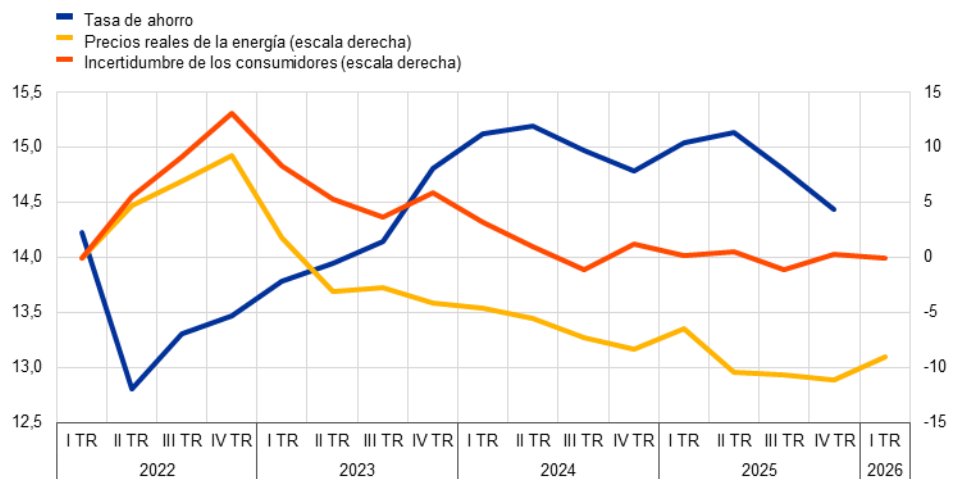
Niccolò Battistini, Alina Bobasu, Rodolfo Dinis Rigato y Hanno Kase

**El encarecimiento de la energía y la mayor incertidumbre de los consumidores como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo han vuelto a plantear riesgos para las perspectivas de la tasa de ahorro de los hogares.** Después de descender con respecto al máximo registrado tras la pandemia, la tasa de ahorro aumentó con rapidez en 2022 y 2023 y se ha mantenido en niveles elevados desde 2024, por encima de la tasa más alta alcanzada antes de la pandemia (gráfico A). Esta evolución es atribuible, en gran parte, al fuerte crecimiento de la renta real y a la atonía de la demanda interna, en un contexto de disminución de los precios reales de la energía y de la incertidumbre tras los elevados niveles previos provocados por la invasión rusa de Ucrania. Sin embargo, conforme las repercusiones económicas de la guerra en Oriente Próximo se van materializando, las tendencias recientes de los precios energéticos y de la incertidumbre pueden revertirse, lo que incidiría en la tasa de ahorro. Con este trasfondo, en este recuadro se analiza cómo las sendas alternativas de la relación real de intercambio (que sigue de cerca los precios reales de la energía) y de la incertidumbre de los consumidores podrían afectar a la tasa de ahorro, así como sus consecuencias distributivas y macroeconómicas.

### Gráfico A

#### Tasa de ahorro, precios reales de la energía e incertidumbre de los consumidores

(variaciones desde el cuarto trimestre de 2021, porcentajes y puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuesta de la Comisión Europea a empresas y consumidores, y cálculos del BCE.

Notas: Los precios reales de la energía se miden como la ratio entre el componente energético del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y el IAPC general. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025 para la tasa de ahorro y al primer trimestre de 2026 para los precios reales de la energía y la incertidumbre de los consumidores.

**Las dinámicas adversas en la relación real de intercambio y en la incertidumbre de los consumidores suelen tener efectos opuestos en la tasa de ahorro de los hogares a corto plazo.** En una economía importadora neta de

energía, como la zona del euro, la relación real de intercambio —aproximada por la ratio entre el deflactor del PIB y el del consumo— suele disminuir cuando los precios de la energía suben<sup>1</sup>. Por lo tanto, una reducción de la relación real de intercambio suele reflejar pérdidas de renta real disponible de los hogares, tanto directamente como consecuencia del encarecimiento de los productos energéticos importados, como indirectamente, a través de las caídas de los salarios reales y de los beneficios distribuidos por las empresas<sup>2</sup>. Estas pérdidas de renta real tienden a traducirse en un descenso del gasto y, sobre todo, en un menor ahorro, como muestra la relación positiva entre la relación real de intercambio y la tasa de ahorro (panel a del gráfico B). En cambio, una mayor incertidumbre de los consumidores —a menudo generada por la misma perturbación subyacente, como una subida de los precios de la energía— refuerza los motivos de precaución, moderando el consumo y elevando la tasa de ahorro, como indica la correlación positiva entre la incertidumbre y la tasa de ahorro (panel b del gráfico B). Durante el período de la pandemia, la tasa de ahorro fue particularmente sensible a los cambios en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores. Sin embargo, es muy probable que estas elevadas elasticidades se vieran amplificadas por las respuestas de los hogares a las restricciones de movilidad y se hayan normalizado desde la pandemia<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Véanse también Bokan *et al.* (2018) y Battistini *et al.* (2023).

<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Battistini *et al.* (2022) y Bobasu *et al.* (2025).

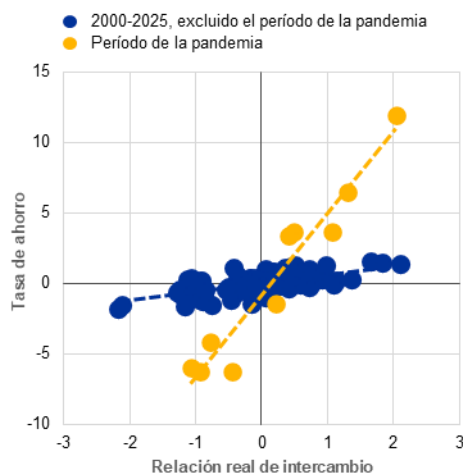
<sup>3</sup> Véase Dossche *et al.* (2021). Para reducir la importancia de las correlaciones observadas al principio de la pandemia, en este recuadro el modelo empírico se estima disminuyendo el peso de las observaciones de los cuatro trimestres de 2020 mediante un factor de ajuste para tener en cuenta la heterocedasticidad en los datos.

## Gráfico B

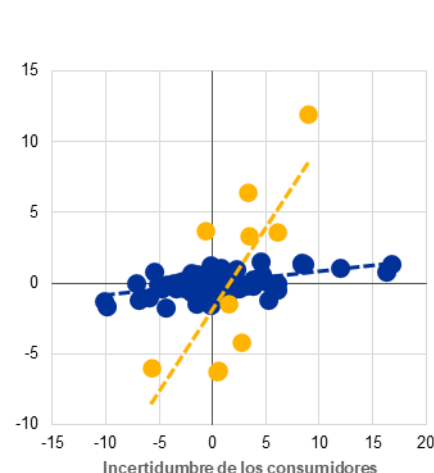
### Tasa de ahorro, relación real de intercambio e incertidumbre de los consumidores

(eje de abscisas: tasas de variación interanual, porcentajes y puntos porcentuales; eje de ordenadas: tasas de variación interanual, puntos porcentuales)

a) Tasa de ahorro y relación real de intercambio



b) Tasa de ahorro e incertidumbre de los consumidores



Fuentes: Eurostat, encuestas de la Comisión Europea a empresas y consumidores, y cálculos del BCE.

Notas: En el panel a, la relación real de intercambio se aproxima por la ratio entre el deflactor del PIB y el del consumo privado. En el panel b, la incertidumbre de los consumidores se adelanta cuatro trimestres, en consonancia, en líneas generales, con el impacto máximo de las perturbaciones en la incertidumbre de los consumidores sobre la tasa de ahorro en el modelo empírico que se describe a continuación. «Período de la pandemia» se refiere al período comprendido entre el primer trimestre de 2020 y el segundo trimestre de 2023.

### Se utiliza un modelo empírico para estimar los efectos en la tasa de ahorro generados por perturbaciones importantes en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores.

Se estima un modelo estructural de vectores autorregresivos bayesianos utilizando datos de la zona del euro desde el primer trimestre de 1999 hasta el cuarto trimestre de 2025<sup>4</sup>. El modelo cuantifica el papel de los cambios inesperados en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores, así como de las perturbaciones en la demanda interna, la renta interna y el tipo de interés<sup>5</sup>. Para evaluar el impacto de una evolución adversa de la relación real de intercambio y de la incertidumbre de los consumidores, se consideran dos escenarios para la tasa de ahorro basados en las elasticidades estimadas del modelo (gráfico C). En primer lugar, una perturbación adversa en la relación real de intercambio de una magnitud comparable al deterioro observado durante 2022 reduciría la tasa de ahorro en 0,3 puntos porcentuales en

<sup>4</sup> El modelo incluye el consumo privado real, la relación real de intercambio, la tasa de ahorro, el tipo de interés libre de riesgo y la incertidumbre de los consumidores. La serie de la incertidumbre de los consumidores —disponible solo desde abril de 2019— se amplía hacia atrás enlazándola con el porcentaje de respuestas neutras a la pregunta sobre las expectativas relativas a la situación financiera personal a doce meses vista de los participantes en la encuesta de la Comisión Europea a los consumidores.

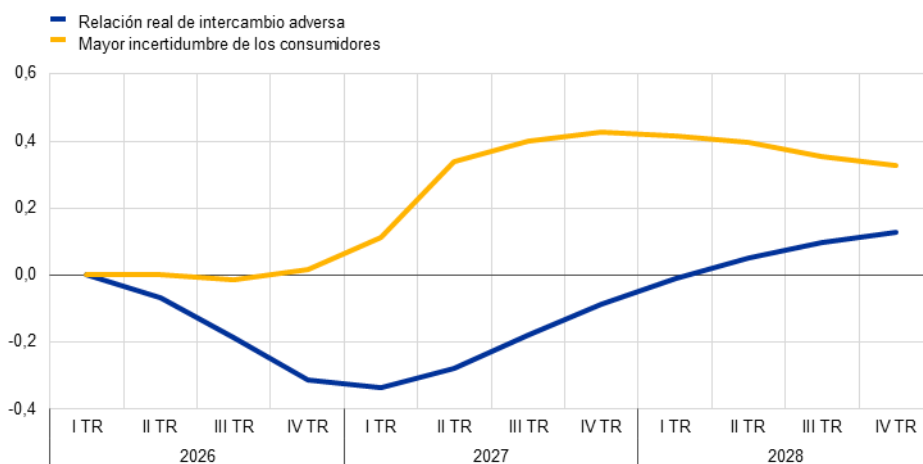
<sup>5</sup> Las perturbaciones se identifican mediante restricciones de signo y cero en el impacto. Se supone que las perturbaciones en la relación real de intercambio provocan movimientos en la misma dirección en el consumo privado, la relación real de intercambio y la tasa de ahorro. Las perturbaciones en la incertidumbre de los consumidores mueven dicha incertidumbre en la misma dirección, pero no otras variables. Las perturbaciones en la demanda interna mueven el consumo privado en la dirección opuesta a la relación real de intercambio y la tasa de ahorro. Las perturbaciones en la renta mueven el consumo privado y la tasa de ahorro en la dirección opuesta a la relación real de intercambio. Las perturbaciones en los tipos de interés mueven los tipos de interés en la misma dirección, pero ninguna otra variable, salvo la incertidumbre de los consumidores.

su nivel mínimo a principios de 2027. En segundo lugar, un aumento de la incertidumbre coherente, en líneas generales, con el observado al inicio de la invasión rusa de Ucrania incrementaría la tasa de ahorro en 0,4 puntos porcentuales en su máximo al final de 2027.

### Gráfico C

#### Sendas alternativas de la tasa de ahorro tras perturbaciones importantes en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores

(desviaciones con respecto al escenario base, puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, encuestas de la Comisión Europea a empresas y consumidores, y cálculos del BCE.

Nota: Las sendas se calculan utilizando las elasticidades de la tasa de ahorro implícitas en el modelo a perturbaciones en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores.

#### Para valorar las implicaciones de las sendas alternativas de la tasa de ahorro en respuesta a perturbaciones adversas en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores, se utilizan dos modelos macroeconómicos.

Los efectos macroeconómicos agregados se evalúan utilizando el modelo ECB-BASE (Angelini *et al.*, 2019), un modelo semiestructural para la zona del euro. Además, las perturbaciones en la relación de intercambio pueden tener fuertes efectos redistributivos, sobre todo cuando están relacionadas con los precios de la energía<sup>6</sup>. Ante subidas de los precios de los bienes importados, es posible que los hogares con rentas altas tengan capacidad para suavizar el consumo recurriendo al ahorro, mientras que los de rentas bajas podrían tener que reducir su consumo de forma más significativa. Estos efectos distributivos se analizan mediante una extensión con economía abierta del modelo de Kase y Rigato (2025), un modelo neokeynesiano con agentes heterogéneos (HANK, por sus siglas en inglés) ampliado con el comercio y las importaciones de energía. En el modelo ECB-BASE, las perturbaciones estructurales se calibran para reproducir las sendas de la tasa de ahorro que se muestran en el gráfico C, es decir, como una perturbación de los precios de la energía en el escenario de la relación real de intercambio y una perturbación directa en el gasto en consumo en el escenario de la incertidumbre de los consumidores. En el modelo HANK se simula una variación estandarizada de un

<sup>6</sup> Véanse Auclert *et al.* (2024a) y Auclert *et al.* (2024b).

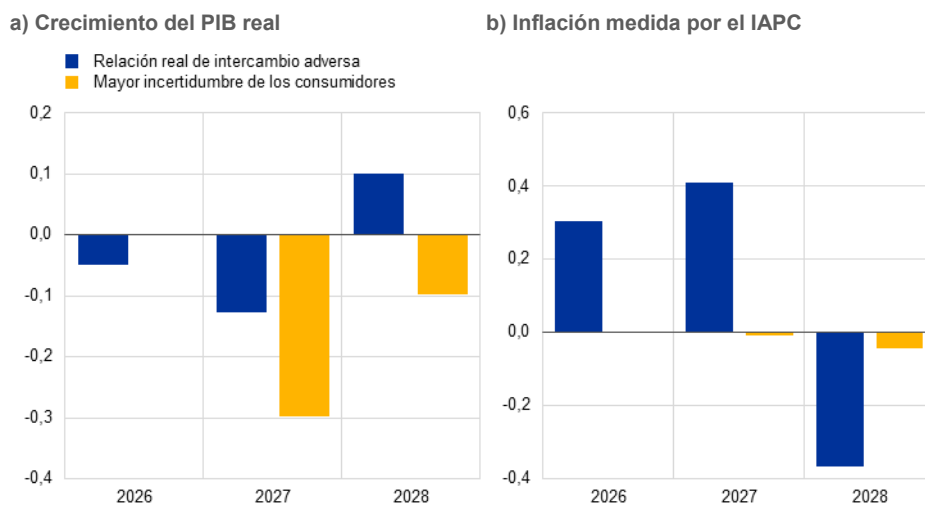
punto porcentual en la tasa de ahorro para cuantificar el impacto distributivo de los cambios en el ahorro de los hogares generado por cada perturbación.

**El modelo ECB-BASE muestra que las perturbaciones adversas en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores lastrarían el crecimiento del PIB real, al tiempo que tendrían efectos opuestos en la inflación medida por el IAPC (gráfico D).** Un deterioro de la relación real de intercambio erosiona la renta real, ya que los precios de la energía importada suben mientras los salarios nominales se ajustan con lentitud, lo que lastra el consumo. Esta dinámica incrementa la inflación en 0,4 puntos porcentuales —debido casi en su totalidad al componente energético— y reduce el crecimiento en 0,1 puntos porcentuales en 2027. Estos efectos se revierten parcialmente en 2028. En cambio, un aumento de la incertidumbre de los consumidores refuerza el comportamiento precautorio y reduce la demanda de los hogares, lo que implica una disminución del crecimiento de 0,3 puntos porcentuales en 2027, con efectos inapreciables sobre la inflación.

### Gráfico D

#### Efectos en el crecimiento del PIB real y en la inflación medida por el IAPC

(desviaciones con respecto al escenario base, puntos porcentuales)



Fuente: Cálculos del BCE basados en simulaciones del modelo ECB-Base.

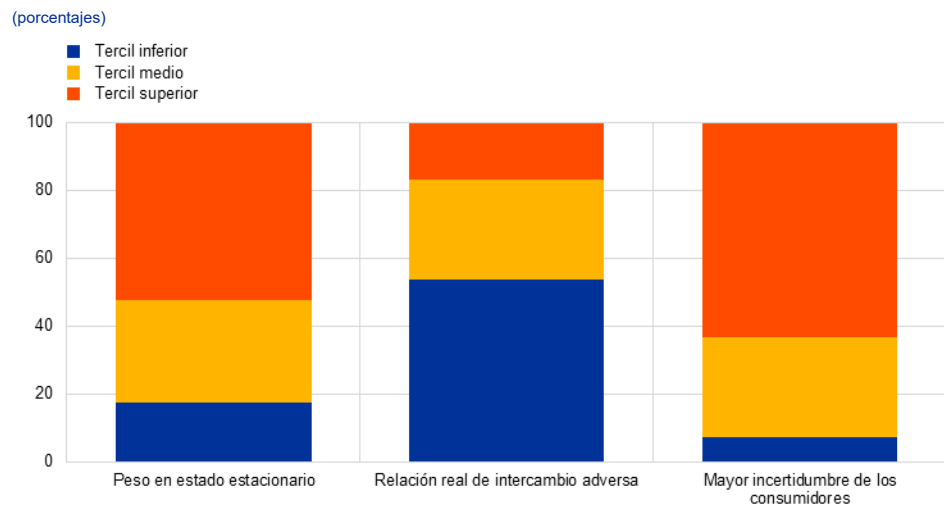
Notas: El escenario de «mayor incertidumbre de los consumidores» se modeliza como una perturbación en el consumo y el escenario de «relación real de intercambio adversa» como una perturbación de los precios de la energía importada. En todas las simulaciones se parte del supuesto de una política monetaria exógena.

**El modelo HANK sugiere que las perturbaciones adversas en la relación real de intercambio son regresivas, ya que en los hogares con rentas bajas se produce una mayor caída del consumo, mientras que las que inciden en la incertidumbre de los consumidores tienen efectos opuestos (gráfico E).** Tras una perturbación adversa en la relación real de intercambio, los hogares situados en el tercil de renta más bajo suponen más de la mitad (54 %) de la caída del consumo, por encima del peso del consumo en estado estacionario implícito en el modelo (18 %), ya que carecen de colchones de liquidez elevados para amortiguar las pérdidas de renta real del trabajo. En cambio, un aumento de la incertidumbre de los consumidores sitúa la mayor parte de la disminución del consumo (63 %) en los

hogares situados en el tercil superior, lo que refleja su mayor peso en el consumo total en el escenario base (52 %). Por lo que respecta al ahorro, los mayores ajustes tras ambas perturbaciones se registran en los hogares del tercil superior, en consonancia con sus mayores tenencias de activos.

### Gráfico E

#### Efectos distributivos en el consumo por tercil de renta



Fuente: Cálculos del BCE basados en simulaciones del modelo HANK.

Notas: La columna de la izquierda muestra el peso de cada tercil de renta en el consumo agregado en estado estacionario. Las columnas central y derecha presentan la contribución de los distintos terciles de renta a la variación acumulada del consumo después de cada perturbación.

**Las perturbaciones simultáneas en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores, como determinantes clave de la tasa de ahorro de los hogares, plantean riesgos significativos para el crecimiento y la inflación.** Las perturbaciones en la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores afectan a la tasa de ahorro en direcciones opuestas, al menos a corto plazo. Si estas perturbaciones se materializaran simultáneamente en respuesta a un aumento de las tensiones geopolíticas vinculadas a la guerra en Oriente Próximo, podrían reforzarse mutuamente a través de sus efectos más amplios sobre la demanda interna, la renta y los costes energéticos. En tal situación, el efecto combinado de estas perturbaciones podría lastrar considerablemente el crecimiento, incluso si la tasa de ahorro se mantuviera prácticamente estable. Si bien los canales de la relación real de intercambio y la incertidumbre de los consumidores tienen efectos opuestos sobre la inflación, su impacto neto se plasmaría en presiones al alza sobre la inflación.

### Bibliografía

E. Angelini, N. Bokan, K. Christoffel, M. Ciccarelli y S. Zimic (2019), «[Introducing ECB-BASE: The blueprint of the new ECB semi-structural model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 2315, BCE, septiembre.

A. Auclert, M. Rognlie, M. Souchier y L. Straub (2024a), «Exchange Rates and Monetary Policy with Heterogeneous Agents: Sizing up the Real Income Channel», *NBER Working Paper*, n.º 28872, National Bureau of Economic Research, agosto.

A. Auclert, H. Monnery, M. Rognlie y L. Straub (2024b), «Managing an energy shock: fiscal and monetary policy», en S. Bauducco, A. Fernández y G. L. Violante, (eds.), *Heterogeneity in Macroeconomics: Implications for Monetary Policy*, Banco Central de Chile, Santiago, pp. 39-108.

N. Battistini, V. Di Nino, M. Dossche y A. Kolndrekaj (2022), «[Energy prices and private consumption: what are the channels?](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE.

N. Battistini, A. Bobasu y J. Gareis, (2023), «[¿Quién paga la factura? El impacto desigual de la reciente perturbación de los precios energéticos](#)», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

A. Bobasu, V. Di Nino y C. Osbat (2023), «[The impact of the recent inflation surge across households](#)», *Boletín Económico*, número 3, BCE.

A. Bobasu, M. Dobrew y A. Repele (2025), «Energy price shocks, monetary policy and inequality», *European Economic Review*, vol. 175, artículo 104986.

N. Bokan, M. Dossche y L. Rossi (2018), «[Los precios del petróleo, la relación real de intercambio y el consumo privado](#)», *Boletín Económico*, número 6, BCE.

M. Dossche, G. Krustev y S. Zlatanov (2021), «[COVID-19 y el aumento del ahorro de los hogares: actualización](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

H. Kase y R. Dinis Rigato (2025), «[Beyond averages: heterogeneous effects of monetary policy in a HANK model for the euro area](#)», *Working Paper Series*, n.º 3086, BCE, agosto.

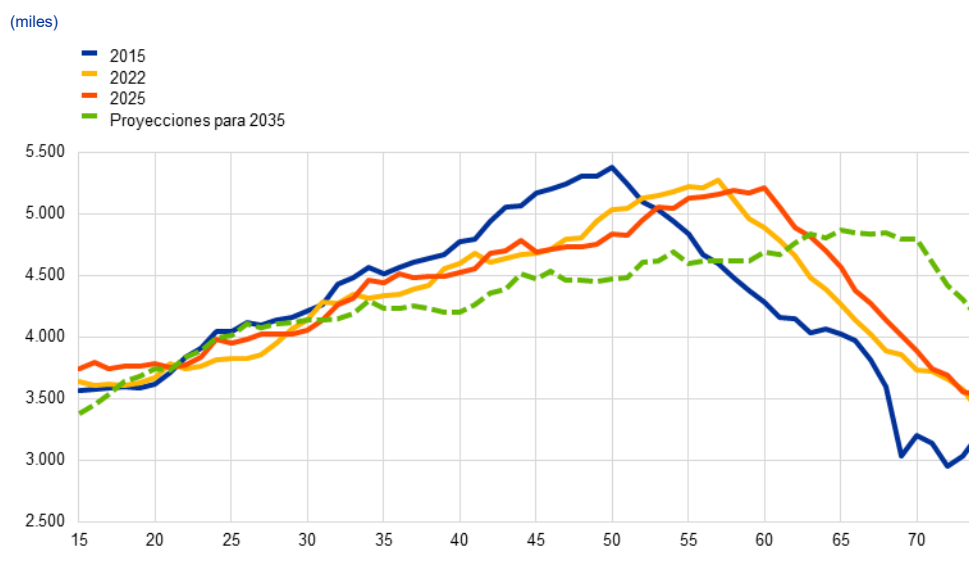
## 5 ¿Qué factores explican las tendencias del empleo entre los trabajadores de mayor edad?

Nina Furbach y Afonso S. Moura

**La zona del euro está experimentando cambios demográficos considerables que son visibles incluso en el corto plazo, con implicaciones significativas para el empleo.** Estos cambios no solo afectan a la economía a largo plazo, sino que también pueden influir en la evolución del mercado de trabajo a corto plazo. El envejecimiento modifica la distribución por edades de manera notable, incluso en períodos de tiempo relativamente cortos (gráfico A). Las tasas de empleo varían de un grupo de edad a otro, y las personas de mayor edad son las que presentan, en promedio, las tasas más bajas. Esto significa que en una economía que está envejeciendo, los cambios en la composición de la población en edad de trabajar afectan de forma mecánica a las tasas de empleo agregadas<sup>1</sup>. Al mismo tiempo, la modificación de la edad legal de jubilación, el aumento de la esperanza de vida y la mejora de la salud en las etapas posteriores de la vida incrementan la vinculación al mercado laboral<sup>2</sup>.

### Gráfico A

Población en edad de trabajar (15-74 años) en la zona del euro, por edad y año



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Las proyecciones para 2035 se obtienen de las proyecciones de población EUROPOP2023.

**Los trabajadores de mayor edad han contribuido significativamente al crecimiento del empleo en los últimos años, mientras que el efecto de composición negativo derivado del envejecimiento ha sido reducido.** Desde el primer trimestre de 2022, la tasa de empleo total de la zona del euro ha aumentado

<sup>1</sup> La tasa de empleo se define como el porcentaje de personas ocupadas con respecto a la población total.

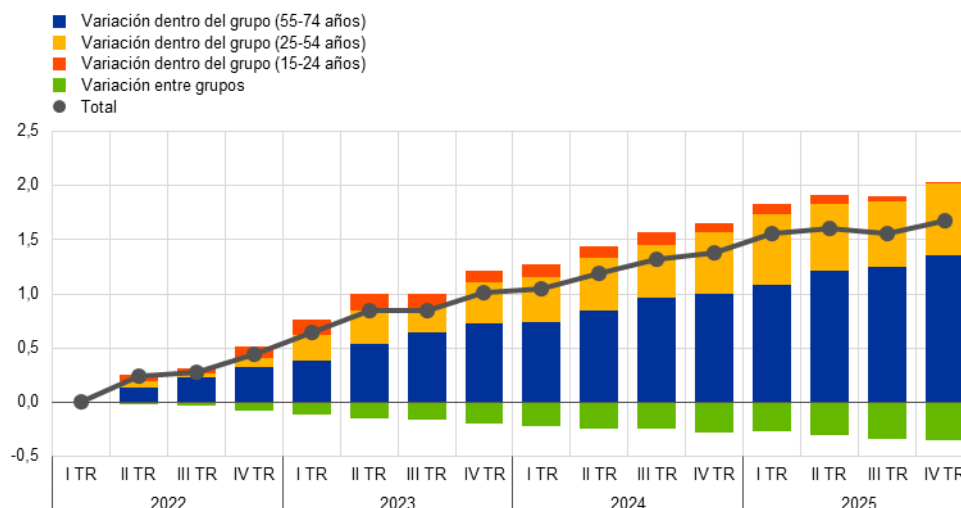
<sup>2</sup> Véanse, por ejemplo, Arce y Sondermann (2026), Berson y Botelho (2023) y Consolo *et al.* (2026).

1,7 puntos porcentuales y ha pasado del 60,3 % a aproximadamente el 62 % en el último trimestre de 2025. Para comprender mejor la contribución de los trabajadores de mayor edad a este crecimiento, se ha descompuesto la variación total de la siguiente manera: i) para aislar cómo contribuyen los distintos grupos de edad a las variaciones de la tasa de empleo, se utiliza la tasa de empleo observada de un determinado grupo de edad y se fijan los porcentajes de población y las tasas de empleo de los demás grupos en los niveles observados en el primer trimestre de 2022 (barras de color azul, naranja y rojo del gráfico B), y ii) para recoger los efectos de los cambios en la composición por edades, se permite que varíen los pesos poblacionales (es decir, el tamaño de un grupo de edad con respecto a la población total), pero las tasas de empleo de cada grupo de edad se mantienen constantes (barras verdes del gráfico B). El análisis revela que, a pesar de que en 2022 solo representaban el 34 % de la población en edad de trabajar, las personas de edades comprendidas entre los 55 y los 74 años han contribuido 1,4 puntos porcentuales al aumento total de la tasa de empleo (mientras que la aportación del colectivo de entre 15 y 24 años es nula y la del grupo de edad 25-54 años es menor, con 0,7 puntos porcentuales). Además, los resultados muestran que el efecto de composición puro derivado del envejecimiento fue relativamente modesto entre el primer trimestre de 2022 y el final de 2025, con una contribución de solo -0,4 puntos porcentuales.

### Gráfico B

#### Variación acumulada de la tasa de empleo de la zona del euro

(porcentajes, puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE (EU-LFS, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

Notas: Las variaciones entre grupos se obtienen manteniendo constantes las tasas de empleo de cada grupo de edad, pero permitiendo que cambien los pesos poblacionales. En las variaciones dentro del grupo, tanto los pesos poblacionales como las tasas de empleo de otros grupos permanecen constantes. Las últimas observaciones corresponden al cuarto trimestre de 2025.

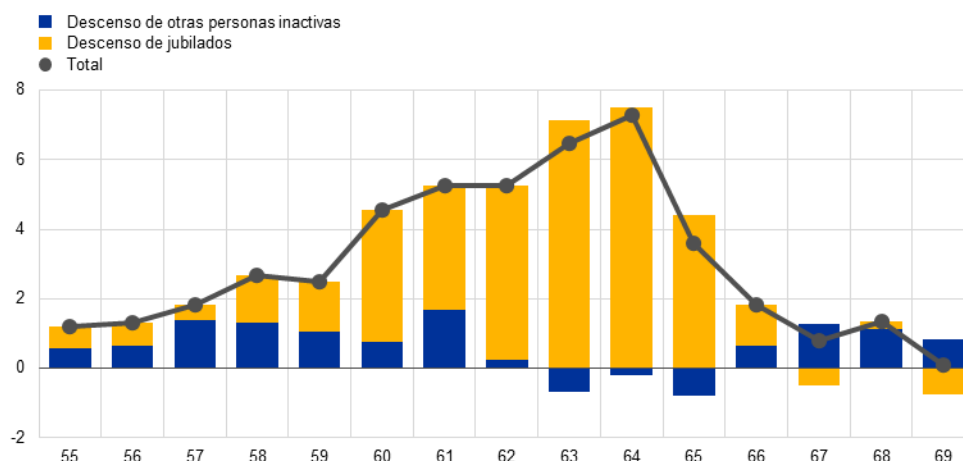
**La tendencia actual a retrasar la jubilación con respecto a las generaciones anteriores ha sido un motor clave del crecimiento del empleo.** Más del 90 % del incremento de la tasa de empleo de los trabajadores de mayor edad se ha producido porque ha aumentado la tasa de actividad de ese grupo, y no porque

haya un porcentaje más alto de personas activas que estén trabajando<sup>3</sup>. Utilizando microdatos de la encuesta de población activa de la UE, se pueden desglosar las variaciones de la tasa de actividad por motivos de inactividad. El reciente aumento de dicha tasa reflejó un descenso del porcentaje de jubilados, en particular entre los trabajadores de entre 60 y 65 años (gráfico C). La información sobre las transiciones laborales obtenida de la encuesta de población activa de la UE y de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores confirma que la disminución de la proporción de jubilados estuvo impulsada por una menor transición hacia la jubilación, y no por el incremento de personas inactivas que volvieron a trabajar.

### Gráfico C

Variación de la tasa de actividad de la zona del euro entre el cuarto trimestre de 2021 y el mismo trimestre de 2024

(porcentajes, puntos porcentuales)



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE (EU-LFS, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.  
Nota: Se excluyen Austria, Grecia, Irlanda, Países Bajos y Eslovaquia, dado que no se dispone de datos para esos países.

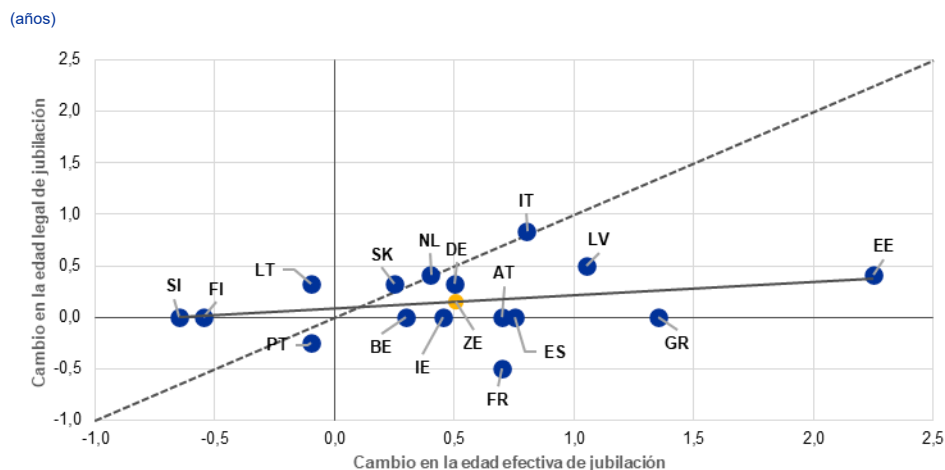
**La prolongación de la edad legal de jubilación solo puede explicar parcialmente los cambios recientes en la edad efectiva de jubilación.** La edad media efectiva de salida del mercado de trabajo aumentó en casi todos los países de la zona del euro entre 2022 y 2024, siendo el incremento medio considerable (de alrededor de 0,5 años). Sin embargo, en la mayoría de las economías de la zona del euro, la edad efectiva aumentó más que la edad legal de jubilación (gráfico D): un incremento de un año en la edad efectiva de jubilación se asoció a una subida de la edad legal de solo 0,1 años (pendiente de la recta de regresión ajustada en el gráfico D) y esta subida no es estadísticamente significativa<sup>4</sup>. Esto sugiere que los cambios recientes en la edad legal de jubilación parecen haber tenido un efecto limitado en el retraso de la jubilación.

<sup>3</sup> La tasa de empleo puede descomponerse en la tasa de actividad (el porcentaje de personas con respecto a la población total que están activas, es decir, las que están trabajando o buscando empleo activamente) y el porcentaje de personas ocupadas con respecto al conjunto de personas activas.

<sup>4</sup> Cuando se analizan los datos del período comprendido entre 2000 y 2019, el coeficiente de la pendiente aumenta hasta situarse en torno a 0,5, y resulta estadísticamente significativo al nivel del 5%. Esto sugiere que, también a largo plazo, la modificación de la edad legal de jubilación solo puede explicar parcialmente el incremento de la edad efectiva de jubilación.

## Gráfico D

### Cambios en la edad efectiva y la edad legal de jubilación en los países entre 2022 y 2024



Fuentes: OCDE (2023), OCDE (2025) y cálculos del BCE.

Notas: La edad efectiva de jubilación se refiere a la edad media de salida del mercado de trabajo. La edad legal de jubilación es la edad media ordinaria de jubilación de una persona con una carrera profesional completa que se incorporó al mercado de trabajo a los 22 años. El punto amarillo muestra la media no ponderada de los países de la zona del euro. No se dispone de datos para Croacia, Chipre, Luxemburgo, Malta y Bulgaria. «ZE» se refiere a la zona del euro.

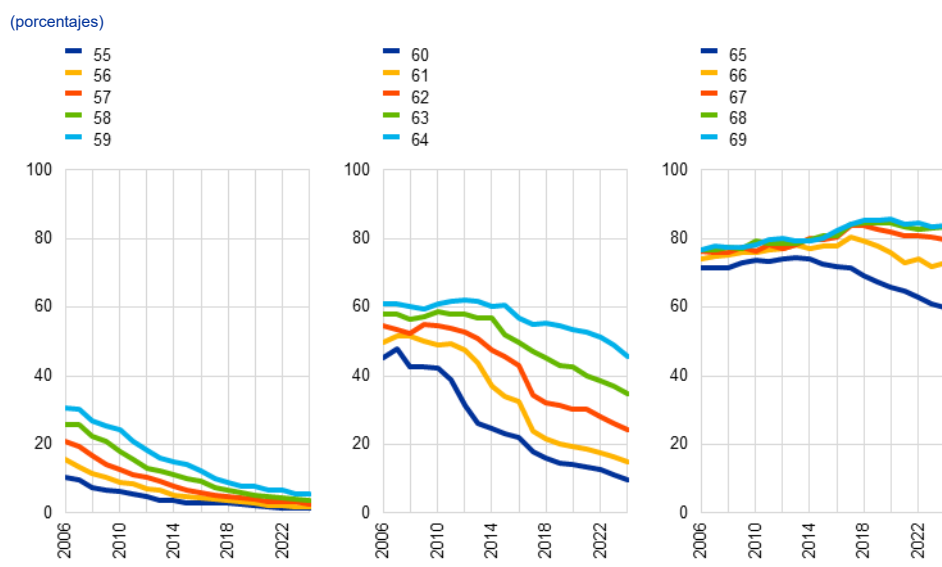
### Se espera que el aumento de la edad de jubilación siga favoreciendo el

**crecimiento del empleo en los próximos años.** El retraso de la jubilación parece ser una tendencia estructural de largo plazo<sup>5</sup>. El porcentaje de jubilados con respecto a la población total muestra escasa sensibilidad al ciclo económico, pero disminuyó de forma constante entre 2006 y 2024 (gráfico E). Sin embargo, el momento de esta disminución varía de un grupo de edad a otro. En el colectivo de edades comprendidas entre los 55 y los 59 años, las tasas de jubilación registraron una caída acusada a principios de la década de 2000 y parecen haberse estabilizado por debajo del 10 %. En el caso de los que tienen entre 60 y 65 años, el descenso empezó más tarde y continúa, y las tasas medias se sitúan todavía en torno al 40 %. La comparación con otras economías avanzadas sugiere que, de hecho, hay margen para que las tasas de empleo de los trabajadores de mayor edad sigan creciendo. Por ejemplo, en Japón, país que ha experimentado un proceso de envejecimiento extremo, las tasas de empleo de los trabajadores de entre 60 y 64 años y de entre 65 y 69 años se situaron alrededor del 74 % y el 54 %, respectivamente, en 2024. En la zona del euro, las tasas correspondientes fueron significativamente más bajas (el 53 % en el primer colectivo y el 19 % en el segundo). De cara al futuro, esto sugiere que la edad de jubilación continuará aumentando, en consonancia con las proyecciones presentadas en el informe sobre el envejecimiento de 2024 de la Comisión Europea. Ahora bien, el ritmo de avance dependerá de los cambios en la edad legal de jubilación y de la evolución del estado de salud.

<sup>5</sup> Véase Bodnár y Nerlich (2020).

## Gráfico E

### Porcentaje de jubilados en la zona del euro, por edad



Fuentes: Encuesta de población activa de la UE (EU-LFS, por sus siglas en inglés) y cálculos del BCE.

Notas: Se excluyen Austria, Alemania (hasta 2016), Grecia, Irlanda, Países Bajos y Eslovaquia, dado que no se dispone de datos. Los porcentajes de jubilados son relativos a la población específica de cada grupo de edad. Las últimas observaciones corresponden a 2024.

## Bibliografía

Ó. Arce y D. Sondermann (2026), «[Low unemployment, plenty of labour: what does it imply for wage pressures?](#)», *The ECB Blog*, BCE, 9 de marzo.

C. Berson y V. Botelho (2023), «[Record labour participation: workforce gets older, better educated and more female](#)», *The ECB Blog*, BCE, 8 de noviembre.

K. Bodnár y C. Nerlich (2020), «[Drivers of rising labour force participation – the role of pension reforms](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

A. Consolo, A. Dias da Silva, N. Furbach y R. Gomez-Salvador (2026), «Drivers of the labour force in the euro area», *Boletín Económico*, número 3, BCE.

Comisión Europea (2024), «[2024 Ageing Report. Economic and Budgetary Projections for the EU Member States \(2022-2070\)](#)», *Institutional Papers*, n.º 279, Comisión Europea, abril.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2023), «[Pensions at a Glance 2023](#)», OCDE, 13 de diciembre.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (2025), «[Pensions at a Glance 2025](#)», OCDE, 27 de noviembre.

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

Catherine Elding, Friderike Kuik, Aidan Meyler y Richard Morris

En este recuadro se resumen los resultados principales de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 67 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro. La mayoría de los intercambios tuvieron lugar entre el 23 de marzo y el 1 de abril de 2026<sup>1</sup>.

**Los contactos indicaron que la actividad empresarial había mostrado un buen dinamismo en el primer trimestre y que, hasta el momento, había pocas señales de que la demanda estuviera reaccionando a la guerra en Oriente Próximo.** Aunque algunos contactos manifestaron que el comienzo del año había sido lento, en general se consideró que la actividad había sido buena o que había mejorado en el primer trimestre, en términos generales en línea con las expectativas previas o por encima de ellas. Los servicios seguían siendo el principal motor del crecimiento, pero los pedidos y la producción también estaban repuntando de forma sostenida en las manufacturas y en la construcción. Mas allá de las perturbaciones en determinadas áreas directamente vinculadas con los desarrollos en Oriente Próximo (es decir, las ventas en o hacia la región y los desplazamientos desde, hacia o a través de la misma), a finales de marzo las entradas de pedidos aún no apuntaban a una moderación de la actividad relacionada con estos acontecimientos.

---

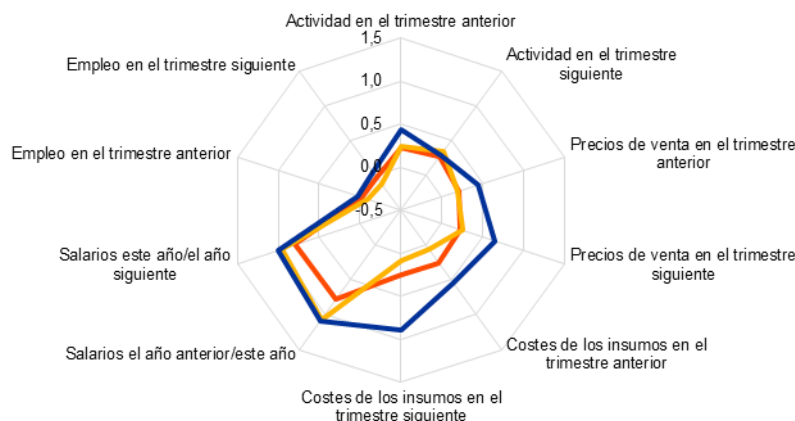
<sup>1</sup> Para información más detallada sobre la naturaleza y el propósito de estos contactos, véase Elding, Morris y Slavík (2021).

## Gráfico A

### Resumen de las valoraciones sobre actividad, empleo, precios y costes

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

- Encuesta actual
- Encuesta anterior
- Media histórica



Fuente: BCE.

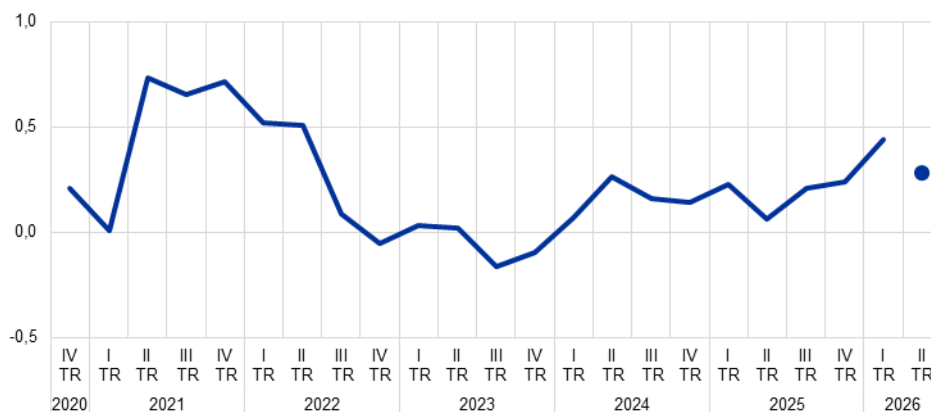
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, transporte, etc.) 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 primer y segundo trimestre de 2026, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al cuarto trimestre de 2025 y al primer trimestre de 2026. 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 consumo había mantenido un ritmo sostenido, pero se esperaba que se moderara en los próximos meses.** Los fabricantes de bienes de consumo y los comercios minoristas señalaron un avance moderado en un entorno de intensa competencia. En el sector alimentario, tanto los comerciantes como los proveedores indicaron un cambio continuado en la demanda en favor de los establecimientos de descuento frente a los supermercados de gama completa, en un contexto en el que los niveles de los precios de los alimentos todavía eran elevados. Los contactos del sector minorista de la moda manifestaron que la actividad había crecido a buen ritmo en el primer trimestre, pero que se había producido una ligera desaceleración tras el período de rebajas de invierno, lo que podría reflejar una renovada cautela de los consumidores ante la situación en Oriente Próximo. El mercado de electrodomésticos y de productos de electrónica de consumo siguió siendo complejo, debido al modesto crecimiento y a la creciente competencia de los fabricantes chinos. Esta competencia estaba afectando no solo al segmento de electrodomésticos de gama baja, sino también, recientemente, a los segmentos premium/lujo, en los que se observaba una penetración cada vez mayor de innovadores aparatos robóticos provenientes de China. En cuanto a los servicios de consumo, los contactos del sector de telecomunicaciones señalaron un crecimiento sostenido de la demanda de servicios móviles y de internet. El transporte aéreo y las pernoctaciones hoteleras también habían crecido a buen ritmo en los primeros meses del año. Sin embargo, se mencionó una disminución de las reservas en marzo, así como la preocupación por la pérdida de turistas procedentes de Asia y Oriente Próximo, en especial durante el verano.

## Gráfico B

### Valoraciones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad

(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 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.

**Sobre la base de la evolución de las entradas de pedidos, las perspectivas de inversión continuaron mejorando.** Se observó una fuerte expansión de la demanda en el sector tecnológico inducida por la IA que está impulsando la demanda de *software* y servicios en la nube relacionados, así como la construcción de centros de datos. La construcción de estos centros aún se encontraba en una fase incipiente en Europa, pero se esperaba que cobrara un impulso significativo durante el próximo año o el siguiente habida cuenta de la creciente preocupación por la soberanía digital. La inversión en equipos de defensa también estaba creciendo a gran velocidad, y las empresas que operan en este sector se mostraban muy positivas sobre cómo el gasto público se estaba traduciendo en nuevos pedidos. Por el contrario, el efecto del aumento del gasto en infraestructuras anunciado por el Gobierno federal alemán aún no se había notado en la actividad constructora. No obstante, los proyectos de infraestructuras (para transporte, energías renovables, edificios industriales y hospitales) estaban apoyando el crecimiento de dicha actividad. Además, los contactos señalaron que la inversión residencial se recuperaba con lentitud en el centro y el norte de Europa (a pesar de los elevados costes de construcción) y avanzaba con solidez en el sur de Europa. La demanda de maquinaria y bienes de equipo seguía siendo débil, pero se consideraba que, en general, había tocado fondo.

**El empleo se mantuvo bastante estable, con algunos signos de mejora en comparación con encuestas recientes.** Según los contactos, el empleo estaba aumentando de forma moderada en la mayoría de los servicios al tiempo que seguía contrayéndose en gran parte de la industria, si bien mostraba señales de estabilización gradual. En consonancia con esta evolución, tras varios trimestres de retroceso, las agencias de contratación indicaron que su actividad estaba comenzando a remontar, aunque de momento solo se estaba viendo impulsada por un ligero repunte de las contrataciones temporales más que de las indefinidas. Muchas empresas, incluidas las propias agencias de contratación, siguieron

señalando que la optimización de los procesos de trabajo mediante la IA se estaba traduciendo en menores necesidades de personal y más diferenciadas.

**Antes del estallido de la guerra en Oriente Próximo, el crecimiento de los precios de venta se mantuvo moderado.** En particular, en los sectores manufacturero y de comercio minorista no alimentario, los precios se mantuvieron contenidos como consecuencia de unos niveles de demanda industrial y de consumo aún relativamente bajos, combinados con una intensa competencia, en especial de las importaciones chinas. Un número relativamente reducido de sectores estaba registrando aumentos significativos de los precios, entre ellos los sectores de turismo, servicios relacionados con la IA, semiconductores, y aeroespacial y defensa (todos ellos con un fuerte crecimiento de la demanda), así como el siderúrgico (sobre todo debido a la próxima introducción de nuevas cuotas de importación y aranceles en la UE y, en parte, al Mecanismo de Ajuste en Frontera por Carbono). En el caso de los precios de los alimentos, el panorama era heterogéneo. Las condiciones meteorológicas extremas seguían tendiendo a ejercer presiones al alza sobre los precios de las frutas y hortalizas. Sin embargo, se consideraba que los precios de la carne, el café, el cacao y los alimentos elaborados se estaban estabilizando o moderando ligeramente.

**El repunte que experimentó el precio del petróleo en marzo se estaba trasladando con rapidez a los precios de venta de los bienes y servicios más dependientes de esta materia prima, pero la transmisión más amplia podría ser más gradual que en el pasado.** Los contactos de los sectores de transporte aéreo, logística, productos químicos, plásticos y envases y embalajes afirmaron que las subidas de los precios de venta, a menudo de dos dígitos, ya se habían aplicado en marzo o se habían anunciado para el segundo trimestre. En algunos casos, esto se vio facilitado por la existencia de cláusulas contractuales que preveían ajustes automáticos en respuesta al aumento de los precios de la energía. Estas cláusulas eran más habituales que cuando Rusia invadió Ucrania porque las empresas habían aprendido de esa experiencia. Al mismo tiempo, las empresas —al menos las grandes empresas— tendían a estar mejor cubiertas frente a las fluctuaciones de los precios energéticos que en 2022. Esta cobertura debería limitar en cierta medida el impacto a corto plazo, ya que la traslación del encarecimiento de la energía a estas empresas fue menos directa y tuvo su origen principal o únicamente en proveedores de menor tamaño sin cobertura que trataban de incrementar los precios de los insumos.

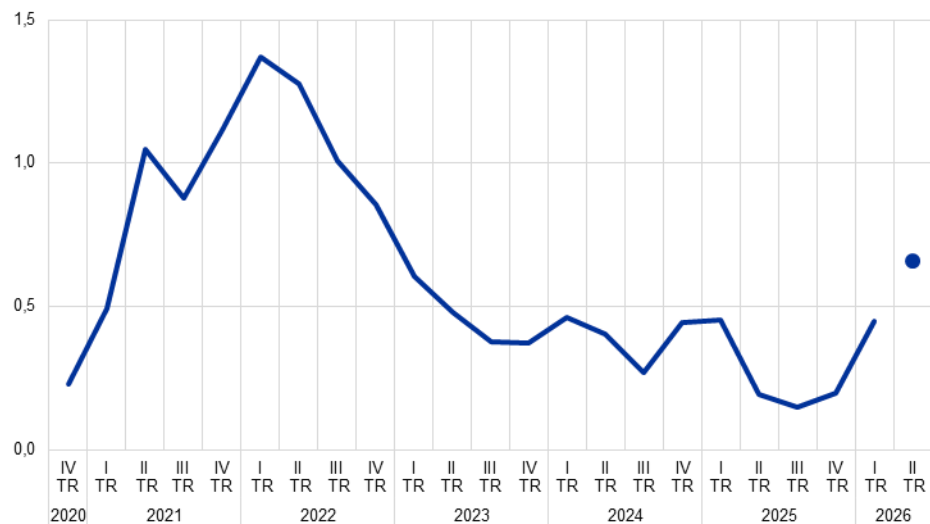
**Sin embargo, si la guerra en Oriente Próximo no finalizara pronto, probablemente provocaría perturbaciones en las cadenas de suministro, lo que ejercería significativas presiones adicionales al alza sobre los precios y frenaría la demanda.** Si el conflicto durara meses en lugar de semanas —y el estrecho de Ormuz siguiera bloqueado o se produjesen nuevos ataques a infraestructuras de petróleo y gas—, se produciría una escasez mundial no solo de combustibles, sino también de muchos productos en los que se utilizan derivados del petróleo para fabricarlos. Especialmente preocupante era la posible escasez de hidrógeno, empleado en la producción de fertilizantes, y de helio, usado para refrigerar las obleas en la fabricación de semiconductores, así como para soldar

cobre y níquel en muchas industrias de alta tecnología. Unas perturbaciones de oferta de esta naturaleza podrían generar presiones inflacionistas más parecidas a las registradas durante la pandemia de COVID-19, pero había varios factores mitigadores. En primer lugar, a diferencia de lo ocurrido durante la pandemia, se percibía que la demanda mundial era débil, sobre todo teniendo en cuenta la atonía de la demanda interna en China. En segundo lugar, no se producirían desplazamientos bruscos entre el consumo de bienes y el de servicios. En tercer lugar, el apoyo de la política fiscal sería previsiblemente más limitado. Por último, después de haber experimentado varias perturbaciones en los últimos años, las cadenas de suministro se habían vuelto más resilientes y adaptables. Para la mayoría de los contactos, la principal preocupación era el impacto que tendría la guerra sobre la confianza de los consumidores y, en consecuencia, sobre su demanda final.

### Gráfico C

#### Valoraciones sobre la evolución y las perspectivas de 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.

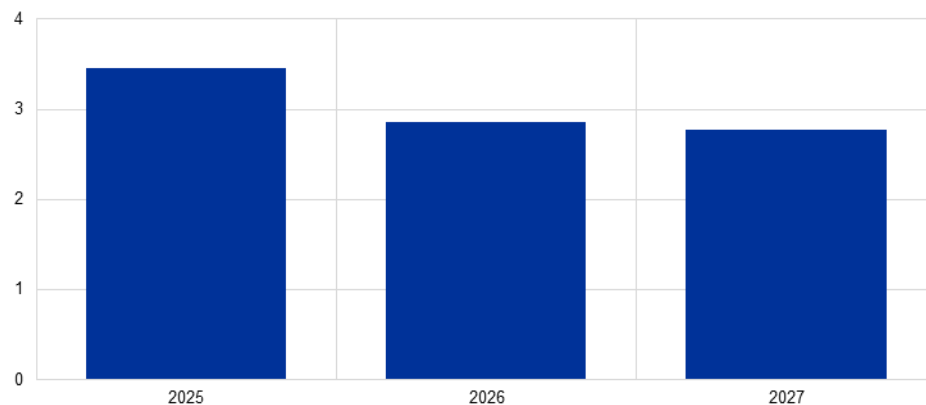
#### Los contactos continuaban anticipando una moderación del crecimiento de los salarios.

En promedio, las indicaciones cuantitativas proporcionadas implicarían que el crecimiento salarial se desaceleraría desde el 3,5 % en 2025 hasta el 2,9 % en 2026 y el 2,8 % en 2027. Estas percepciones y expectativas son ligeramente superiores a las expresadas en la encuesta anterior, lo que puede reflejar, en parte, una composición diferente del panel más que un cambio en las perspectivas. No obstante, algunos contactos (en torno al 10 %) habían revisado ligeramente al alza sus expectativas para 2027 como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo, mientras que una proporción mayor (alrededor del 30 %) consideraba que este conflicto representaba un riesgo al alza.

## Gráfico D

### 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 de sus expectativas para 2026 y 2027. Las medias correspondientes a 2025, 2026 y 2027 se basan en las indicaciones facilitadas por 60, 61 y 42 contactos, respectivamente.

## Bibliografía

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

## Novedades en el IAPC: actualización de la clasificación en 2026 y sus implicaciones para el análisis de la inflación

Martin Eiglsperger, Katalin Bodnár, Rania Bouhaouita Haddad y Elisabeth Wieland

**En la publicación del IAPC correspondiente a enero de 2026 se introdujo un cambio importante en la clasificación de los productos de consumo.** El IAPC, que el Banco Central Europeo (BCE) utiliza como medida principal de la inflación en la zona del euro, sirve de referencia para evaluar la estabilidad de precios, que es el objetivo primordial de la política monetaria del BCE. Una característica fundamental del IAPC es la disponibilidad de índices de precios desagregados por productos — clasificados por su finalidad de consumo— y de índices agregados predefinidos, por ejemplo, para los alimentos (no elaborados y elaborados), la energía, los bienes industriales no energéticos y los servicios. La clasificación del IAPC se basa en la clasificación del consumo individual por finalidad (COICOP, por sus siglas en inglés), que se introdujo en 1999 y posteriormente se adaptó a escala europea plasmándose en la clasificación europea del consumo individual por finalidad (ECOICOP, por sus siglas en inglés)<sup>1</sup>. El IAPC fue objeto de una revisión exhaustiva en enero de 2026, en la que la clasificación europea se alineó con el estándar internacional COICOP 2018, lo que ha dado lugar a la ECOICOP versión 2. Además, el año de referencia del IAPC ha cambiado de 2015 = 100 a 2025 = 100. El agregado de la zona del euro también se ha ampliado para incluir a Bulgaria tras su incorporación a la zona del euro el 1 de enero de 2026<sup>2</sup>.

**Un objetivo importante de la reclasificación de las partidas del IAPC era conseguir establecer una distinción más clara entre bienes y servicios.** La nueva clasificación del IAPC permite delimitar con más precisión los servicios, que en algunos casos se incluían antes en una categoría de bienes. Por ejemplo, mientras que los costes de envío anteriormente formaban parte del precio total de los bienes entregados, ahora se clasifican por separado como un servicio. Los costes de envío que se facturan separadamente se asignan a la partida de «Costes de envío de productos adquiridos<sup>3</sup>». Asimismo, existe una categoría de «Servicios de mensajería y paquetería» para las compras por internet entregadas por una empresa independiente de mensajería o paquetería<sup>4</sup>. Los servicios de reparación, mantenimiento, alquiler e instalación se presentan ahora individualmente, y los equipos y programas informáticos se han trasladado de la rúbrica de «Ocio y cultura» a la de «Información y comunicaciones». Los seguros y servicios

<sup>1</sup> La clasificación del consumo por finalidad de las Naciones Unidas, aplicada por primera vez a los IAPC en 1999 y actualizada en 2018, es la referencia utilizada a escala global para clasificar el consumo privado. Para más información sobre los cambios en la clasificación, véase Eurostat (2026).

<sup>2</sup> La ponderación de Bulgaria en el IAPC de la zona del euro es aproximadamente del 0,9 % en 2026, por lo que la inclusión de este país en el IAPC general no ha tenido un impacto significativo.

<sup>3</sup> La ponderación de la categoría «Costes de envío de productos adquiridos» en el IAPC de la zona del euro es de alrededor del 0,15 % en 2026.

<sup>4</sup> La ponderación de la categoría «Servicios de mensajería y paquetería» en el IAPC de la zona del euro asciende aproximadamente al 0,7 % en 2026.

financieros se han separado de otros servicios personales. La nueva clasificación del IAPC también se ha alineado en mayor medida con los estándares internacionales mediante la inclusión de los juegos de azar (como loterías, apuestas y otras variantes de juego) como una nueva partida<sup>5</sup>.

**La nueva clasificación no ha afectado a la inflación general ni ha ocasionado cambios importantes en los principales agregados del IAPC.** Aunque, en principio, los nuevos cálculos realizados con la ECOICOP versión 2 habrían dado lugar a ajustes de las tasas de inflación totales, los estadísticos europeos mantuvieron sin cambios las tasas de inflación general medida por el IAPC<sup>6</sup>. Se observaron algunas diferencias menores (de hasta 0,1 puntos porcentuales) en las tasas de variación interanual del IAPC general de la zona del euro. Con todo, estas diferencias reflejan únicamente el efecto del redondeo, aplicado al actualizar el año de referencia del índice, de 2015 a 2025<sup>7</sup>. A nivel de subcomponentes, al volver a calcular los datos históricos utilizando la nueva clasificación se produjeron algunos cambios en los índices de precios y en las ponderaciones, registrándose el mayor impacto en los agregados de las partidas de alimentos. Dentro de la categoría de alimentos, algunos productos refrigerados y congelados se clasifican ahora como no elaborados en lugar de elaborados. En consecuencia, según la nueva clasificación, la inflación de los alimentos no elaborados es algo menos volátil (panel a del gráfico A). La revisión absoluta máxima de las tasas interanuales mensuales asciende a unos 1,2 puntos porcentuales para los alimentos no elaborados y a 0,3 puntos porcentuales para los elaborados. En el caso de los restantes componentes principales (energía, bienes industriales no energéticos y servicios) la revisión absoluta máxima oscila solo entre 0,1 y 0,2 puntos porcentuales (panel b del gráfico A).

---

<sup>5</sup> Véase el [Reglamento Delegado \(UE\) 2024/3159 de la Comisión](#), de 2 de septiembre de 2024, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/792 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre los índices de precios de consumo armonizados y el índice de precios de la vivienda, en lo que respecta a la clasificación del consumo y la inclusión de los juegos de azar. Los juegos de azar tienen un peso de aproximadamente el 1 % en el IAPC de la zona del euro en 2026, con un rango comprendido entre el 0,01 % (Irlanda) y el 3,12 % (Chipre). Según el análisis preliminar basado en los datos del IAPC de enero a marzo de 2026, el impacto de los juegos de azar en el componente de servicios del IAPC es insignificante. La vivienda en régimen de propiedad (OOH, por sus siglas en inglés) no se ha incluido aún en la nueva clasificación del IAPC. Los estadísticos europeos están trabajando en diversos enfoques sobre su tratamiento en los índices de precios de consumo. Véase BCE (2025).

<sup>6</sup> Las diferencias derivadas de la agregación *bottom-up* realizada con arreglo a la ECOICOP versión 2 se distribuyeron entre los distintos componentes, con el fin de que la tasa de inflación medida por el IAPC general permaneciera inalterada.

<sup>7</sup> Aunque las tasas de inflación medidas por el IAPC general no se vieron afectadas por el cálculo retrospectivo basado en la nueva clasificación, el cambio del año base de 2015 a 2025, junto con las normas de redondeo del IAPC, dio lugar a pequeñas variaciones de los datos históricos del IAPC general. Todavía es posible que se realicen algunas correcciones menores en las series históricas a lo largo de 2026.

## Gráfico A

### ECOICOP versión 1 frente a ECOICOP versión 2: revisiones por principales componentes del IAPC

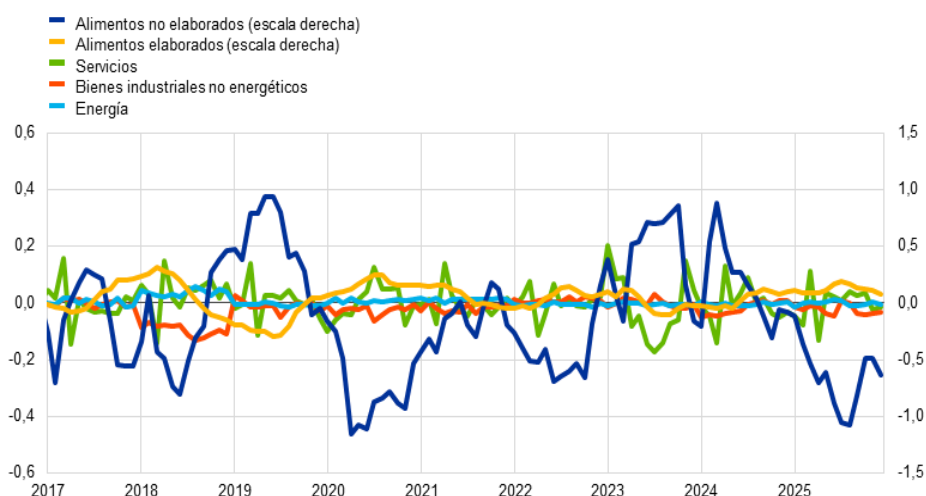
#### a) Tasas de variación interanual del componente de alimentos del IAPC según la ECOICOP versión 1 y la ECOICOP versión 2

(porcentajes)



#### b) Revisiones de las tasas de variación interanual del IAPC según la ECOICOP versión 2, por componentes del IAPC

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Panel a: las líneas continuas se refieren a la ECOICOP versión 2 y las líneas discontinuas a la ECOICOP versión 1. Paneles a y b: las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

**Los cambios en la clasificación del IAPC han afectado también a las medidas de la inflación subyacente, lo que ha dado lugar a pequeñas revisiones de los indicadores basados en la exclusión permanente y temporal de componentes, mientras que su dinámica general prácticamente no ha variado.** El rango de medidas de la inflación subyacente que sigue el BCE incluye indicadores basados en la exclusión permanente y temporal de componentes, así como otros basados en modelos<sup>8</sup>. En términos generales, el recálculo con la nueva clasificación solo ha

<sup>8</sup> Véase Bańbura *et al.* (2023).

tenido efectos menores en los indicadores basados en la exclusión permanente y temporal de componentes. Por ejemplo, los datos históricos del IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX), el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con el transporte aéreo, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), y las medias truncadas han variado muy poco<sup>9</sup>. Para estos indicadores, la revisión absoluta máxima es de unos 0,2 puntos porcentuales en las tasas interanuales mensuales. En cambio, las revisiones son algo más importantes en el caso de la mediana ponderada, de hasta 0,4 puntos porcentuales algunos meses. El rango resultante de indicadores de la inflación subyacente basados en la exclusión de componentes apenas se ve afectado por el recálculo de los datos históricos (panel a del gráfico B).

---

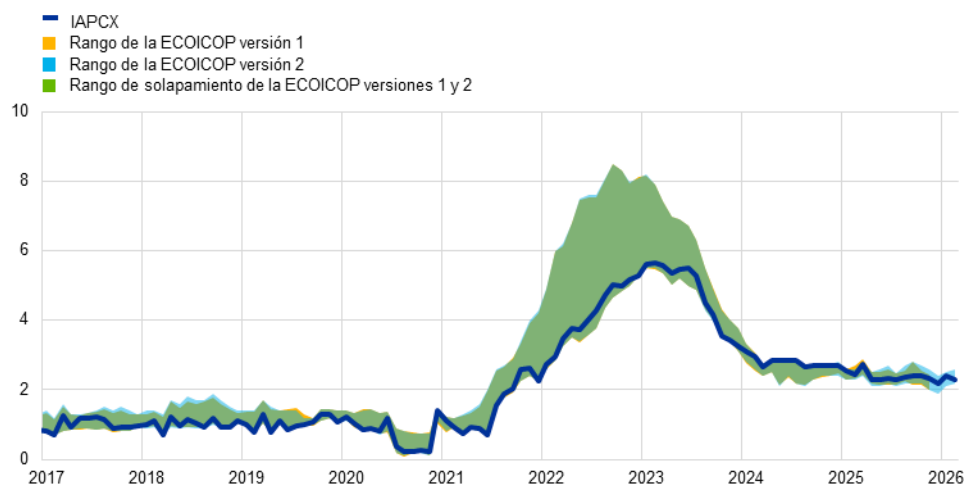
<sup>9</sup> Comparación de indicadores desde 2001 hasta los últimos datos disponibles.

## Gráfico B

### Indicadores de la inflación subyacente

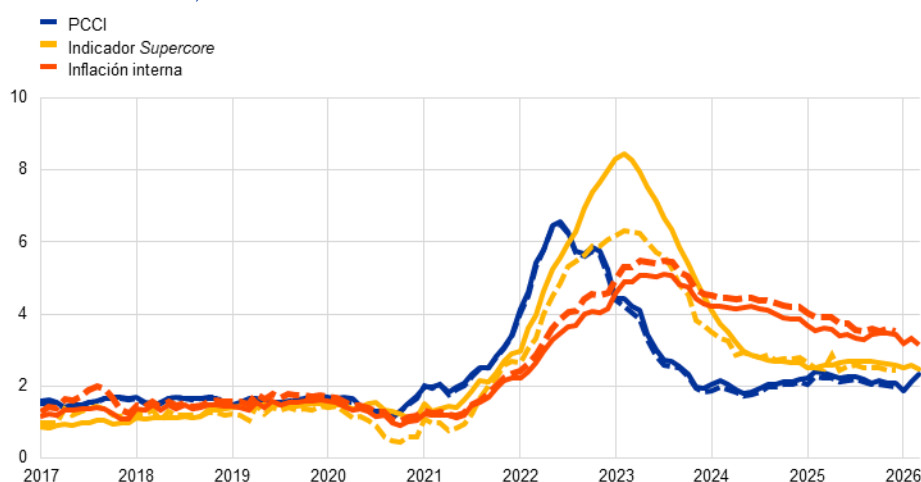
#### a) Rango de indicadores basados en la exclusión de componentes

(tasa de variación interanual)



#### b) PCCI (Componente persistente y común de la inflación), indicador *Supercore* e inflación interna

(tasa de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: El rango de indicadores basados en la exclusión de componentes incluye las siguientes medidas de la inflación subyacente: el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPC, excluida la energía; el IAPC, excluidos la energía y los alimentos no elaborados; el IAPC, excluidos la energía, los alimentos, los servicios relacionados con el transporte aéreo, y los artículos de vestir y calzado, las medias truncadas (al 10 % y al 30 %) y la media ponderada. Panel b: las líneas continuas se refieren a la ECOICOP versión 2 y las líneas discontinuas a la ECOICOP versión 1. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025 para la ECOICOP versión 1 y a marzo de 2026 para la ECOICOP versión 2.

**El PCCI y la inflación interna han variado poco con la nueva clasificación, mientras que las revisiones más importantes del indicador *Supercore* reflejan principalmente un ajuste en la metodología subyacente (panel b del gráfico B).**

El PCCI captura los componentes comunes y persistentes en las distintas clases del IAPC a nivel de cuatro dígitos de la ECOICOP de doce países de la zona del euro<sup>10</sup>. Este indicador no se ha visto afectado de forma significativa por la introducción de la ECOICOP versión 2, pese a que ahora se basa en un conjunto más amplio de

<sup>10</sup> Véase Bañura y Bobeica (2020).

componentes. La inflación interna capta los componentes del IAPCX con un contenido importador bajo. Además de la reclasificación, este indicador también se ha actualizado utilizando información más reciente sobre las cuotas de importación. Conjuntamente, estas dos actualizaciones se plasman en un umbral de inclusión distinto, aunque el indicador solo ha sido objeto de revisiones moderadas en los últimos años. En cambio, el indicador *Supercore* —una aproximación (*proxy*) de la inflación cíclica— se ha revisado en mayor medida. Aunque parte de la variación del indicador puede atribuirse al cambio a la ECOICOP versión 2, el impacto más acusado se deriva de un ajuste en el propio método de estimación, que se ha aplicado junto a la nueva clasificación<sup>11</sup>. Anteriormente, los componentes cíclicos se identificaban utilizando la brecha de producción (*output gap*) en un marco basado en previsiones<sup>12</sup>. En el enfoque revisado, estos componentes se identifican a partir del signo y de la significatividad estadística del coeficiente asociado a la posición del ciclo económico en regresiones de la curva de Phillips, estimadas empleando la brecha de desempleo en el período de la muestra anterior a la pandemia de COVID-19. Estas estimaciones se basan en componentes del IAPCX de la ECOICOP versión 2. Mientras que la dinámica general no ha variado de forma sustancial (por ejemplo, las dos versiones registraron máximos al mismo tiempo), el indicador *Supercore* actualizado y reestimado muestra máximos algo más elevados en períodos de tensionamiento de los mercados de trabajo en comparación con la versión anterior.

**En términos generales, la introducción de la clasificación ECOICOP versión 2 es beneficiosa para el seguimiento y la elaboración de previsiones de inflación.** El IAPC mejorado ofrece una representación más precisa de la evolución de los precios de consumo, ya que incorpora cambios más recientes en los patrones de consumo y en las estructuras de mercado. Al establecer una distinción más clara entre bienes y servicios, la nueva clasificación permite identificar más fácilmente los factores que determinan la inflación y capta con mayor precisión las ponderaciones del gasto en consumo, por ejemplo de los costes de envío y de los juegos de azar. La mayoría de las medidas de la inflación subyacente solo se han visto afectadas de forma marginal por los cambios en la clasificación, y su dinámica general prácticamente no ha variado.

---

<sup>11</sup> La metodología revisada para la inflación interna y el indicador *Supercore* se publicará próximamente (Bodnár *et al.*, 2026). El anterior indicador de la inflación interna incluía 29 de los 94 componentes del IAPC, mientras que el indicador actualizado comprende 53 del total de 118 componentes del IAPCX. También se basa en una composición constante, a diferencia del enfoque anterior, en el que la composición podía cambiar de un año a otro si las cuotas de importación variaban. En el caso del indicador *Supercore*, mientras que en el enfoque previo se identificaban 47 componentes cíclicos de un total de 72 componentes del IAPCX a nivel de cuatro dígitos de la COICOP, en el enfoque revisado se identifican 29 componentes cíclicos de los 118 que integran el IAPCX. Dado que la ECOICOP versión 2 introduce una clasificación más detallada de los componentes del IAPC y altera la dinámica de algunas series temporales, la mera comparación de los componentes cíclicos entre la clasificación antigua y la nueva no resultaría significativa.

<sup>12</sup> Véase O'Brien (2018).

## Bibliografía

M. Bańbura y M. Bobeica, «[PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area](#)», *Statistics Paper Series*, n.º 38, BCE, octubre.

M. Bańbura, E. Bobeica, K. Bodnár, B. Fagandini, P. Healy y J. Paredes (2023), «[Indicadores de la inflación subyacente: una guía analítica para la zona del euro](#)», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

K. Bodnár, C. Höynck, B. Fagandini, P. Healy y F. Rousseau (2026), «Domestic and cyclical inflation in the euro area», *Statistics Paper Series*, BCE, de próxima publicación.

Banco Central Europeo (BCE) (2025), «[An overview of the ECB's monetary policy strategy - 2025](#)», BCE, junio.

Eurostat (2026), «[Questions & Answers on the improvements in the Harmonised Index of Consumer Prices \(HICP\) effective January 2026](#)», Comisión Europea, Luxemburgo, 25 de febrero de 2026.

D. O'Brien (2018), «[The Supercore measure of underlying inflation](#)», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

# Artículos

## 1 Aranceles e inversión extranjera directa: una relación con matices

Isabella Moder, Tajda Spital, Virginia Di Nino, Lorenz Emter y Michael Fidora

**Los aranceles han resurgido como un instrumento clave de política económica en un contexto de aumento del proteccionismo, lo que ha suscitado debates sobre su impacto en la inversión extranjera directa (IED).**

Aunque los aranceles se han asociado tradicionalmente a las restricciones comerciales y a la protección de las industrias nacionales, algunos países —entre ellos Estados Unidos— los han utilizado recientemente como parte de una estrategia industrial más amplia<sup>1</sup>. Estas medidas estratégicas tienen por objeto reconfigurar los patrones mundiales de producción, mejorar la resiliencia económica y hacer frente a la fragmentación geopolítica tratando de atraer IED al país que impone los aranceles<sup>2</sup>. Sin embargo, la eficacia de estos gravámenes para atraer IED, sobre todo en el sector manufacturero, aún es discutible dada la evidencia dispar en la literatura empírica.

**La relación entre los aranceles y la IED es ambigua y depende en gran medida del tipo de IED.** Los aranceles pueden incentivar la IED que busca sortear las barreras comerciales eludiendo estos derechos (*tariff-jumping*), pero también pueden elevar los costes de producción de las empresas que dependen de cadenas de suministro transfronterizas y, por tanto, desincentivar la inversión. Este doble efecto depende de si la IED sirve a los mercados locales o aprovecha la eficiencia de costes a través de las cadenas globales de valor. Entender esta interacción es fundamental para evaluar el impacto de las políticas arancelarias.

**En este artículo se examina el impacto de los aranceles en la IED *greenfield* y se estudian sus implicaciones para la zona del euro**<sup>3</sup>. El análisis de la sección 1 se centra en la evidencia empírica obtenida entre los años 2016 y 2023 para evaluar cómo influyen los distintos niveles de intensidad arancelaria en los proyectos de IED

<sup>1</sup> Por ejemplo, se impusieron barreras comerciales elevadas en el período comprendido entre los años cincuenta y los ochenta, cuando Brasil y la India trataron de sustituir las importaciones, y en las décadas de 1990 y 2000, cuando China aplicó medidas de protección del mercado en sectores específicos. Estados Unidos utilizó medidas comerciales, como las restricciones voluntarias a las exportaciones en los años ochenta y los aranceles introducidos en 2018 con arreglo a las secciones 232 y 301, para fomentar la producción local por parte de empresas extranjeras.

<sup>2</sup> La evidencia reciente sugiere que la creciente fragmentación geopolítica está reconfigurando cada vez más los patrones mundiales de la inversión extranjera directa (IED), y las empresas están reorientando la inversión hacia países alineados desde el punto de vista geopolítico. Véase también Boeckelmann *et al.* (2024).

<sup>3</sup> Los flujos de IED *greenfield* se refieren a las inversiones exteriores que realizan las empresas con el fin de crear nueva capacidad de producción o ampliar la ya existente. En este sentido, podría decirse que son el componente más estrechamente relacionado con la evolución de la economía real y, por lo tanto, son de especial interés para los responsables de elaborar las políticas. En cambio, las fusiones y adquisiciones transfronterizas, como adquisiciones, desinversiones y reestructuraciones empresariales, implican cambios en la propiedad y tienen menos impacto económico directo.

*greenfield* anunciados recientemente, en particular en el sector manufacturero<sup>4</sup>. A falta de datos sobre los flujos bilaterales reales de IED *greenfield*, el análisis utiliza datos de los proyectos de este tipo anunciados. La correlación entre los proyectos de IED *greenfield* anunciados y los reales es elevada. No obstante, este enfoque presenta dos limitaciones notables. En primer lugar, solo se registran los proyectos anunciados y no se hace un seguimiento de su ejecución real. Aunque los datos sobre los proyectos de IED *greenfield* anunciados ofrecen una visión bastante precisa de las decisiones de inversión a futuro de las empresas, pueden sobrevalorar el número de proyectos de este tipo realmente ejecutados si las políticas comerciales asociadas se perciben como transitorias o con posibilidad de ser revertidas (véase también la sección 2). En segundo lugar, el conjunto de datos pertinente no proporciona información alguna sobre posibles desinversiones, que pueden ser una respuesta relevante al aumento de las barreras comerciales. En la sección 2 de este artículo se examinan las entradas y salidas de IED en Estados Unidos tras los anuncios sobre la imposición de aranceles en 2025 durante el segundo mandato del presidente Trump, con el fin de entender cómo las recientes políticas arancelarias pueden influir en los flujos de IED. Las mayores barreras comerciales, que Estados Unidos impuso con el objetivo explícito de atraer producción e inversión al país, generan, de hecho, riesgos tangibles para la zona del euro, ya que las salidas de IED pueden mermar la inversión interna y reducir el comercio bilateral. En este contexto, en el recuadro 1 se documenta cómo la IED *greenfield* con socios de mayor tamaño y más lejanos puede sustituir a las exportaciones, y en el recuadro 2 se presentan episodios anteriores en los que las salidas de IED frenaron la inversión interna en la zona del euro.

## Conclusiones

**El impacto de los aranceles en la IED *greenfield* es complejo y depende de los motivos principales que lleven a invertir en el exterior.** El análisis que se presenta en este artículo muestra que, si bien los aranceles pueden fomentar en términos generales la IED *greenfield* para eludirlos, su impacto en la IED en las manufacturas es diferente. Las medidas arancelarias de alta intensidad tienden a desincentivar la inversión en los sectores manufactureros que dependen de insumos intermedios y están verticalmente integrados en las cadenas globales de suministro, lo que pone de relieve los retos que plantea la aplicación de políticas proteccionistas para impulsar la inversión en industrias clave. Además, la heterogeneidad sectorial desempeña un papel fundamental a la hora de determinar cómo responde la IED a los aranceles. Las respuestas positivas de la IED se concentran en los sectores enfocados hacia los mercados locales, como vehículos de motor, mientras que las industrias que operan en las fases iniciales de la cadena, como productos farmacéuticos y metales fabricados, sufren los efectos negativos.

---

<sup>4</sup> El análisis se basa principalmente en un conjunto de datos facilitado por fDi Markets. Los datos se han recopilado mayoritariamente de fuentes de información pública (como medios de comunicación, organizaciones sectoriales y agencias de promoción de la inversión) y ofrecen información a nivel de cada inversión de más de 300.000 anuncios de proyectos de IED *greenfield* entre 186 países desde enero de 2003.

**La experiencia más reciente de los aranceles estadounidenses ilustra los límites de las estrategias de inversión inducidas por ellos.** A pesar de los ambiciosos objetivos de las políticas y las declaraciones oficiales de un fuerte aumento de las entradas de IED durante el segundo mandato del presidente Trump, los datos revelan diferencias significativas entre la inversión anunciada y la realizada, ya que solo una pequeña parte de los proyectos de IED *greenfield* anunciados se traducen en inversiones reales en un determinado mandato presidencial. Además, la IED impulsada por los aranceles se concentró solo en un reducido número de sectores y países, como las manufacturas relacionadas con la inteligencia artificial y la IED procedente de economías como Taiwán.

**La estructura de la IED de la zona del euro sugiere que las variaciones en las salidas de IED de la zona atribuibles a los aranceles podrían ser bastante limitadas y que los riesgos asociados para su economía permanecen contenidos.** El aumento del proteccionismo y los flujos de inversión inducidos por los aranceles pueden presionar a las empresas de la zona del euro para invertir en el exterior con el fin de eludir las barreras comerciales, con efectos potencialmente heterogéneos en la inversión interna de los distintos países. Sin embargo, el riesgo de que un incremento de la IED en Estados Unidos para crear capacidad productiva en el mercado local pueda reducir la inversión interna en la zona del euro es limitado. Esto se debe a que las salidas de IED *greenfield* de la zona del euro a Estados Unidos se concentran en el sector manufacturero, que probablemente reacciona de forma negativa a las subidas arancelarias debido a su dependencia de las cadenas globales de valor, y esa inversión en las manufacturas cayó efectivamente en 2025.

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

Agostino Consolo, António Dias da Silva, Nina Furbach y Ramon Gomez-Salvador

### Introducción

**La población activa de la zona del euro ha aumentado significativamente en los últimos años, impulsada por las crecientes tasas de actividad, los cambios demográficos y una migración neta continuada.** La población activa incluye a todas las personas en edad de trabajar —definidas como aquellas con edades comprendidas entre los 15 y los 74 años, para tener en cuenta la mayor duración de las vidas laborales— que tienen un empleo o lo están buscando activamente. La proporción de la población en edad de trabajar que forma parte de la población activa, lo que se conoce como «tasa de actividad», se ha incrementado en los últimos años en múltiples dimensiones. El porcentaje de mujeres ocupadas ha crecido, lo que ha reducido las persistentes brechas de género; los trabajadores de mayor edad se mantienen activos durante más tiempo, en parte como consecuencia de las reformas de las pensiones y un cambio secular hacia trabajos menos exigentes físicamente, y cohortes sucesivas con mayor formación académica se han incorporado a la población activa, lo que contribuye al crecimiento de esta última, dado que las personas con un nivel de estudios más elevado suelen presentar tasas de actividad más altas. Junto con estas tendencias internas, la migración neta ha sido constantemente positiva desde 2010, aproximadamente, y los trabajadores de fuera de la UE están adquiriendo cada vez mayor relevancia como motor del crecimiento de la población activa.

**Los trabajadores de mayor edad y los migrantes han sido las dos fuentes más importantes de expansión de la población activa en los últimos años y cada uno de estos dos colectivos ha tenido efectos distintos sobre los datos agregados del mercado de trabajo.** Ambos grupos han crecido no solo en términos de población, sino también de tasas de actividad. Los trabajadores de mayor edad, que suelen presentar tasas de desempleo más reducidas, han ejercido una presión estructural a la baja sobre la tasa de paro agregada. Las tasas de desempleo tienden a ser más elevadas en el caso de los migrantes, pero la evidencia reciente sugiere que gran parte del aumento de la oferta de trabajo procedente de este colectivo se ha traducido directamente en empleo, limitando así la presión al alza sobre la tasa de paro.

**El número de horas trabajadas no ha seguido la misma tendencia que el número de personas ocupadas, y las horas medias trabajadas por empleado se han mantenido por debajo de los niveles observados antes de la pandemia de COVID-19 en varios países de la zona del euro.** Aunque el número de ocupados ha crecido de forma acusada, el número medio de horas trabajadas por empleado ha disminuido. Estos datos reflejan efectos de composición (por ejemplo, los trabajadores de mayor edad y las mujeres trabajan, en promedio, menos horas

semanales), así como cambios más amplios en los patrones de trabajo. Esta divergencia es importante a la hora de evaluar la actividad económica, ya que el crecimiento del producto interior bruto (PIB) depende no solo del número de personas ocupadas, sino también de la intensidad de uso del factor trabajo.

**La expansión de la población activa y las variaciones en su composición tienen implicaciones significativas para el producto potencial, el desempleo de equilibrio y la dinámica del mercado de trabajo.** El crecimiento de la población activa ha respaldado directamente el producto potencial en una época de atonía de la inversión y la productividad total de los factores. El cambio hacia trabajadores de mayor edad y con un nivel educativo más alto ha reducido tanto el paro como el dinamismo del mercado laboral, mientras que el creciente peso de los trabajadores extranjeros ha contribuido a contener la escasez de mano de obra en sectores clave de la economía de la zona del euro. Sin embargo, la menor fluidez del mercado y la proporción más baja de jóvenes en la población pueden poner en peligro el emprendimiento y frenar la productividad. Al mismo tiempo, el aumento de la edad media a la que las personas producen innovaciones notables por primera vez, la adopción de nuevas tecnologías y la disponibilidad de puestos de trabajo adaptados a las personas de mayor edad pueden mitigar los efectos negativos del envejecimiento de la población<sup>1</sup>.

**En este artículo se analizan estas variaciones en la población activa de la zona del euro y se exploran sus consecuencias para el crecimiento y la dinámica del mercado de trabajo.** En la sección 2 se examina la contribución del fuerte crecimiento de la población activa al avance del PIB en los últimos años. En la sección 3 se describe la participación en el mercado de trabajo en función de la edad, el género y el nivel educativo, y se presenta un análisis detallado del envejecimiento poblacional y de sus consecuencias para la oferta de mano de obra en el futuro. En la sección 4 se analiza cómo contribuyen los trabajadores extranjeros al aumento de la población activa de la zona del euro. En la sección 5 se estudian las implicaciones de los cambios en la composición de la población activa para la volatilidad y la dinámica del mercado de trabajo, incluido el promedio de horas trabajadas. Por último, en la sección 6 se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**El aumento de las tasas de actividad de los trabajadores tanto nacionales como extranjeros ha sustentado el crecimiento de la población activa en los últimos años.** Sin embargo, a medida que se incrementan las tasas de actividad de los trabajadores de mayor edad y de los altamente cualificados, es posible que se reduzca el margen para que este crecimiento continúe. Además, la evolución geopolítica y las decisiones de política están generando una incertidumbre significativa en torno a los flujos migratorios. Los cambios en la composición de la población activa están afectando al ajuste del mercado de trabajo a lo largo del ciclo

---

<sup>1</sup> Véase en Acemoglu *et al.* (2022), Maestas *et al.* (2023), FMI (2025), OCDE (2025) y Jones (2010) un análisis del impacto del envejecimiento en la productividad, el papel de los trabajos adaptados a las personas de mayor edad y el cambio en la distribución de la innovación por edades.

económico, ya que siguen frenando el dinamismo de este mercado al reducir las transiciones entre empleos y la sensibilidad cíclica del desempleo.

**Estos factores determinantes de la oferta de trabajo han aliviado el tensionamiento del mercado laboral y han tenido consecuencias relevantes para el crecimiento de los salarios y para la inflación.** En la [evaluación de la estrategia de política monetaria del BCE de 2025](#) se pone de relieve la importancia que tiene para la política monetaria entender las interacciones entre los factores cíclicos y estructurales que afectan a las condiciones del mercado de trabajo. En la zona del euro, el incremento de la oferta de trabajo ha compensado el descenso de la población en edad de trabajar derivado del envejecimiento de la población, contribuyendo así a dar respuesta al aumento de la demanda de mano de obra en el período posterior a la pandemia. Se espera que esta dinámica continúe a medio plazo, impulsada por la convergencia de las tasas de actividad entre los grupos demográficos.

**Los avances tecnológicos, en particular la inteligencia artificial (IA), podrían contribuir de manera importante a mitigar el impacto del envejecimiento de la población sobre el crecimiento económico.** La adopción de la IA y las tecnologías de automatización pueden impulsar el crecimiento económico y compensar parcialmente el declive demográfico. Sin embargo, el ritmo y las consecuencias distributivas de esta transición siguen siendo muy inciertos, y la interacción entre el cambio tecnológico y la evolución demográfica continuará requiriendo un estrecho seguimiento.

**Las políticas pueden desempeñar una función complementaria importante para fomentar la participación en el mercado de trabajo y mitigar los efectos del envejecimiento de la población durante un período prolongado.** Unas medidas bien diseñadas que respalden la participación de las mujeres en la población activa (por ejemplo, servicios de guardería asequibles y modalidades de trabajo flexibles) pueden ayudar a cerrar la brecha de participación de las mujeres, ampliar la oferta estructural de mano de obra y contribuir a sostener el producto potencial. Además, la política migratoria tiene un papel relevante a la hora de atraer y retener a trabajadores con competencias y perfiles que se ajusten a la demanda de mano de obra actual y futura. Al mismo tiempo, las políticas de educación y formación que faciliten el reciclaje profesional de los trabajadores desplazados por el cambio tecnológico serán esenciales para incrementar la productividad y garantizar que las ganancias de productividad derivadas de la IA y la automatización se distribuyan de forma amplia.

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 29 de abril de 2026.

PDF

ISSN 2363-3492 (edición electrónica), QB-01-26-051-ES-N (edición electrónica).