

Tercer
trimestre
2026

Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS E INFORME TRIMESTRAL
DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA**
TERCER TRIMESTRE 2026

Esta publicación presenta los análisis y las proyecciones macroeconómicas elaborados por la Dirección General de Economía sobre la economía española. Se publica cuatro veces al año. Los números del primer y el tercer trimestre incluyen un informe sobre la evolución reciente de la economía española en el contexto internacional y del área del euro, junto con las proyecciones macroeconómicas del Banco de España para el año en curso y el siguiente. Los números del segundo y el cuarto trimestre contienen una actualización de estas proyecciones.

Fecha de cierre de datos: 2 de octubre de 2026.

Fecha de publicación: 9 de octubre de 2026.

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

© Banco de España, 2026

ISSN: 3127-2096 (edición electrónica)

<https://doi.org/10.53479/44606>

1	Contexto global	4
2	Contexto económico de la Unión Económica y Monetaria	7
3	Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2026-2027)	9
3.1	Actividad	10
3.2	Mercado de trabajo	14
3.3	Inflación y salarios	15
3.4	Cuentas públicas	18
4	Riesgos e incertidumbre en torno al ejercicio de proyecciones	19
	Recuadro 1 Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2026	22
	Recuadro 2 Principales supuestos del ejercicio de proyecciones	27
	Recuadro 3 El efecto del encarecimiento del gas en la evolución reciente del precio mayorista de la electricidad en España y su impacto sobre la inflación	30
	Recuadro 4 Evolución reciente del diferencial de inflación entre España y la Unión Económica y Monetaria	34
	Recuadro 5 La respuesta fiscal al <i>shock</i> energético causado por la guerra en Oriente Próximo: impacto sobre la inflación y efectos distributivos sobre los hogares	38
	Recuadro 6 Escenarios alternativos para la economía española en función de la evolución de las tensiones geopolíticas	44

Tercer trimestre 2026. Infografía



La economía española **mantiene su sólido crecimiento en 2026**, apoyada en la fortaleza del consumo privado, la creación de empleo y el crecimiento de la población, mientras la inflación se acelera.

		2025	Proyección 2026	Proyección 2027	
PIB		2,6	2,6 ▲ 0,3 pp	2,2 ▲ 0,5 pp	El crecimiento previsto del PIB se eleva tres décimas este año y cinco décimas en 2027 respecto a las proyecciones de junio.
Inflación		2,7	3,9 ▲ 0,3 pp	3,7 ▲ 1,1 pp	Tanto la inflación general como la subyacente se aceleran significativamente por el encarecimiento de la energía y la persistencia de presiones en el sector servicios.
Tasa de paro		10,5	10,0 = 0,0 pp	9,7 ▼ 0,1 pp	La tasa de paro prolongará su trayectoria descendente, aunque el ritmo de creación de empleo será más moderado.
Déficit		2,4	2,6 ▼ 0,2 pp	2,2 ▲ 0,1 pp	Se eleva dos décimas la estimación para este año, en parte por las medidas para hacer frente al <i>shock</i> energético.

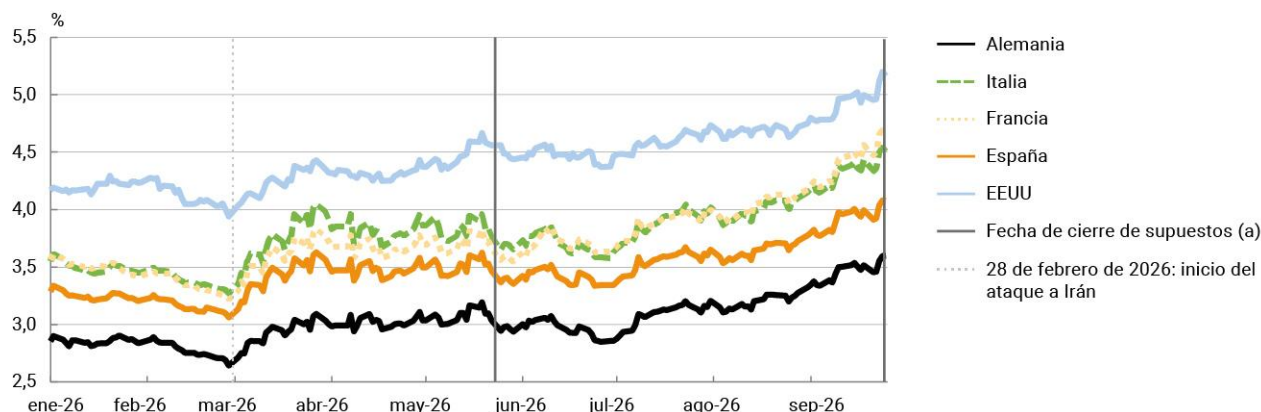
1 Contexto global

El estancamiento del conflicto de Oriente Próximo, tras el colapso del memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán en julio, y la intensificación de las hostilidades en las últimas semanas mantienen el entorno económico mundial sujeto a una incertidumbre y una volatilidad elevadas. En el período comprendido entre la fecha de cierre de supuestos del anterior informe trimestral —21 de mayo— y la del presente —24 de septiembre—, los precios del petróleo y del gas natural aumentaron un 4 % y un 52 %, respectivamente. Estos precios se sitúan, en el primer caso, por debajo del escenario de referencia contemplado en el informe publicado en junio y, en el segundo caso, ligeramente por encima del nivel previsto en el escenario adverso. Las cotizaciones de estas materias primas han mostrado, además, fuertes oscilaciones, condicionadas por la evolución del conflicto.

La política comercial estadounidense continúa marcada por una considerable incertidumbre. Este contexto incierto responde al establecimiento temporal, hasta el pasado mes de julio, de un recargo arancelario que sustituyó a los denominados «aranceles recíprocos»; a la amenaza de nuevos aranceles como resultado del análisis realizado por las autoridades estadounidenses sobre los excesos de capacidad productiva en determinadas ramas manufactureras de varias economías, incluida la Unión Europea, y a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y Canadá.

En los mercados financieros han repuntado con fuerza los tipos de interés a largo plazo. Desde la fecha de cierre de supuestos del anterior informe trimestral, el incremento de las rentabilidades soberanas a diez años ha alcanzado 63 puntos básicos (pb) en Estados Unidos, 42 pb en Reino Unido, 50 pb en Alemania, 70 pb en Italia, 96 pb en Francia y 55 pb en España (gráfico 1). Este movimiento se debe a distintos factores, como un mayor desequilibrio entre la oferta y la demanda de bonos asociado a elevadas emisiones públicas y privadas, a un aumento de las expectativas de tipos de interés de política monetaria y, en menor medida, a una mayor compensación por la inflación y, en algunos casos, por el riesgo de crédito percibido.

Gráfico 1 Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



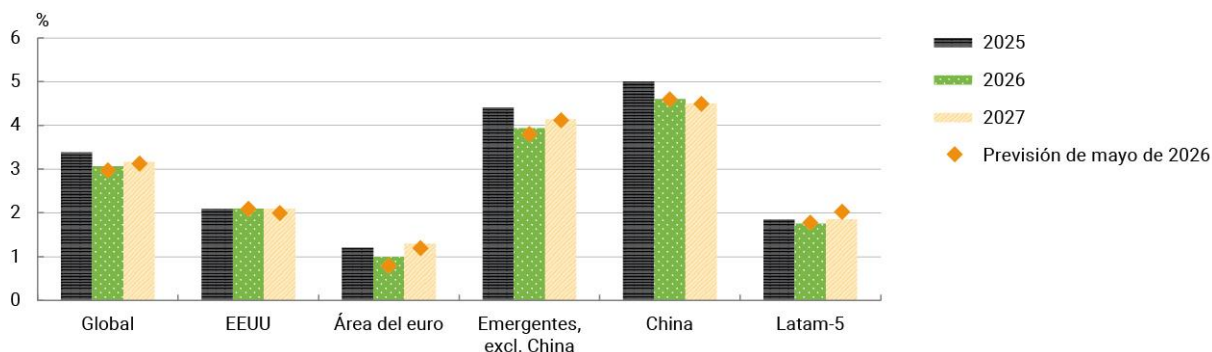
FUENTE: Bloomberg Data License.

a Referidas a los ejercicios de proyecciones del Banco de España de junio (21 de mayo) y del tercer trimestre de 2026 (24 de septiembre).

La renta variable ha registrado avances desde el cierre de supuestos del anterior informe. El S&P 500 aumentó un 3,5 %; el EURO STOXX, un 3,3 %, y el IBEX 35, un 8,9 %, impulsados principalmente por unos resultados empresariales sólidos. El índice tecnológico Nasdaq 100 subió un 3,8 %, apoyado por la revisión de las perspectivas de crecimiento asociadas a la inteligencia artificial, si bien el sector de los semiconductores experimentó episodios de corrección a lo largo del período considerado. En los mercados cambiarios, el dólar registró una apreciación frente al euro (2,1 %). Esta evolución del tipo de cambio está en línea con la ampliación del diferencial de rentabilidad a dos años entre los tipos de interés de las dos áreas, en un contexto de revisión al alza de las expectativas de tipos de interés de política monetaria, más acusada en el caso de la economía de Estados Unidos.

A pesar del complejo contexto geopolítico, la actividad económica mundial se muestra resiliente al shock energético. En Estados Unidos y China, el crecimiento del PIB se ralentizó en el segundo trimestre, hasta el 0,4 % y el 0,9 % en tasa intertrimestral, respectivamente. En el caso de Estados Unidos, la actividad continuó sustentada por la demanda interna, con un comportamiento particularmente dinámico de las inversiones ligadas al desarrollo de la inteligencia artificial. En el caso de China, la debilidad de la demanda interna se vio parcialmente compensada por el dinamismo del sector exterior. De cara al tercer trimestre, los indicadores más recientes apuntan a un fortalecimiento del avance de la actividad global. De este modo, la resiliencia mostrada por la economía mundial durante la primera mitad del año ha permitido mantener prácticamente sin cambios las previsiones de crecimiento de la economía global, Estados Unidos y China para 2026 respecto a las formuladas hace tres meses (gráfico 2).

Gráfico 2 Previsiones de crecimiento de Consensus de la economía mundial (septiembre de 2026) (a)

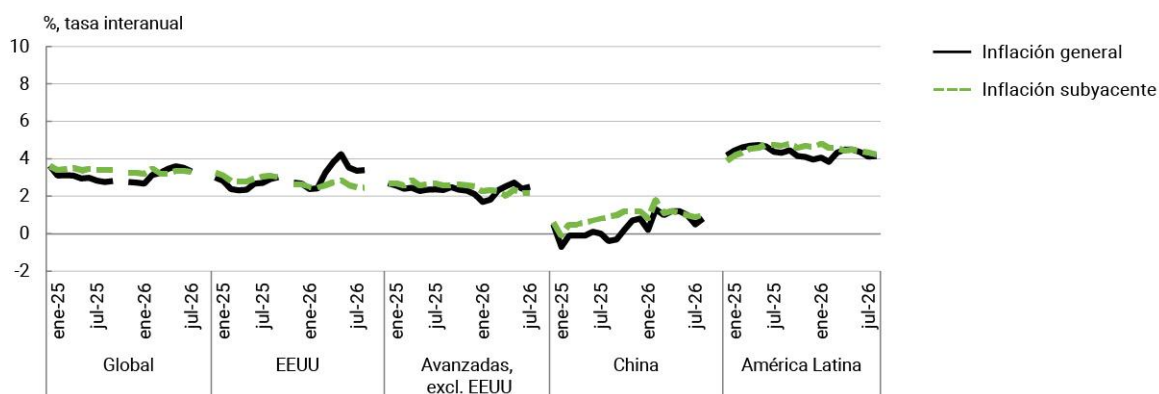


FUENTE: Consensus Economics.

- a Se comparan las previsiones de septiembre de 2026, en barras, con las previsiones de mayo de 2026, reflejadas con un rombo. «Latam-5» incluye México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; «Emergentes, excl. China» incluye «Latam-5», Argentina, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; por último, «Global» incluye los anteriores países más China, Estados Unidos, Canadá, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y «Área del euro». Estos agregados se calculan con ponderaciones del PIB en paridad de poder de compra.

El shock energético ha ocasionado un repunte de la inflación global. El encarecimiento de las materias primas energéticas ha interrumpido un proceso de desinflación global, aunque su impacto ha sido heterogéneo entre regiones. La incidencia del shock energético ha sido especialmente acusada en Estados Unidos, donde la inflación general pasó del 2,4 % en febrero al 4,2 % en mayo, para moderarse posteriormente y situarse en el 3,4 % en agosto, si bien la tasa subyacente ha mostrado una evolución más contenida (gráfico 3). En contraste, las presiones inflacionistas continúan siendo reducidas en China, donde la tasa general se situó en el 0,8 % en agosto.

Gráfico 3 Evolución de la inflación a escala global



FUENTES: Estadísticas nacionales y LSEG.

El incremento de los precios ha llevado a buena parte de los bancos centrales de las economías avanzadas a endurecer el tono de sus políticas monetarias. Tanto la Reserva Federal de Estados Unidos como el Banco Central Europeo (BCE) incrementaron en 25 pb sus tipos de interés oficiales en su reunión de septiembre, hasta el 3,75 %-4 % en el caso estadounidense y el 2,5 % en el caso europeo. En este contexto, las expectativas de mercado se han desplazado hacia sendas de tipos de interés más elevadas

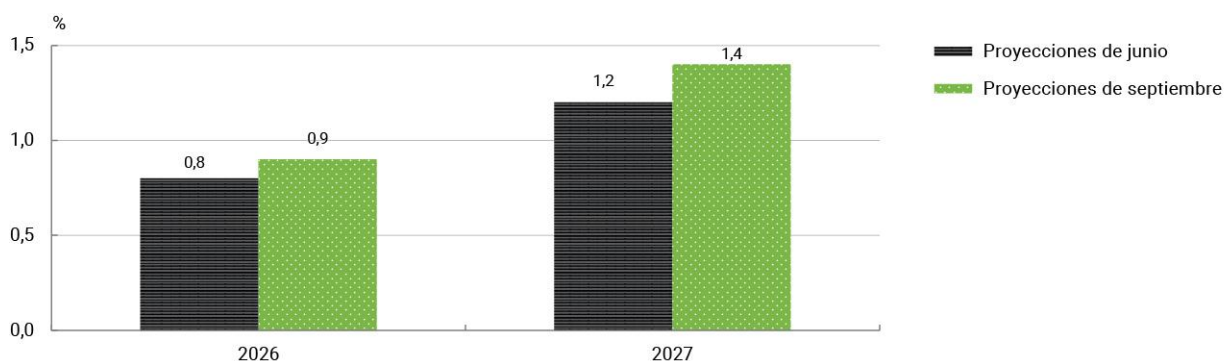
que las descontadas en la fecha de cierre del último informe. Así, en Estados Unidos se ha reforzado la probabilidad de una nueva subida de tipos de interés en diciembre y otra a lo largo de 2027. En el área del euro, las expectativas apuntan a incrementos adicionales de los tipos de interés oficiales durante 2027, frente a la estabilidad esperada hace tres meses.

2 Contexto económico de la Unión Económica y Monetaria

El PIB del área del euro registró un crecimiento intertrimestral del 0,6 % en el segundo trimestre de 2026, frente al estancamiento observado en el trimestre anterior y cuatro décimas por encima de lo previsto en el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de junio (0,2 %). Si bien una parte relevante de esta sorpresa al alza en la actividad se sustentó en el elevado crecimiento de Irlanda (10,2 %), las principales economías del área también contribuyeron a este crecimiento más favorable de lo esperado. Esta evolución positiva de la actividad pone de manifiesto la resiliencia de las economías europeas en un contexto de elevada incertidumbre global y de encarecimiento de los precios energéticos.

Las proyecciones macroeconómicas del BCE de septiembre sitúan el crecimiento del PIB de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en el 0,9 % para 2026 y en el 1,4 % para 2027, tras el 1,3 % registrado en 2025 (gráfico 4). Estas previsiones suponen una ligera revisión al alza con respecto al ejercicio del Eurosistema de junio, en 0,1 puntos porcentuales (pp) para 2026 y en 0,2 pp para 2027, debido al mejor comportamiento de la actividad observado en los últimos meses. Dada la persistencia de una elevada incertidumbre en torno a la evolución de los conflictos de Ucrania y Oriente Próximo y a sus efectos sobre la economía, el BCE ha actualizado los tres escenarios alternativos a su escenario central incluidos en las proyecciones de junio: un escenario «moderado», caracterizado por una normalización más rápida de los precios de la energía que en el escenario central; un escenario «adverso», con mayores tensiones energéticas y más incertidumbre, y un escenario «severo», en el que un *shock* energético más intenso y persistente daría lugar a una reacción más acusada de los salarios y de los precios no energéticos. Los efectos sobre la actividad de estos escenarios se concentrarían en 2027. Así, para ese año el BCE estima que el crecimiento del PIB se situaría en el 1,5 % en el escenario moderado, en el 1,1 % en el escenario adverso y en el 0,4 % en el escenario severo.

Gráfico 4 Previsiones de crecimiento del PIB de la UEM



FUENTES: Eurosistema y BCE.

La tasa de variación interanual del IAPC de la UEM aumentó hasta el 3,8 % en septiembre, desde el 3 % registrado en abril —último dato disponible en la fecha de cierre de las proyecciones de junio del Eurosistema—. Esta evolución estuvo impulsada principalmente por la aceleración de los precios de la

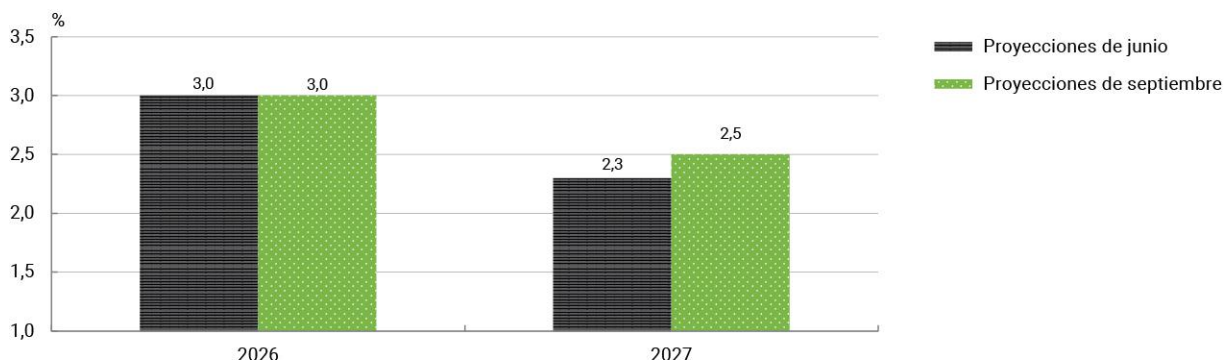
energía, cuya tasa de crecimiento se elevó desde el 10,8 % en abril hasta el 18,8 % en septiembre. Por el contrario, la inflación de los alimentos continuó moderándose: descendió desde el 2,4 % hasta el 1,1 % en agosto, si bien repuntó hasta el 1,4 % en septiembre. La inflación subyacente aumentó ligeramente, del 2,2 % al 2,5 %, como resultado del avance de los precios de los bienes industriales no energéticos, cuya tasa pasó del 0,8 % al 1,1 %, y de la aceleración de la inflación de los servicios, que se elevó desde el 3 % en abril hasta el 3,2 % en septiembre.

Las nuevas proyecciones del BCE apuntan a que la inflación se mantendrá por encima de su objetivo durante un período prolongado y que la inflación subyacente también se situará en niveles elevados. Así, las proyecciones de septiembre mantienen la previsión de inflación general para 2026 en el 3 % y revisan al alza, en dos décimas, la correspondiente a 2027, hasta el 2,5 % (gráfico 5.a). En cuanto a la inflación subyacente, se prevé que permanecerá estable en el 2,5 % en 2026 y que aumentará hasta el 2,6 % en 2027 (gráfico 5.b).

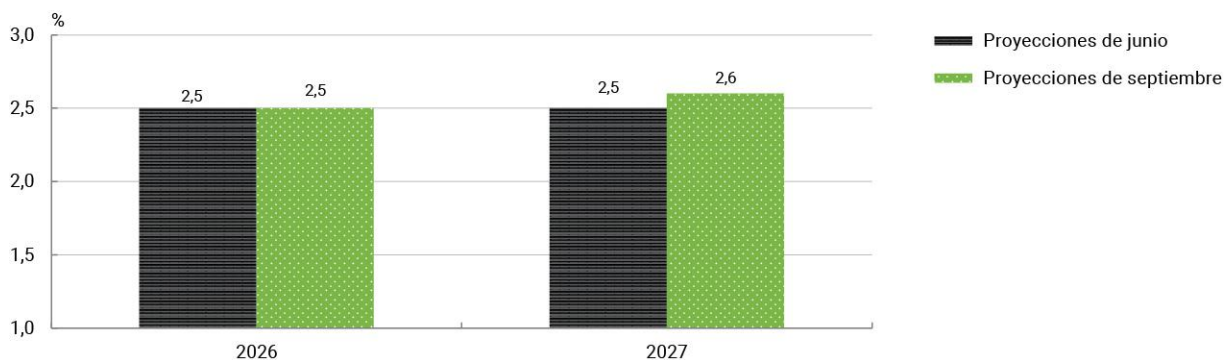
Los escenarios alternativos del BCE sugieren que una prolongación de las perturbaciones energéticas ocasionaría presiones inflacionistas significativamente más persistentes que en el escenario central. En particular, en el escenario adverso la inflación general se situaría en el 3,1 % en 2026 y en el 3,2 % en 2027, mientras que en el escenario severo alcanzaría el 3,3 % y el 5,4 %, respectivamente. La inflación subyacente aumentaría en 2027, hasta el 2,8 % en el escenario adverso y hasta el 3,5 % en el severo.

Gráfico 5 Previsiones de inflación de la UEM

5.a UEM. Previsiones de inflación general



5.b UEM. Previsiones de inflación subyacente



FUENTES: Eurosistema y BCE.

Tras encadenar dos subidas de tipos de interés este año, el **Consejo de Gobierno del BCE** considera que **sigue estando bien posicionado para afrontar la incertidumbre derivada de las tensiones geopolíticas y garantizar que la inflación vuelva al objetivo del 2 % a medio plazo**. Por ello, continuará aplicando un enfoque dependiente de los datos y adoptará sus decisiones reunión a reunión, teniendo en cuenta la evolución de las perspectivas de inflación, los nuevos datos económicos y financieros, la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Además, ha reiterado que no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos de interés.

3 Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2026-2027)

El actual ejercicio de proyecciones de la economía española anticipa un crecimiento del PIB del 2,6 % en 2026 y del 2,2 % en 2027 —tres y cinco décimas más de lo esperado en las proyecciones de junio—, mientras que la inflación se situaría en el 3,9 % y el 3,7 %, respectivamente —tres décimas y 1,1 pp por encima de lo previsto en junio— (cuadro 1). Pese al complejo contexto internacional y al encarecimiento de la energía, la economía española mantiene un notable dinamismo en 2026, apoyada en la fortaleza del consumo privado, la creación de empleo y el crecimiento de la población, de modo que el avance del PIB en el conjunto del año alcanzaría el mismo ritmo de 2025. No obstante, las disrupciones en los mercados energéticos, el encarecimiento de los bienes y la persistencia de las presiones inflacionistas en el sector servicios provocarían en 2026 una aceleración significativa de la inflación general y de la subyacente que superaría el registro de 2025 en 1,2 pp y 0,8 pp, respectivamente. En 2027, la moderación de la demanda interna reduciría el crecimiento de la actividad y del empleo y, junto con la disipación gradual del *shock* energético, favorecería la desaceleración de la inflación.

Cuadro 1 Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB

	2025	Proyecciones de octubre de 2026		Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2026 (b)	
		2026	2027	2026	2027
PIB	2,6	2,6	2,2	0,3	0,5
Consumo privado	3,1	3,0	1,9	0,4	0,3
Consumo público	2,4	2,1	2,0	0,6	0,3
Formación bruta de capital	6,0	4,1	2,8	0,0	0,6
Exportación de bienes y servicios	2,6	2,4	3,4	1,6	0,8
Importación de bienes y servicios	5,5	3,9	3,2	1,8	0,4
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,4	3,0	2,0	0,3	0,3
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	-0,8	-0,4	0,2	0,0	0,2
PIB nominal	5,7	5,5	5,6	0,5	1,3
Deflactor del PIB	3,0	2,9	3,3	0,2	0,8
IAPC	2,7	3,9	3,7	0,3	1,1
IAPC sin energía ni alimentos	2,6	3,4	3,5	0,2	0,3
Empleo (personas)	2,6	2,0	1,8	-0,2	0,3
Empleo (horas)	2,0	2,2	1,7	0,4	0,5
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	10,5	10,0	9,7	0,0	-0,1
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	4,3	3,4	3,0	0,3	0,4
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-2,4	-2,6	-2,2	-0,2	0,1
Deuda de las AAPP (% del PIB)	100,5	98,5	96,2	-0,4	-1,7

FUENTES: INE y Banco de España.

- a Fecha de cierre de las proyecciones: 2 de octubre de 2026. Último dato publicado de la CNTR: segundo trimestre de 2026.
b Las diferencias están calculadas sobre las magnitudes redondeadas a un decimal.

3.1 Actividad

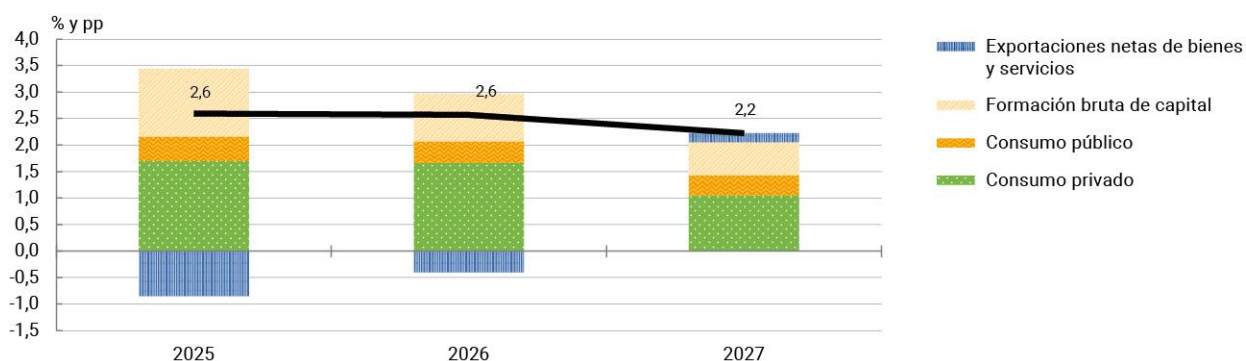
A pesar de la crisis energética, la economía española mantiene una resiliencia notable. En el segundo trimestre de este año, el PIB avanzó un 0,7 % en términos intertrimestrales, por encima del 0,6 % registrado en el primer trimestre y del intervalo comprendido entre el 0,5 % y el 0,6 % previsto en el anterior ejercicio de proyecciones. La expansión del producto se sustentó en el dinamismo de la demanda interna, en particular del consumo privado y la inversión, mientras que la demanda externa contribuyó negativamente al crecimiento debido al significativo repunte de las importaciones. Los indicadores coyunturales disponibles para el tercer trimestre, como la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) (**recuadro 1**), apuntan a un ritmo de crecimiento de la actividad que se situaría en torno al 0,6 %.

El dinamismo de la actividad en el segundo trimestre y unas perspectivas para el tercero más favorables que las contempladas en junio explican la revisión al alza del crecimiento del PIB en 2026: desde el 2,3 % hasta el 2,6 %. Para 2027, la previsión de crecimiento también se eleva, desde el 1,7 % hasta el 2,2 %, como resultado de la resiliencia mostrada por la economía española y de un dinamismo de la actividad en el segundo semestre de 2026 superior al anticipado en las proyecciones de junio. Este dinamismo se trasladaría al año que viene y compensaría un escenario internacional y unas condiciones monetarias

algo más desfavorables, a pesar de la revisión al alza en la evolución esperada de los mercados exteriores de la economía española (**recuadro 2**).

El consumo privado continúa siendo el principal motor de la actividad, aunque se prevé una moderación de su ritmo de avance en los próximos trimestres (gráfico 6). Durante el primer semestre, el consumo de los hogares mantuvo un dinamismo notable, sustentado en la creación de empleo, el crecimiento de la población, el aumento de la renta disponible y unas condiciones financieras favorables. De cara a los próximos trimestres, la gradual pérdida de impulso de algunos de estos factores se traduciría en una ralentización del consumo, cuyo crecimiento pasaría del 3,1 % en 2025 al 3 % en 2026 y al 1,9 % en 2027.

Gráfico 6 Proyección del crecimiento del PIB y contribuciones

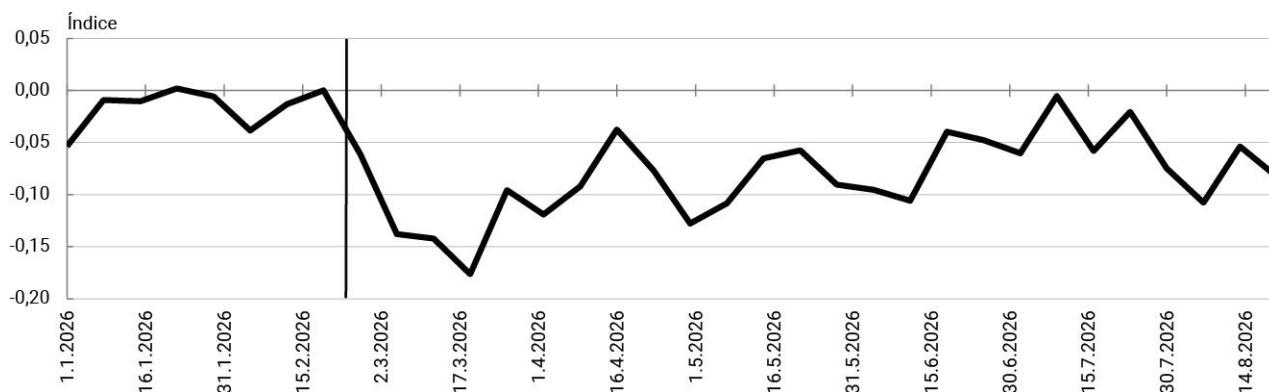


FUENTES: INE y Banco de España.

El gasto de los hogares se sostiene durante el horizonte de proyección gracias a diversos factores. En primer lugar, la confianza de los consumidores ha recuperado parte del terreno perdido tras el estallido de la guerra en Irán, apoyada en unas expectativas más favorables sobre la evolución de la actividad económica que al inicio del conflicto en Oriente Próximo (gráfico 7). En segundo lugar, la financiación destinada al consumo mantiene un dinamismo elevado y gana peso dentro del crédito total concedido a los hogares. En concreto, el crédito al consumo ha crecido hasta tasas interanuales superiores al 10 % desde septiembre de 2025 y representó el 16,9 % de la financiación crediticia de los hogares en agosto de este año, frente al 15,7 % observado en promedio en 2025. En tercer lugar, la tasa de ahorro, equivalente al 11 % de la renta disponible en el segundo trimestre de 2026, permanece en niveles elevados y significativamente superiores a su promedio histórico. Estos niveles proporcionan margen para que los hogares amortigüen el impacto del *shock* inflacionista y el aumento de los tipos de interés sobre la renta real disponible. Además, los hogares afrontan el *shock* con unas ratios de endeudamiento y carga financiera en niveles contenidos en perspectiva histórica y una posición patrimonial sólida¹. En relación con la posición patrimonial, si bien la acumulación de activos líquidos por parte de los hogares se ha moderado, se observa una recomposición de sus tenencias hacia instrumentos con una remuneración más elevada, como los fondos de inversión y las letras del Tesoro (gráfico 8).

¹ Banco de España. (2026). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2026*.

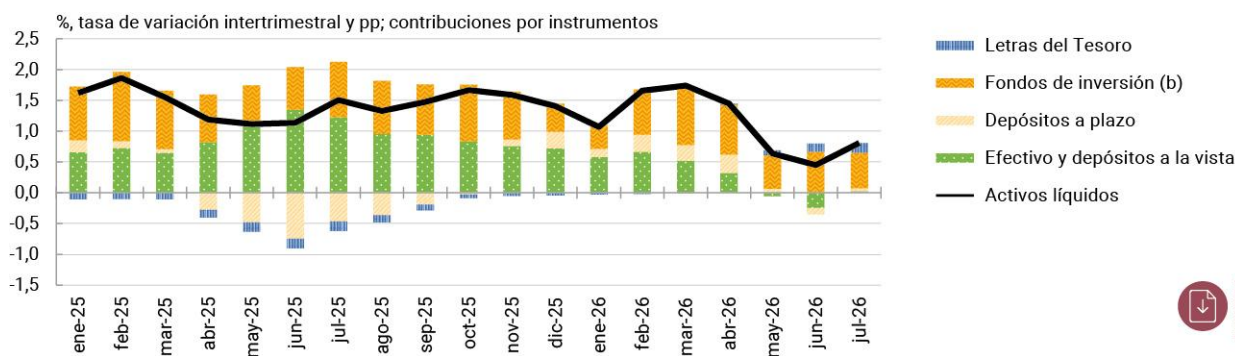
Gráfico 7 Evolución de la confianza del consumidor desde el estallido de la guerra en Irán (a) (b)



FUENTE: Consumer Expectations Survey (BCE).

- a La línea vertical señala el estallido del conflicto en Irán (finales de febrero de 2026).
- b El índice se construye a partir de cuatro preguntas: i) situación financiera del hogar en los últimos 12 meses; ii) situación financiera esperada del hogar en los próximos 12 meses; iii) expectativas sobre el crecimiento económico agregado en los próximos 12 meses, y iv) intención de realizar compras de importe elevado durante los próximos 12 meses. Para construir el índice, se asignan valores numéricos a las distintas respuestas.

Gráfico 8 Evolución y composición de los activos líquidos de los hogares (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos desestacionalizados. La tasa de variación intertrimestral se calcula a partir del flujo neto acumulado de tres meses.
- b Suscripciones netas (sin efectos valoración).

La inversión productiva mostró un avance notable en la primera mitad de 2026. Esta evolución se vio impulsada por un fuerte crecimiento de la inversión en bienes de equipo, mientras que el avance de la inversión en otras construcciones se desaceleró, tras un elevado dinamismo en 2025. Asimismo, la inversión en activos intangibles mantuvo un ritmo de crecimiento significativo, prolongando la tendencia iniciada en 2019. Desde entonces y hasta el segundo trimestre de 2026, estos activos han acumulado un incremento cercano al 60 %. Este fuerte crecimiento contrasta con un avance modesto —de alrededor del 7 %— de la inversión en bienes de equipo. De este modo, el peso de los activos intangibles sobre el conjunto de la inversión productiva ha aumentado, desde el 23 % en 2019 hasta cerca del 28 %, en el segundo trimestre de 2026, al tiempo que el peso de la inversión en equipo se ha reducido, del 44 % al 38 %.

En los próximos trimestres, la inversión en activos tangibles se moderaría tras el significativo avance reciente, mientras que la inversión en intangibles mantendría su dinamismo. Por un lado, las encuestas

relativas al tercer trimestre anticipan una moderación de la inversión en maquinaria y transporte, en un contexto en el que se observa un endurecimiento de las condiciones de financiación (**recuadro 1**). Por otro lado, la significativa desaceleración de los visados de edificios no residenciales sería coherente con una moderación de la inversión en otras construcciones hacia finales de año. En contraste, la inversión en activos intangibles mantendría un perfil más dinámico, en línea con el avance de los indicadores de actividad del sector servicios y la evolución reciente de las exportaciones de los servicios no turísticos. Cabe destacar, sin embargo, que existen algunos factores que podrían condicionar las decisiones de inversión en los próximos trimestres, como el fin del programa *Next Generation EU* (NGEU) y el encarecimiento del crédito empresarial, en un contexto de criterios de concesión más restrictivos y de debilidad de la demanda de financiación, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios del BCE.

La inversión residencial registra un crecimiento más moderado de lo previsto, si bien se espera un mayor crecimiento en el horizonte de proyección. El avance moderado de la inversión residencial en la primera mitad de 2026 está en línea con un menor ritmo en la ejecución de los visados y una disminución de la tasa de finalización de nuevas viviendas, la aceleración de los costes de los factores productivos, o las dificultades en el acceso y la conexión a la red eléctrica que limitan nuevas promociones. El aumento del número de viviendas iniciadas desde 2024, así como la evolución de la nueva financiación bancaria para actividades de construcción y promoción inmobiliaria, apuntarían a un mayor dinamismo de la inversión residencial en el segundo semestre de 2026 y en 2027. No obstante, esta evolución futura se encuentra condicionada por la persistencia de restricciones de naturaleza estructural como son la insuficiencia de mano de obra², la lentitud de los desarrollos urbanísticos o la escasez de suelo finalista.

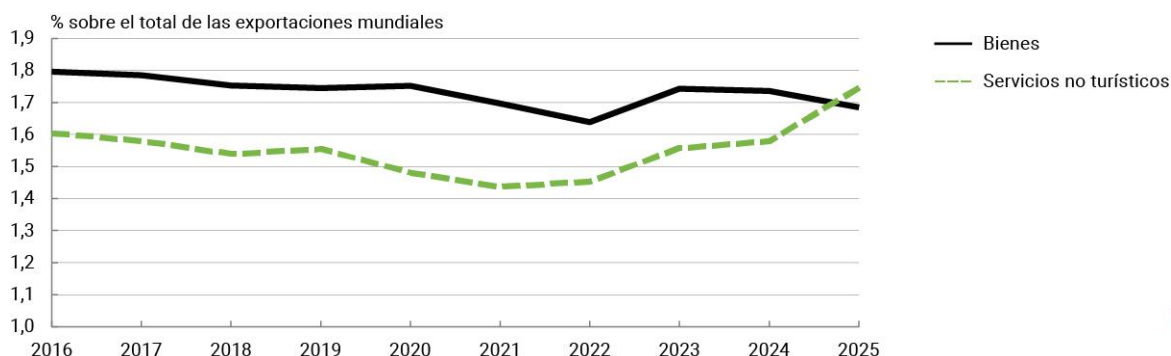
En un contexto de fortaleza de la demanda e incremento de los precios de la vivienda, el dinamismo de la inversión residencial dependerá de la capacidad de respuesta de la oferta. El aumento sostenido de los precios reales de la vivienda se produce ante un incremento del diferencial acumulado desde 2021 entre la producción de nuevas viviendas y la creación neta de hogares. Este déficit de vivienda nueva debería favorecer un mayor crecimiento de la inversión residencial en el horizonte de proyección, si bien la actual rigidez de la oferta está limitando su crecimiento. No obstante, se espera que un mayor grado de ejecución de los distintos programas públicos de construcción de vivienda protegida —promovidos por las Administraciones central, autonómica y local— podría impulsar la inversión residencial a partir de 2027.

En el ámbito del sector exterior, la favorable evolución de las exportaciones de servicios sostiene una elevada capacidad de financiación de la economía española frente al resto del mundo. Esta capacidad se situó en el 3,1 % del PIB en el segundo trimestre de 2026, por encima de la capacidad de financiación previa a la pandemia (2,5 % del PIB), aunque por debajo de los máximos recientes (4,3 % en 2025). La cuenta corriente registró un superávit del 2 % del PIB en el segundo trimestre, apoyado especialmente por los servicios —turísticos y no turísticos—, cuyas exportaciones han experimentado un notable auge desde la pandemia. Así, en el segundo trimestre de 2026, el superávit turístico alcanzó el 4,8 % del PIB, y el de servicios no turísticos, el 2,6 % del PIB, situándose este último en niveles máximos, de manera coherente con la ganancia de peso de las exportaciones españolas en la cuota mundial de este tipo de servicios (gráfico 9). Por otro lado, el déficit comercial de bienes ha restado impulso al saldo exterior: en los cuatro trimestres hasta junio de 2026, este déficit alcanzó el 3,4 % del PIB, frente al 2,6 % del año previo, debido en gran medida al aumento del déficit de bienes no energéticos, del 0,7 % al 1,5 % del PIB. Por su parte, el déficit de bienes energéticos, a pesar del auge de los precios globales de la energía, se ha ido reduciendo paulatinamente en los últimos trimestres, pasando del 2 % en acumulado de cuatro trimestres en junio de 2025 al 1,9 % en junio de 2026. En la vertiente financiera, los superávits exteriores han contribuido en los últimos años a reducir la posición deudora neta de España frente al resto del

² De acuerdo con la **EBAE**, en los últimos trimestres cerca del 60 % de las empresas del sector de la construcción señalan las dificultades en la disponibilidad de mano de obra como un factor con impacto negativo o muy negativo que limita su actividad. Desde 2021, este porcentaje ha sido creciente y ha superado el 50 % desde mediados de 2023.

mundo, aunque esta sigue siendo elevada en comparación con otras economías de nuestro entorno³. En el segundo trimestre de 2026, la posición de inversión internacional neta deudora se situó en el 40,7 % del PIB, prácticamente en línea con el trimestre anterior, mientras que la deuda externa bruta aumentó hasta el 168,3 % del PIB.

Gráfico 9 Cuota de España en las exportaciones globales



FUENTES: FMI y OMC.

De cara a los próximos trimestres, la revisión al alza del crecimiento de los mercados de exportación para la segunda mitad de 2026 y 2027 y la depreciación del euro frente al dólar (recuadro 2) darían lugar a un mayor dinamismo del sector exterior. Esta evolución favorecería la recuperación de las ventas de bienes al exterior tras su débil comportamiento durante el primer semestre, al tiempo que se prolongaría el dinamismo de las exportaciones turísticas y de otros servicios registradas en los últimos años. En conjunto, las exportaciones de bienes y servicios avanzarían un 2,4 % en 2026 y un 3,4 % en 2027, frente al 2,6 % observado en 2025.

Las importaciones se verán impulsadas por componentes de la demanda intensivos en compras del exterior, como la inversión en equipo. No obstante, la evolución de las importaciones en 2026 y 2027 se anticipa menos dinámica que en 2025, como consecuencia de la moderación de la elasticidad de las importaciones a la demanda final, que ha sido particularmente elevada en los últimos dos años. Así, el crecimiento de las importaciones se desaceleraría en 2026 y 2027: desde el 5,5 % registrado en 2025 hasta el 3,9 % y el 3,2 %, respectivamente. En conjunto, la contribución al crecimiento del PIB del sector exterior aumentaría progresivamente en el horizonte de previsión, gracias al menor ritmo de crecimiento de las importaciones respecto a trimestres anteriores y al mayor impulso de las exportaciones. Así, tras restar ocho décimas al ritmo de la expansión de la actividad en 2025, se proyecta que la aportación del sector exterior mejore gradualmente a lo largo del horizonte de proyección, hasta aportar dos décimas en 2027 (gráfico 6).

3.2 Mercado de trabajo

La medición de la evolución reciente del empleo se ha visto condicionada por el proceso extraordinario de regularización de inmigrantes, lo que dificulta la identificación de una señal coyuntural clara. Así, en tasa intertrimestral desestacionalizada, la afiliación a la Seguridad Social se aceleró con fuerza hasta el 1,3 % en septiembre, frente al 0,5 % registrado en abril, antes de que se materializaran los efectos del

³ Mientras que España mantuvo una posición deudora neta del 44,7 % del PIB en 2025, la posición deudora neta de Francia fue del 29,6 % del PIB. Por el contrario, Alemania registró una posición acreedora neta del 81,2 % del PIB, e Italia, del 15,4 % del PIB.

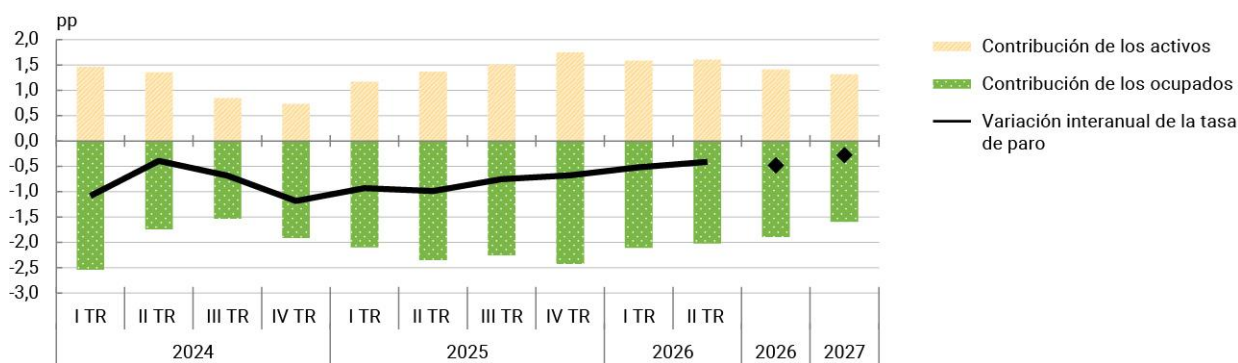
proceso de regularización sobre los datos de afiliación. Este repunte refleja el intenso crecimiento de los afiliados de nacionalidad extranjera, que crecieron un 17,7 % interanual en septiembre como resultado de la incorporación a los registros de la Seguridad Social de 421.306 afiliados beneficiarios del proceso de regularización hasta el 30 de septiembre. No obstante, parte de las personas regularizadas podrían haber estado desarrollando una actividad laboral con anterioridad al proceso, como ocurre, por ejemplo, en el caso de algunos solicitantes de asilo o de trabajadores vinculados a la economía sumergida. Por ello, en el tercer trimestre los datos de afiliación ofrecen una lectura menos precisa de lo habitual sobre la situación coyuntural del mercado de trabajo.

Por su parte, la tasa de paro continuó descendiendo —hasta el 10,1 % en el segundo trimestre, en términos de la serie desestacionalizada— **y la oferta de trabajo siguió ampliándose**. El aumento de la participación laboral proviene principalmente del impulso de la inmigración y del incremento de la participación de los nacionales de más de 45 años.

De cara a los próximos trimestres, se mantiene el avance de la creación de empleo, si bien su ritmo se modera a lo largo del horizonte de proyección. En particular, con respecto al incremento del número de personas ocupadas registrado en 2025 (2,6 %), se prevé que el crecimiento del empleo se moderará hasta el 2 % en 2026 y el 1,8 % en 2027. En este contexto, la productividad por ocupado crecería en torno al 0,5 % en 2026 y 2027, cerca de su promedio histórico.

La tasa de paro prolongaría su trayectoria descendente observada en los últimos años, si bien reduciría su ritmo de mejora en el horizonte de proyección, con un descenso previsto de 0,5 pp en 2026 y de 0,3 pp en 2027, hasta alcanzar el 9,7 % en este último año. Esta evolución reflejaría una evolución prevista del empleo algo más dinámica que la de la población activa el año próximo (gráfico 10).

Gráfico 10 Evolución y proyecciones de la tasa de paro: variación interanual y contribuciones



FUENTES: INE y Banco de España.

3.3 Inflación y salarios

La inflación general —medida por el IAPC— aumentó en España y pasó del 3,5 % en abril hasta el 5 % en septiembre —de acuerdo con el indicador adelantado—. Esta evolución desde el último dato disponible en el informe trimestral de junio refleja, principalmente, la aceleración de los precios de la energía, junto con un leve aumento de la inflación subyacente —IAPC sin energía ni alimentos—, mientras que los precios de los alimentos moderaron su ritmo de avance.

Los precios de la energía se han incrementado de manera generalizada e impulsan la inflación. La inflación energética alcanzó una tasa interanual del 22 % en septiembre, tras incrementarse en 15 pp desde abril. A esta evolución ha contribuido el aumento de los precios del gas a nivel internacional que ha provocado el encarecimiento de la electricidad en el mercado mayorista. Esta traslación del aumento

del precio del gas a la electricidad fue especialmente intensa en los meses de verano, cuando se reduce la producción de energías renovables y aumenta la demanda por las altas temperaturas (**recuadro 3**). Por su parte, los incrementos de los precios de los combustibles y carburantes desde el inicio de la guerra de Irán reflejan tanto el encarecimiento del petróleo como el aumento de los márgenes de refino, más acusado en el caso del gasóleo.

Las medidas de apoyo aprobadas desde marzo han contenido la escalada de los precios energéticos. En ausencia de medidas, la inflación energética media en el período abril-agosto habría superado en casi 10 pp a la observada y se habría situado por encima de la de la UEM (**recuadro 4**).

El incremento de los precios de los alimentos se ha desacelerado desde marzo, si bien mostró un repunte en agosto y septiembre. El repunte reciente de la inflación alimentaria se asocia a un aumento de los precios de los alimentos frescos, que situó su tasa interanual en el 2,7 % en septiembre. La evolución de los precios de consumo de los alimentos se encuentra en línea con la moderación en los indicadores de precios agrarios, de los de producción interior y de los de importación. Asimismo, las ayudas a los productores para la adquisición de gasóleo y fertilizantes y la ausencia de problemas generalizados de sequía en España han contribuido a contener la inflación alimentaria.

La inflación subyacente se situó en el 3,5 % en septiembre ante el dinamismo del precio de los servicios. La inflación de los servicios ha registrado una notable persistencia en un nivel ligeramente superior al 4 %, que en buena parte se encuentra asociada al dinamismo de las partidas de turismo y hostelería. El peso de las partidas de servicios que crecen por encima del 4 % sobre el total de servicios aumentó hasta un 46 % de media entre enero y agosto de 2026, frente al 39 % de la media de 2025.

Los precios de los bienes industriales no energéticos repuntaron a partir del mes de abril y se situaron por encima del 2 %, si bien en septiembre moderaron su avance hasta el 1,6 %. En esta evolución destaca el aumento en abril de los precios del vestido y calzado, componente que se ha desacelerado en los últimos meses. Destaca asimismo la acusada aceleración de los productos tecnológicos, como ordenadores y teléfonos móviles, cuyo peso en la cesta de consumo es muy reducido, pero que explican alrededor del 25 % del aumento de la inflación de los bienes industriales no energéticos entre marzo y agosto. El aumento de los precios de estos productos se produce en un contexto en el que los precios de producción interior y, sobre todo, los de importación de este tipo de bienes registran una importante aceleración en los últimos meses.

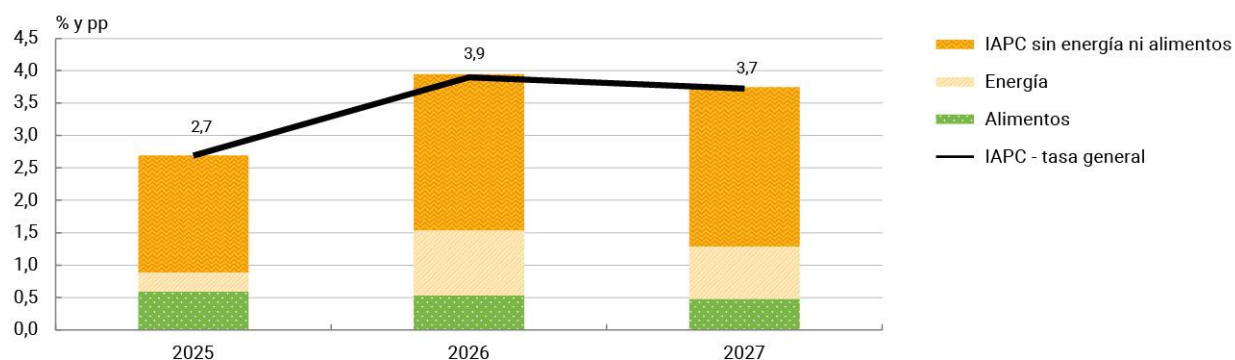
El aumento reciente de la inflación en España ha sido más pronunciado que el registrado en la UEM, lo que amplía el diferencial de inflación entre ambas áreas: desde 0,5 pp en abril hasta 1,2 pp en septiembre. El aumento del diferencial se explica, fundamentalmente, por la mayor aceleración en España de los precios energéticos. Sin embargo, la mayor contribución al diferencial proviene de los servicios, cuya tasa interanual en España supera en 1 pp a la del conjunto de la UEM, el diferencial más amplio registrado desde agosto de 2022. En agosto, la mayor parte de ese diferencial —último dato disponible a nivel de subclase— provino del turismo y la hostelería, cuyo peso en la cesta de consumo es mayor en España que en la UEM y cuyos precios crecen a un ritmo mayor en España (**recuadro 4**).

La trayectoria de la inflación en los próximos meses está muy condicionada por la evolución del shock energético. Los mercados de futuros proyectan un encarecimiento del petróleo y del gas en los próximos meses, que, unido a los efectos indirectos de los aumentos de costes energéticos, conduciría a unos niveles de inflación en el entorno del 5 % hacia final de año, una vez descontados los efectos del paquete de medidas fiscales en materia energética. De este modo, la inflación media anual en 2026 se situaría en el 3,9 % (1,2 pp más que en 2025). A principios de 2027, la inflación experimentaría un repunte, condicionado al fin de las rebajas fiscales sobre la energía y los descuentos al transporte público, e iniciaría posteriormente una trayectoria descendente, apoyada en la moderación de los precios de la energía y en los efectos base por los incrementos de 2026, de modo que la inflación general se reduciría hasta el 3,7 % en el promedio de ese año (gráfico 11.a).

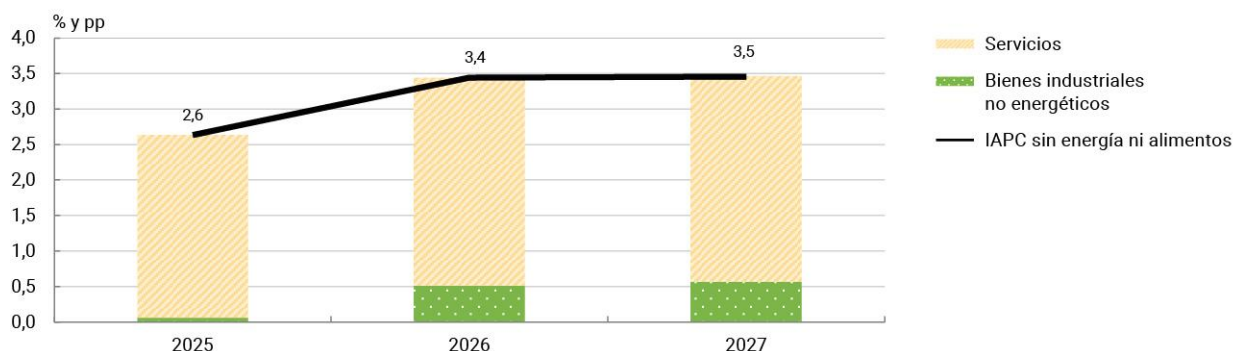
Se anticipa que la persistencia de la inflación subyacente se mantendrá en los próximos meses. El crecimiento medio anual de la inflación subyacente alcanzaría en 2026 el 3,4 % (0,8 pp más que en 2025) y el 3,5 % en 2027 (gráfico 11.b). El dinamismo proyectado para la demanda interna, junto con la traslación de los aumentos de costes originados por el *shock* de la energía, implicaría una relativa estabilidad de las tasas de la inflación subyacente en los próximos meses. A principios de 2027, con la desaparición de los descuentos en el transporte público, se producirá un aumento transitorio de la inflación de servicios que se disipará de manera gradual posteriormente, en línea con la moderación esperada en el consumo privado y la creación de empleo.

Gráfico 11 Proyecciones de la tasa de inflación y contribuciones de los principales componentes

11.a Tasa general



11.b Tasa subyacente



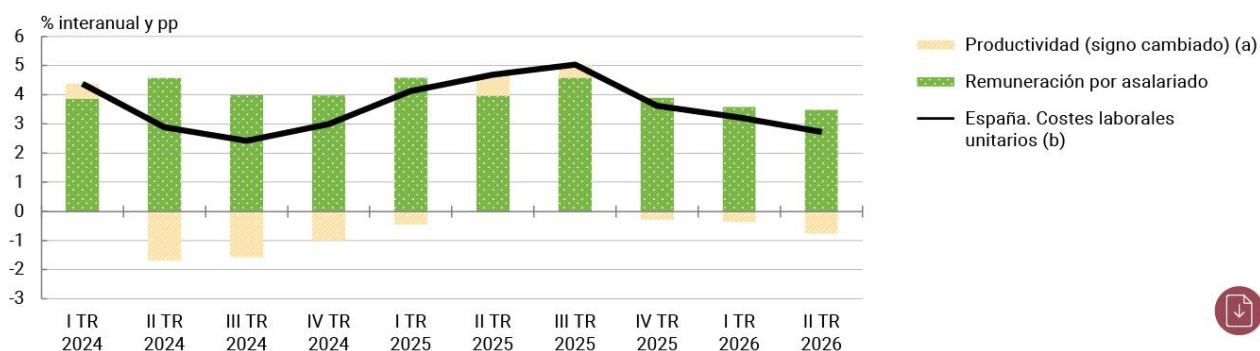
FUENTES: INE y Banco de España.

Respecto al ejercicio de junio, las previsiones de inflación se han revisado al alza. La tasa anual prevista para 2026 se ha revisado al alza, en 0,3 pp, principalmente por el mayor crecimiento esperado de los precios energéticos y una revisión al alza de la inflación subyacente —de 0,2 pp—, mientras que la inflación de alimentos se ha revisado a la baja, en línea con su desaceleración reciente y la evolución prevista de los precios agrarios, de los precios de producción interior y de los de importación de alimentos. Para 2027, la inflación prevista se ha revisado al alza, en 1,1 pp, como resultado de la menor desaceleración esperada en los precios energéticos. Por su parte, las previsiones de la inflación subyacente se han revisado al alza para 2026 y 2027, en 0,2 pp y 0,3 pp, respectivamente, sobre la base de las sorpresas de los últimos meses.

En relación con los salarios, la negociación colectiva mantiene contenidas las remuneraciones este año. Con información hasta agosto, el incremento salarial pactado para 2026 se sitúa en el 3 %, por debajo del 3,5 % registrado en 2025. Esta moderación se apoya en los acuerdos para 2026 firmados en ejercicios anteriores, que incorporan un aumento salarial medio del 2,9 %, frente al 3,8 % de los correspondientes a 2026. Con todo, la remuneración por asalariado en la economía de mercado se desaceleró ligeramente en el segundo trimestre de 2026, hasta el 3,5 %. Este registro, unido al avance de la productividad, del 0,7 %, hizo que se moderara el ritmo de avance de los costes laborales unitarios hasta el 2,7 % (gráfico 12).

La desaceleración del ritmo de avance de los costes laborales unitarios contribuyó, a su vez, a disminuir las presiones inflacionistas por el lado de la producción. En particular, el deflactor del valor añadido de la economía de mercado creció un 2,1 % en el segundo trimestre, cinco décimas menos que en el primero, como resultado de la moderación de los costes laborales y, en menor medida, del excedente bruto unitario y de los impuestos unitarios.

Gráfico 12 Evolución de los costes laborales unitarios de la economía de mercado y contribuciones de los principales componentes



FUENTES: INE y Banco de España.

- a** La productividad se define como el valor añadido bruto sobre el total de ocupados.
- b** La variación de los costes laborales unitarios puede aproximarse como la suma de la variación de la remuneración por asalariado y la variación de la productividad (cambiada de signo). Por tanto, una contribución positiva de la productividad se interpreta como el efecto de una caída de la productividad.

De cara a los próximos trimestres, la dinámica inflacionaria podría incrementar las presiones salariales en los convenios de nueva firma. En particular, la información proporcionada por una submuestra de convenios que ya incorporan incrementos salariales futuros apunta a crecimientos algo superiores al 3 % para los próximos años. Asimismo, cabe esperar que el aumento reciente de la inflación presione al alza las demandas salariales en los convenios de nueva firma el año próximo. De este modo, se prevé que la remuneración por asalariado de la economía de mercado aumentará un 3,9 % en 2026 y un 4,2 % en 2027, frente al 4,3 % observado en 2025.

3.4 Cuentas públicas

Tanto los ingresos como los gastos públicos registraron un elevado dinamismo en la primera mitad de 2026. En el acumulado del año hasta julio, los ingresos crecieron un 8,9 % interanual, impulsados por la favorable evolución de la recaudación tributaria (7,7 %), las cotizaciones sociales (7,1 %) y los recursos de capital (95,1 %, principalmente por las ayudas a la inversión ligadas a los fondos NGEU). Por su parte,

en el mismo período el gasto público registró un sustancial aumento interanual, del 9,2 %, reflejo de un crecimiento generalizado de las partidas de gasto, incluyendo el consumo público (6,6 %), el gasto en prestaciones sociales (6,7 %), los intereses pagados (11,7 %), las transferencias corrientes (22,1 %, principalmente pagos a la Unión Europea), así como el gasto de capital (29,8 %, vinculado al programa NGEU). En conjunto, tanto los ingresos como los gastos públicos han continuado elevándose por encima del PIB nominal, que registró un aumento del 5,8 % interanual en el acumulado del primer semestre del año. Como resultado de esta evolución de los ingresos y los gastos públicos, el déficit acumulado de 12 meses de las Administraciones Públicas (AAPP) se situó en el 2,5 % del PIB en julio.

El déficit previsto para las AAPP se mantiene por encima del 2 % del PIB en el horizonte de proyección.

En conjunto, se espera que el déficit de las AAPP alcance el 2,6 % y el 2,2 % del PIB en 2026 y 2027, respectivamente. Con respecto al ejercicio de proyecciones de junio, el saldo previsto se revisa al alza en 0,2 pp del PIB en 2026 y a la baja en 0,1 pp en 2027. El mayor crecimiento esperado en el actual ejercicio de proyecciones de las variables macroeconómicas en términos nominales —que impulsan el avance de los ingresos públicos— contribuiría a un menor déficit público. Sin embargo, este efecto se compensa por el coste de las nuevas medidas adoptadas para hacer frente al *shock* energético, una evolución del gasto público más expansiva de lo previsto y una menor recaudación, asociada a distintas medidas en el impuesto sobre sociedades. Así, la estimación actual del déficit de 2026 supera en 0,5 pp a la realizada en el ejercicio de proyecciones de diciembre de 2025, en línea con el coste estimado de las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis energética (**recuadro 5**).

La evolución prevista de la inversión pública seguiría condicionada por un incremento progresivo del gasto en defensa. Este componente del gasto se aceleró fuertemente en julio y se espera que cierre 2026 por encima de los niveles observados el año anterior. Asimismo, contribuyen al dinamismo de esta partida las medidas de reparación de los daños causados por la DANA de 2024 y aquellas asociadas a episodios recientes de inundaciones y otros efectos climáticos en distintas zonas del territorio. Por otro lado, el plazo para el cumplimiento de los hitos y objetivos vinculados a la asignación de fondos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia finalizó el 31 de agosto, si bien se espera que los proyectos aprobados sigan teniendo incidencia en las partidas de gasto público en los próximos trimestres. Como resultado de esta incidencia futura, el peso de la inversión pública en el PIB continuaría creciendo y podría superar ligeramente el 3 % en 2026 y 2027.

El crecimiento estimado del gasto neto computable a efectos de las reglas fiscales europeas podría superar el 7 % en 2026, significativamente por encima del 4,8 % de 2025. En términos acumulados desde 2023, el aumento se aproximaría al 17 %, 4 pp por encima del umbral fijado en el **Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo**.

Las previsiones para la ratio de deuda pública sobre PIB se revisan a la baja para todo el horizonte de previsión respecto al ejercicio de junio. Esta disminución de la ratio de endeudamiento público se debe, fundamentalmente, al mayor crecimiento del PIB nominal, que compensa el deterioro del déficit de las AAPP. Así, se espera que la ratio de deuda se sitúe en el 98,5 % del PIB en 2026 y que el aumento del PIB nominal continúe reduciendo la ratio de endeudamiento hasta aproximadamente el 96,2 % en 2027.

4 Riesgos e incertidumbre en torno al ejercicio de proyecciones

La evolución del contexto internacional, ligada a la crisis energética desencadenada por la guerra de Oriente Próximo, continúa conformando el principal factor de riesgo externo para la economía española. El colapso del acuerdo alcanzado en junio para poner fin al conflicto ha prolongado el bloqueo del estrecho de Ormuz y ha dado paso a una situación de estancamiento, lo que ha acrecentado la incertidumbre acerca de la posibilidad de llegar a una solución estable y duradera en los próximos meses. En consecuencia, el precio del petróleo se ha mantenido en niveles elevados, mientras que el del gas ha alcanzado sus máximos de los últimos años. Además, la extensión de las disrupciones en el suministro

energético al estrecho de Bab el-Mandeb y las iniciativas para movilizar reservas de diésel por parte del G-7 ponen de manifiesto los riesgos que se ciernen sobre el abastecimiento energético en los próximos meses.

Así, de acuerdo con los análisis del Banco de España, los acontecimientos de los últimos meses han elevado la probabilidad de materialización de escenarios geopolíticos más adversos que el escenario presentado en las proyecciones. Estos escenarios vendrían caracterizados por un entorno internacional más desfavorable y por precios del petróleo superiores a los contemplados en el escenario central, lo que se traduciría en un menor crecimiento de la actividad y en tasas de inflación más elevadas en la economía española. El **recuadro 6** de este documento caracteriza algunos escenarios geopolíticos alternativos —más o menos adversos en comparación con el escenario central— y estima sus efectos sobre la actividad y los precios en España.

La persistencia de las presiones inflacionistas ha propiciado un endurecimiento de la política monetaria cuyos efectos de transmisión podrían moderar el avance de la actividad. El BCE ha aumentado en 50 pb los tipos de interés oficiales desde el inicio del conflicto y las expectativas de mercado se han desplazado hacia sendas de tipos de interés más elevadas. Esta evolución, junto con el reciente repunte de las rentabilidades soberanas, se trasladará a unas condiciones de financiación más restrictivas para los hogares y las empresas. El consiguiente aumento de la carga financiera podría frenar el consumo y la inversión, con efectos más acusados sobre los agentes más endeudados o con una mayor exposición a tipos de interés variables. A su vez, el debilitamiento de la demanda interna podría moderar la creación de empleo e intensificar la desaceleración de la actividad.

En el ámbito interno, la evolución de la inversión en vivienda constituye uno de los condicionantes del escenario de actividad para los próximos trimestres. En los últimos años, la construcción residencial no ha aumentado en consonancia con el crecimiento de la demanda, impulsada por una intensa creación neta de hogares, lo que ha contribuido al notable incremento de los precios reales de la vivienda. Ante la persistencia de estas presiones de demanda, la inversión residencial debiera crecer paulatinamente en el horizonte de proyección. No obstante, hasta la fecha, la capacidad de respuesta de la oferta para producir nuevas viviendas ha sido menor de la esperada, en un contexto marcado por la escasez de mano de obra, el aumento de los costes de construcción y, especialmente, las dificultades en los desarrollos urbanísticos. El escenario central de las proyecciones contempla un crecimiento de la inversión residencial más dinámico que en 2025, coherente con la evolución observada en los visados de obra nueva y distintos indicadores del mercado inmobiliario residencial. No obstante, en la medida en que el sector privado y los programas públicos de vivienda protegida aceleraran el ritmo de construcción para hacer frente a la demanda, podría materializarse una trayectoria de inversión residencial más intenso de lo previsto en el escenario central.

En cuanto a los precios, la persistencia de elevadas tasas de inflación general y subyacente podría erosionar la competitividad y lastrar el crecimiento de la actividad de la economía española. Las tasas de inflación han repuntado notablemente a lo largo de este año, como consecuencia del encarecimiento de la energía y la persistencia de incrementos elevados de los precios de los servicios y de las presiones inflacionistas en determinados bienes, como algunos productos tecnológicos vinculados al desarrollo de la inteligencia artificial. En este contexto, el diferencial de inflación frente a la UEM se ha ampliado recientemente y ha alcanzado registros elevados desde una perspectiva histórica (**recuadro 4**). El escenario central de estas proyecciones anticipa que la inflación española se mantendrá por encima de la referencia del 2 % durante el horizonte de proyección. La persistencia de tasas de inflación elevadas, especialmente si estas continúan superando a las de la UEM, además de erosionar la confianza y el poder adquisitivo de los hogares, podría producir pérdidas de competitividad y lastrar la expansión de la actividad a medio plazo.

La situación de las finanzas públicas constituye una vulnerabilidad para la economía española. Aunque el crecimiento del PIB nominal ha contribuido a reducir en el período reciente la ratio

de deuda pública de España, el elevado endeudamiento y el déficit estructural limitan el margen de respuesta de la política fiscal ante perturbaciones adversas. La falta de concreción de medidas con efectos de medio plazo sobre las finanzas públicas añade incertidumbre sobre la trayectoria futura de la deuda pública. Además, el deterioro de las perspectivas de las finanzas públicas en varias economías avanzadas podría elevar las rentabilidades de su deuda soberana y endurecer las condiciones de financiación en España. Esto dificultaría la reducción de la ratio de deuda pública española, tanto por el aumento gradual de la carga de intereses, a medida que se refinance la deuda, como por sus posibles efectos negativos sobre la actividad económica.

Recuadro 1 Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: tercer trimestre de 2026

Introducción

Este recuadro presenta los resultados de la edición de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) correspondiente al tercer trimestre de 2026. A partir de una muestra de las sociedades no financieras españolas, la EBAE evalúa cada tres meses la evolución de la actividad empresarial en el trimestre corriente y sus perspectivas a corto plazo⁴. En particular, la encuesta recopila información cualitativa sobre la facturación, el empleo, la inversión empresarial y los precios pagados y cobrados por las empresas colaboradoras⁵. Además, en esta edición se ha preguntado a las empresas por segundo trimestre consecutivo en qué medida su actividad se está viendo afectada por los desarrollos asociados al conflicto en Irán. El trabajo de campo se realizó entre el 7 y el 21 de septiembre. La encuesta fue remitida para su cumplimentación *online* a una muestra de casi 15.000 sociedades, de las que más del 30 % son colaboradoras habituales de la Central de Balances. En línea con el grado de participación de trimestres pasados, se recibieron cerca de 7.000 encuestas válidas, lo que supone una tasa de respuesta del 40 %. En este recuadro se detallan los principales resultados obtenidos a partir de las respuestas recibidas.

Facturación, empleo e inversión

Los resultados de la encuesta sugieren que, en el tercer trimestre de 2026, la *facturación* ha registrado una disminución con respecto al trimestre anterior, en consonancia con el patrón estacional propio de los terceros trimestres de cada año (gráfico 1.a). Una vez descontados los efectos estacionales⁶, la facturación muestra un ligero avance este trimestre, una evolución favorable que es coherente con la señal expansiva procedente del indicador PMI compuesto con datos hasta septiembre. Por sectores, el comportamiento es heterogéneo, con aumentos de la facturación en determinadas ramas de servicios, como hostelería, información y comunicaciones y actividades administrativas, y descensos algo más pronunciados en agricultura, actividades profesionales, científicas y técnicas y ocio. Esta evolución relativamente favorable de la actividad se produce en un contexto en el que las empresas perciben, en relación con el trimestre previo, una menor incidencia negativa del conflicto en Irán sobre la demanda. Así, la proporción de empresas que declaran efectos negativos o muy negativos del conflicto sobre la demanda internacional se reduce hasta el 27,8 %, frente al 30,3 % del segundo trimestre, y la proporción correspondiente a la demanda nacional disminuye hasta el 33,7 %, desde el 36,5 % del trimestre previo.

En términos de *empleo*, las empresas encuestadas declaran un ligero aumento de la ocupación con respecto al trimestre anterior (gráfico 1.b), mientras que la serie desestacionalizada muestra una disminución⁷, aunque algo inferior a la del segundo trimestre. Por ramas de actividad, la ocupación muestra una evolución más positiva en actividades administrativas, hostelería e información y

⁴ Los resultados que se presentan en este recuadro se han calculado utilizando pesos que permiten replicar la distribución del empleo en la Estadística de Empresas Inscritas en la Seguridad Social por ramas (un total de 15) y por estratos de tamaño (4).

⁵ Las respuestas de las empresas que participan en la encuesta se resumen en un índice que pondera sus valoraciones cualitativas formuladas en una escala de cinco niveles según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2, descenso leve = -1, estabilidad = 0, aumento leve = 1, aumento significativo = 2.

⁶ Dado que las series disponibles de la EBAE son aún cortas para aplicar las técnicas de desestacionalización habituales, se ha construido una serie provisional corregida de variaciones estacionales a partir de una estimación de la relación histórica entre el indicador de facturación de la EBAE y la serie trimestral original de ventas totales en grandes empresas y pymes de la Agencia Tributaria, con el fin de estimar el componente estacional. Dicha estimación es preliminar y está sujeta a revisiones posteriores.

⁷ En línea con el ajuste estacional de la facturación, se ha construido una serie provisional corregida de variaciones estacionales a partir de una estimación de la relación histórica entre el indicador de empleo de la EBAE y la serie trimestral de ocupados de la Encuesta de Población Activa, con el fin de estimar el componente estacional. Dicha estimación es preliminar y está sujeta a revisiones posteriores.

comunicaciones, al tiempo que se registran descensos en agricultura, actividades inmobiliarias y comercio.

En relación con la *inversión*, los resultados apuntan a una estabilización en el tercer trimestre. Este comportamiento agregado refleja, no obstante, una evolución desigual entre sectores, con un aumento de la inversión en la industria y una evolución más contenida en el resto de las ramas de actividad. En conjunto, el tono de moderación es coherente con la estabilidad observada en la utilización de la capacidad productiva, ya que casi un 90 % de las empresas encuestadas declaran que su capacidad actual es adecuada para satisfacer la demanda, lo que sugiere una ausencia de presiones generalizadas que impidan ampliar la capacidad instalada a corto plazo.

Por otra parte, la percepción del impacto del conflicto en Irán sobre la inversión ha mejorado ligeramente respecto al trimestre anterior. El porcentaje de empresas que señalan un efecto negativo sobre sus decisiones de inversión asociado al aumento de la incertidumbre se sitúa en el 40,9 %, levemente por debajo del 43,2 % de tres meses antes. En este contexto, las expectativas empresariales para el cuarto trimestre de 2026 apuntan a una cierta mejoría de las perspectivas de inversión (gráfico 1.c).

En conjunto, los resultados sugieren un avance moderado de la actividad empresarial en el tercer trimestre, caracterizado por un ligero incremento de la facturación, una evolución contenida del empleo y de la inversión, y una menor incidencia percibida del conflicto en Irán sobre la actividad económica.

Perspectivas de la actividad a medio plazo

En cuanto a las *expectativas sobre la facturación* a un año vista, no se observan cambios relevantes en relación con lo declarado en trimestres anteriores. Cerca de la mitad de las empresas prevén un aumento, alrededor de un tercio anticipan estabilidad y una proporción más reducida esperan un descenso. Por ramas de actividad, las expectativas son más favorables en transporte, actividades administrativas y servicios de no mercado, mientras que resultan más contenidas en agricultura y comercio.

La mayor parte de las empresas (65 %) consideran que sus expectativas de facturación tienen una elevada probabilidad de materializarse, esto es, presentan una incertidumbre baja o normal sobre la facturación esperada. Además, la proporción de empresas que se encuentran en esta situación ha aumentado con respecto al trimestre anterior, en el que alcanzaba el 57 %.

Costes y precios

Los desarrollos asociados al conflicto en Irán continúan condicionando la evolución de los costes y de los precios empresariales, principalmente a través de su incidencia sobre los mercados energéticos. No obstante, los resultados de la encuesta sugieren que estas presiones habrían perdido algo de intensidad en el tercer trimestre de 2026 frente al trimestre anterior.

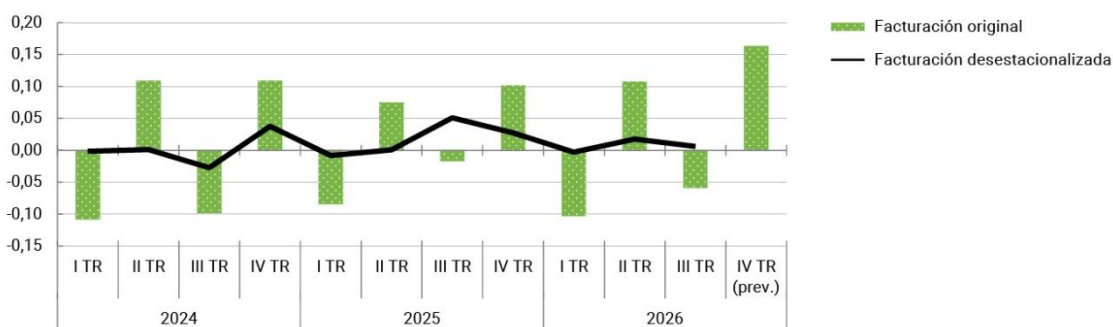
En particular, los *costes de los consumos intermedios* habrían seguido aumentando a un ritmo elevado, aunque levemente inferior al observado entre abril y junio (gráfico 2.a). Esta moderación tiende a ser relativamente generalizada por ramas de actividad. De cara a los próximos doce meses, las empresas siguen anticipando nuevos incrementos de los costes de los consumos intermedios, con una intensidad similar a la declarada el trimestre anterior.

Esta evolución de los costes se habría trasladado parcialmente a los *precios de venta*, que también continuaron aumentando en el tercer trimestre, si bien, de nuevo, con una intensidad algo menor que en el segundo. Los mayores avances se registran en hostelería, comercio y transporte (gráfico 2.b). Por su parte, las expectativas de precios de venta a un año vista permanecen prácticamente sin cambios.

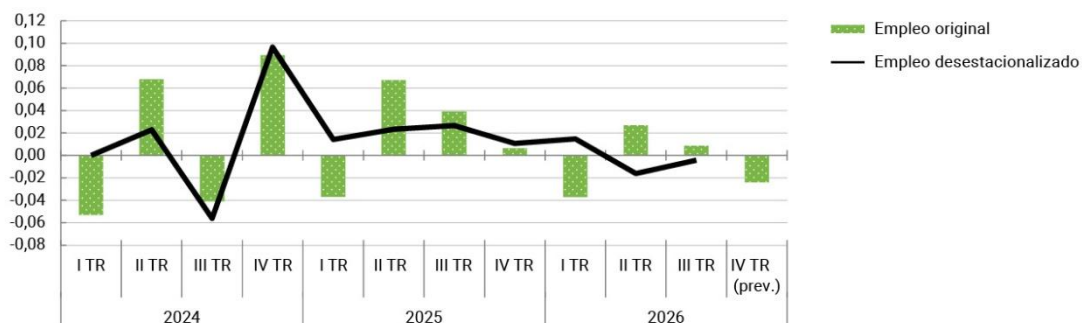
En cualquier caso, por el momento, el porcentaje de empresas que declaran un aumento de sus costes o precios continúa siendo inferior al observado en 2022 tras el inicio de la guerra en Ucrania, cuando se produjo un encarecimiento energético de naturaleza similar.

Gráfico 1 Evolución y perspectivas de la facturación, el empleo y la inversión empresarial

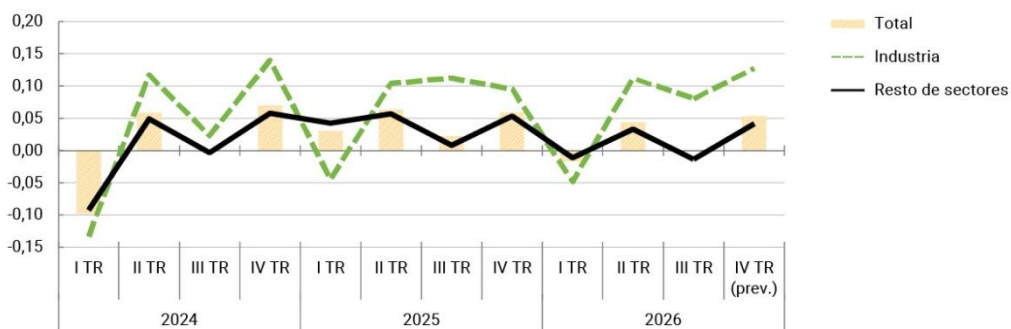
1.a Evolución trimestral de la facturación (a)



1.b Evolución trimestral del empleo (a)



1.c Evolución trimestral de la inversión



FUENTE: EBAE.

- a Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.

Factores que inciden sobre la actividad

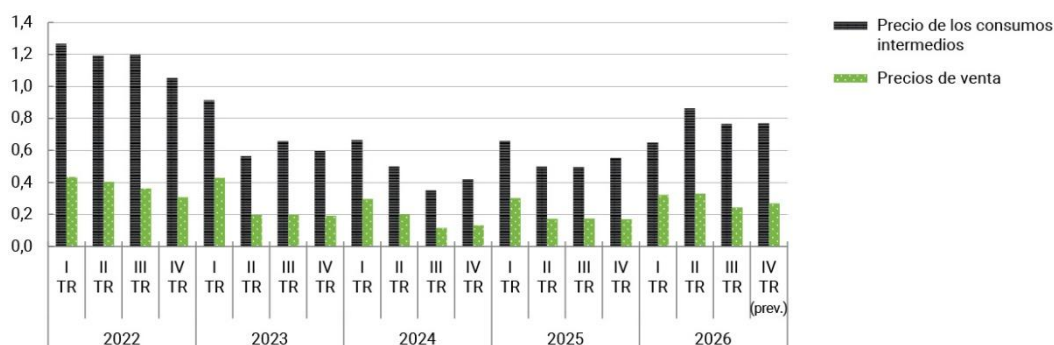
En el tercer trimestre, el *coste de los inputs energéticos* se mantuvo como el principal condicionante de la actividad empresarial y aumentó ligeramente su incidencia, hasta afectar al 63,2 % de las empresas, 1,4 puntos porcentuales (pp) más que en el trimestre anterior (gráfico 2.c). No obstante, este porcentaje continúa siendo inferior al registrado tras el inicio del conflicto en Ucrania, cuando se situaba cerca del 80 %. La *incertidumbre sobre la política económica* continuó siendo también un factor relevante, aunque su importancia se redujo en 4,4 pp, hasta el 57,6 %. Por su parte, la *disponibilidad de mano de obra* permaneció prácticamente estable y afectó al 43,1 %.

Entre el resto de los condicionantes, destaca el aumento de las dificultades relacionadas con la financiación, aunque su incidencia se mantiene en niveles aún moderados. La proporción de empresas que señalan el *acceso a la financiación* como un factor limitativo se incrementó en 5,4 pp, hasta el 18,2 %, con una evolución sectorial heterogénea y un aumento algo superior entre las empresas de mayor tamaño. Por su parte, la incidencia de los *gastos por intereses de la deuda* creció en 2,5 pp, hasta el 26,8 %. En este caso, el impacto sobre la actividad empresarial estaría siendo algo superior entre las pymes.

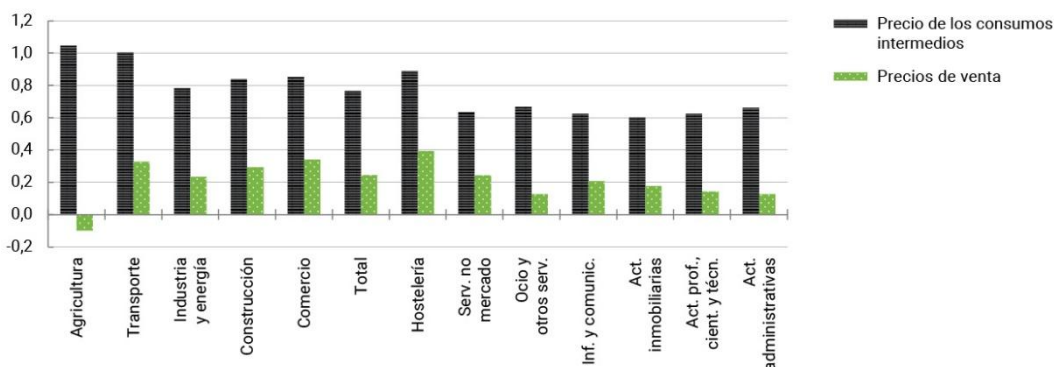
Por último, tras el ligero repunte observado en el trimestre anterior, los problemas de *suministro de proveedores* perdieron relevancia como condicionante de la actividad empresarial. En concreto, el porcentaje de empresas que identifican este factor como una limitación se redujo en 2 pp, hasta el 13,6 %. Esta evolución es coherente con la menor incidencia percibida hasta la fecha del conflicto en Irán sobre el suministro de *inputs energéticos* y no energéticos.

Gráfico 2 Precios y condicionantes de la actividad

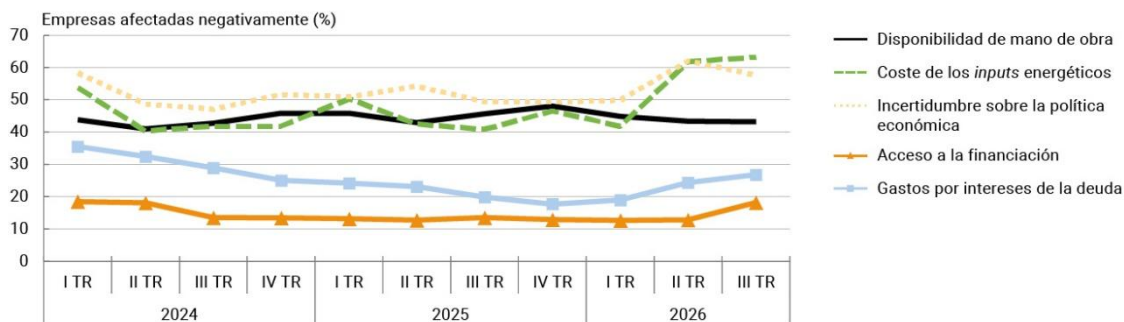
2.a Evolución trimestral del precio de los consumos intermedios y de los precios de venta (a)



2.b Incremento de los precios en el III TR con respecto al II TR, por ramas de actividad (a)



2.c Condicionantes de la actividad empresarial (b)



FUENTE: EBAE.

- a Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.
- b Empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo de cada uno de los factores sobre su actividad.

Recuadro 2 Principales supuestos del ejercicio de proyecciones

Este recuadro describe los supuestos técnicos del ejercicio de proyecciones del tercer trimestre de 2026. En comparación con el ejercicio de proyecciones de junio, destaca la revisión al alza de los mercados de exportación de la economía española, resultado de la resiliencia mostrada por las economías europea y mundial ante el *shock* energético en los meses posteriores al inicio de la guerra en Oriente Próximo. Esta evolución más favorable de los mercados exteriores se vería compensada por una trayectoria del precio de las materias primas energéticas más adversa que la anticipada en el ejercicio de proyecciones del segundo trimestre. Por otro lado, en este ejercicio sobresale un endurecimiento de las condiciones financieras mayor del previsto anteriormente (cuadro 1).

Cuadro 1 Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

	Proyecciones del tercer trimestre de 2026			Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2026 (b)	
	2025	2026	2027	2026	2027
Entorno internacional					
Mercados de exportación de España (tasa de crecimiento) (c)	3,9	2,9	3,3	0,8	0,6
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	69,2	96,3	85,4	-0,6	3,2
Precio mayorista de la electricidad en €/MWh (nivel)	65,5	91,1	79,1	25,3	21,7
Condiciones monetarias y financieras					
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,13	1,2	1,1	0,0	0,0
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	119,6	122,6	121,9	-0,8	-1,4
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	2,2	2,5	3,6	0,1	0,8
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,2	3,6	4,2	0,1	0,5

FUENTES: BCE y Banco de España.

- a** Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 24 de septiembre, excepto los correspondientes a los mercados de exportación, cuya fecha de cierre es el 19 de agosto. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b** Las diferencias están calculadas sobre las magnitudes redondeadas a un decimal, excepto en el caso del tipo de cambio, que se redondea a dos decimales.
- c** Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España se obtienen a partir de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Banco Central Europeo.
- d** Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e** Para el período de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

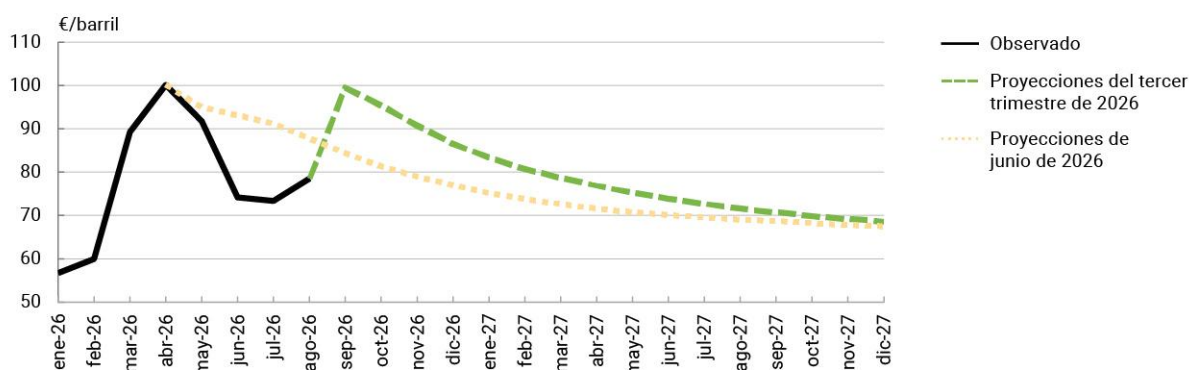
En concreto, el crecimiento de los mercados de exportación de España en 2026 se revisa al alza en 0,8 puntos porcentuales (pp), hasta el 2,9 %. Esta revisión se prolonga hasta 2027, año en el que la expansión de dichos mercados se aceleraría hasta el 3,3 %, 0,6 pp por encima de lo proyectado en junio.

Por su parte, las cotizaciones del petróleo han evolucionado durante los últimos meses por debajo de lo contemplado en junio, pese al repunte reciente (gráfico 1). De cara al futuro, los mercados

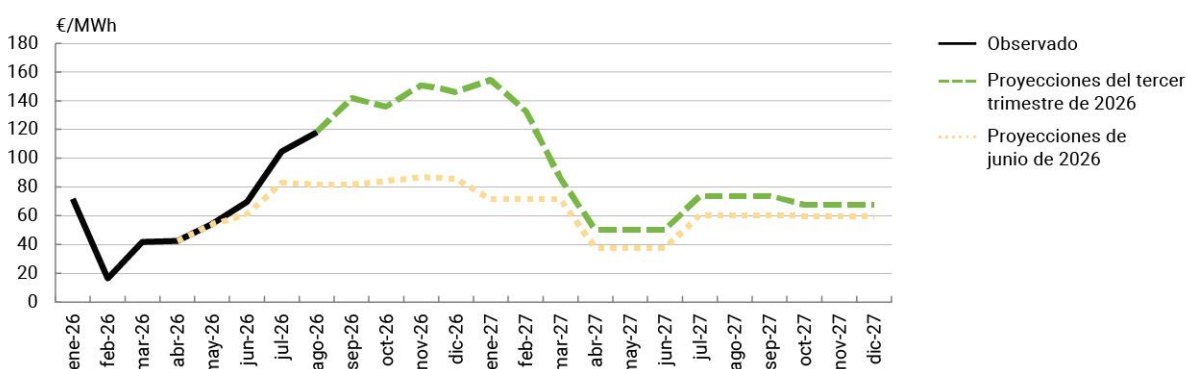
anticipan que este repunte se prolongue hasta comienzos del otoño, superando ampliamente las previsiones anteriores. A partir de este momento, el precio del petróleo retomarí­a una senda de moderación gradual, para converger a niveles similares a los previstos en junio hacia el final del horizonte de proyección.

Gráfico 1 Supuestos sobre los precios energéticos

1.a Precio del petróleo



1.b Precio de la electricidad



FUENTES: Reuters, OMIE y Banco de España.

En lo que se refiere a los precios mayoristas de la electricidad, estos han superado notablemente los previstos en el ejercicio anterior. Tal incremento es consecuencia del acusado encarecimiento registrado durante el verano, vinculado al aumento de las cotizaciones del gas (recuadro 3). Aunque los mercados prevén una corrección de estos precios a partir del próximo año, se mantendrían en niveles significativamente superiores a los considerados en las proyecciones de junio.

Asimismo, los mercados financieros descuentan unas condiciones más restrictivas, en un contexto caracterizado por la persistencia de elevadas tasas de inflación, un apreciable incremento de las rentabilidades soberanas a largo plazo y unas expectativas de endurecimiento de la política monetaria. En particular, la senda esperada para los tipos de interés a corto y a largo plazo se sitúa por encima de la contemplada en junio tanto de cara a 2026 como a 2027, lo que supondría un endurecimiento de las condiciones de financiación de hogares y empresas.

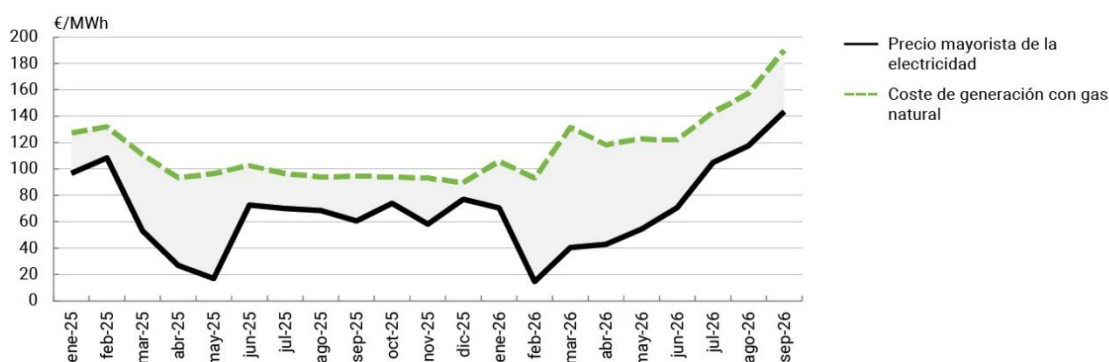
Por el lado del tipo de cambio, la cotización del euro se encontraría ligeramente más depreciada que en el ejercicio de junio, tanto frente al dólar como en términos efectivos nominales.

En relación con los supuestos en materia fiscal, con respecto a las previsiones de junio, las medidas incorporadas al presente ejercicio de proyecciones incluyen las dos extensiones hasta septiembre y diciembre de las medidas fiscales en respuesta a la crisis en Irán ([Real Decreto-ley 18/2026](#) y [Real Decreto-ley 25/2026](#)), la reforma del sistema de dependencia que amplía las cuantías que el Estado transfiere a los gobiernos autonómicos ([Real Decreto-ley 17/2026](#)), los paquetes de medidas urgentes en respuesta a la crisis en Ceuta y la ocasionada por los incendios que han azotado varias zonas del territorio nacional ([Real Decreto-ley 22/2026](#) y [Real Decreto-ley 20/2026](#)) y los efectos previstos derivados del proceso de regularización de inmigrantes iniciado en mayo de 2026, cuyo impacto fiscal está sujeto a un elevado grado de incertidumbre y se observaría de forma íntegra en 2027. En términos agregados, el conjunto de estas medidas supondría un mayor déficit para las Administraciones Públicas de en torno a 0,3 pp del PIB en 2026 y 0,2 pp en 2027.

Recuadro 3 El efecto del encarecimiento del gas en la evolución reciente del precio mayorista de la electricidad en España y su impacto sobre la inflación

El precio del gas natural ha repuntado con fuerza en los mercados europeos en 2026 a raíz del conflicto en Oriente Próximo. El bloqueo del estrecho de Ormuz a finales de febrero interrumpió cerca de una quinta parte del comercio mundial de gas natural licuado, incluidas las exportaciones de Catar. En el Mercado Ibérico del Gas (MIBGAS), este se encareció bruscamente al inicio del conflicto, al pasar de unos 30 euros el megavatio hora (€/MWh) a finales de febrero a más de 50 €/MWh a comienzos de marzo. Tras moderarse con posterioridad al alto el fuego temporal de abril, el precio volvió a ascender con el recrudecimiento del conflicto en verano, hasta alcanzar en septiembre los 78 €/MWh, más del doble que el observado en febrero. De manera similar, el precio mayorista de la electricidad en España se ha encarecido, si bien la traslación del mayor precio del gas ha sido desigual a lo largo del año (gráfico 1). En los meses de primavera, el impacto se atenuó gracias a la elevada producción renovable propia de esa época del año, con lo que el precio mayorista de la electricidad se mantuvo en niveles moderados, con medias mensuales de entre 40 y 55 €/MWh. En verano, en cambio, la traslación fue mucho mayor, y en septiembre el precio alcanzó los 143 €/MWh, su nivel mensual más alto desde febrero de 2023.

Gráfico 1 Precio mayorista de la electricidad en España y coste de generación con gas natural (a)



FUENTES: ENTSO-E (precios del mercado diario), MIBGAS (gas en España) y EEX (subastas de derechos de emisión del Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la Unión Europea o EU ETS).

- a Medias mensuales. Coste de generación con gas natural = $2 \times \text{precio del gas (€/MWh)} + 0,4 \times \text{precio del derecho de emisión (€/t)}$, correspondiente al coste variable de un ciclo combinado eficiente.

Esta asimetría en la evolución de los precios se explica por el funcionamiento del mercado mayorista de la electricidad, en el que el precio de cada hora lo fija la última tecnología necesaria para cubrir la demanda. Cuando esta puede atenderse íntegramente con energía eólica, solar, hidráulica y nuclear —tecnologías con costes variables muy reducidos—, el precio de la electricidad es bajo y apenas depende del gas. Cuando hay que recurrir a los ciclos combinados, el precio tiende a situarse en el coste variable de esta alternativa⁸. Para medir en qué grado se traslada este «coste de generación con gas natural» al precio, se estima cada mes una regresión del precio horario de la electricidad sobre ese coste. El coeficiente de esta regresión, o coeficiente de traslación, es 1 cuando el precio medio replica exactamente el coste de generar electricidad con gas y se acerca a 0 cuando apenas depende de él.

⁸ Este coste variable se estima tomando como referencia el de un ciclo combinado eficiente, que consume unos 2 MWh de gas y emite unas 0,4 toneladas de CO₂ por cada MWh de electricidad.

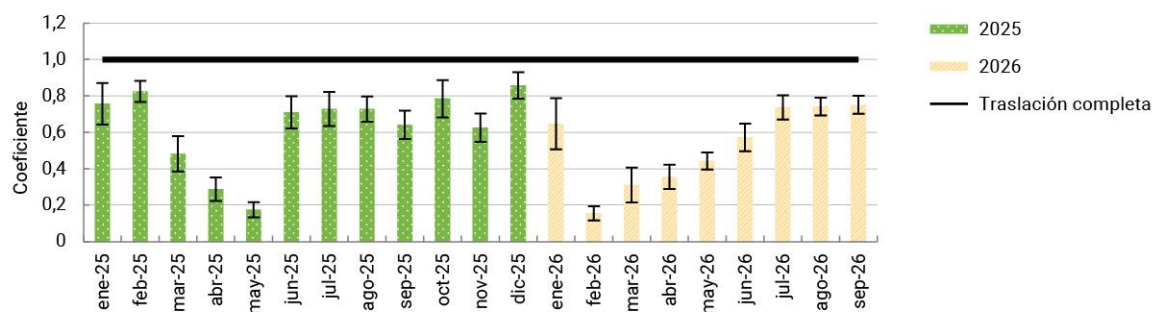
En España, el coeficiente de traslación muestra una marcada estacionalidad tanto en 2025 como en 2026 (gráfico 2.a). En primavera, el gas fija el precio de la electricidad en muy pocas horas del día y este coeficiente se sitúa por debajo de 0,5. En verano, por el contrario, los ciclos combinados son necesarios en buena parte de las horas sin producción solar —por la noche y a última hora de la tarde— y el coeficiente se eleva hasta cerca de 0,75. Por ello, el efecto del encarecimiento del gas sobre el precio de la electricidad depende del momento del año en el que se produzca. Así, el repunte del gas en marzo apenas se trasladó al precio de la electricidad, que incluso fue inferior al de un año antes, en un contexto de demanda más débil y de mayor producción fotovoltaica que en 2025. En julio y agosto, en cambio, se trasladaron unas tres cuartas partes del mayor coste de generación con gas. En agosto, por ejemplo, ese coste aumentó en 63 €/MWh respecto a un año antes y el precio de la electricidad se incrementó en 49 €/MWh.

Desde una perspectiva comparada con otras grandes economías europeas, en Alemania e Italia el precio de la electricidad es más sensible al del gas que en España, si bien esa sensibilidad varía menos a lo largo del año, mientras que Francia, con un mayor peso de la energía nuclear, muestra un patrón más parecido al español (véanse los paneles b, c y d del gráfico 2). En Italia, el precio del gas fija el de la electricidad en la mayoría de las horas y el coeficiente se sitúa en torno a 1 o incluso algo por encima, por lo que el encarecimiento del gas se trasladó prácticamente por completo al precio de la electricidad desde marzo. En Alemania, el gas fija el precio en una parte significativa de las horas tanto en primavera como en verano, por lo que el coeficiente se mantiene elevado todo el año: en 2026 se situó en torno a 0,7 en primavera y a 0,8 en verano. En Francia, la traslación aumentó durante el verano, que registró una producción nuclear inferior a la de un año antes, y el precio casi se duplicó en julio y agosto respecto a 2025. Como resultado, en agosto y septiembre el precio de la electricidad en el mercado mayorista español alcanzó niveles similares a los de Francia y Alemania, tras haberse situado en primavera en torno a la mitad del observado en Alemania.

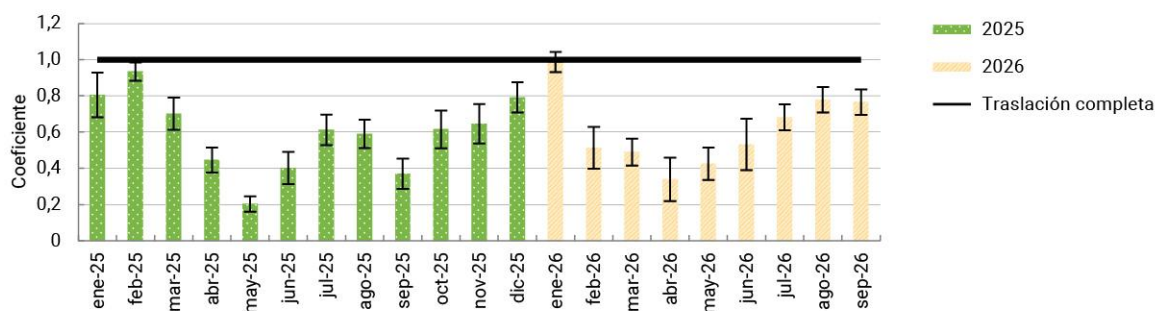
En conjunto, el peso de las renovables en España aísla en buena medida el precio mayorista de la electricidad de la evolución del precio del gas en los meses de primavera, pero no en los de verano ni, por lo general, en los de otoño e invierno. En estos períodos del año, los ciclos combinados de gas siguen siendo necesarios para cubrir la demanda en un número importante de horas. Según los coeficientes estimados, un aumento de 10 €/MWh en el precio del gas eleva el precio mayorista de la electricidad en unos 15 €/MWh en verano, el doble que en primavera. Si el gas se mantuviera en niveles elevados en los próximos meses, cabría esperar que se siguiera trasladando en gran medida al precio de la electricidad. Esta traslación ya ocurrió, si bien con menores precios del gas, entre septiembre de 2025 y enero de 2026, cuando el coeficiente se situó entre 0,6 y 0,9. Los datos de septiembre apuntan en esa dirección: con las tensiones en el estrecho de Ormuz sin resolver, tanto el precio del gas como el de la electricidad se sitúan por encima de los niveles actuales. Para el cuarto trimestre del año, los mercados de futuros, a fecha de cierre de los supuestos de este informe, anticipan el mantenimiento de precios elevados tanto para la electricidad (141,4 €/MWh) como para el gas (74,2 €/MWh).

Gráfico 2 Traslación del coste de generación con gas al precio mayorista de la electricidad (a)

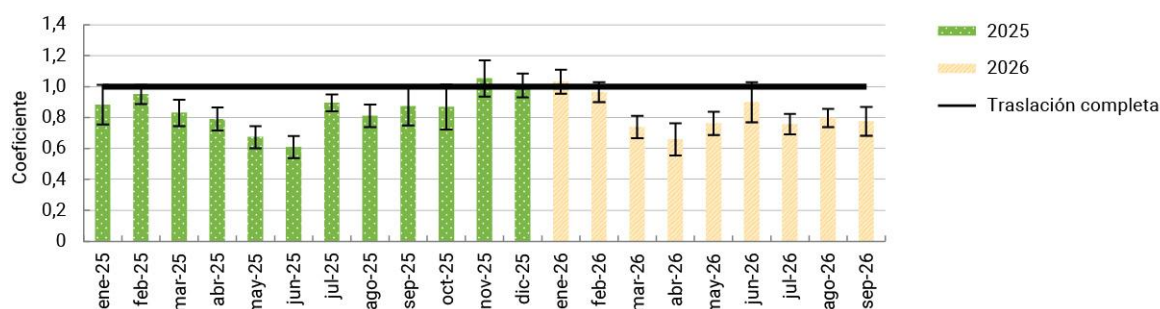
2.a España



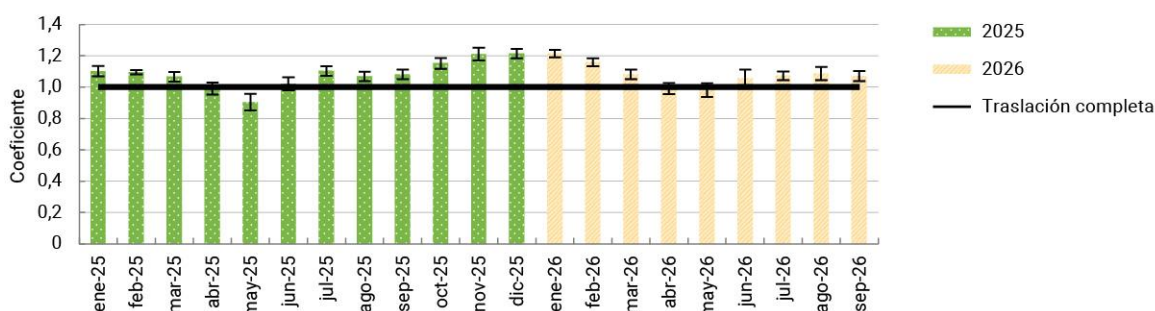
2.b Francia



2.c Alemania



2.d Italia

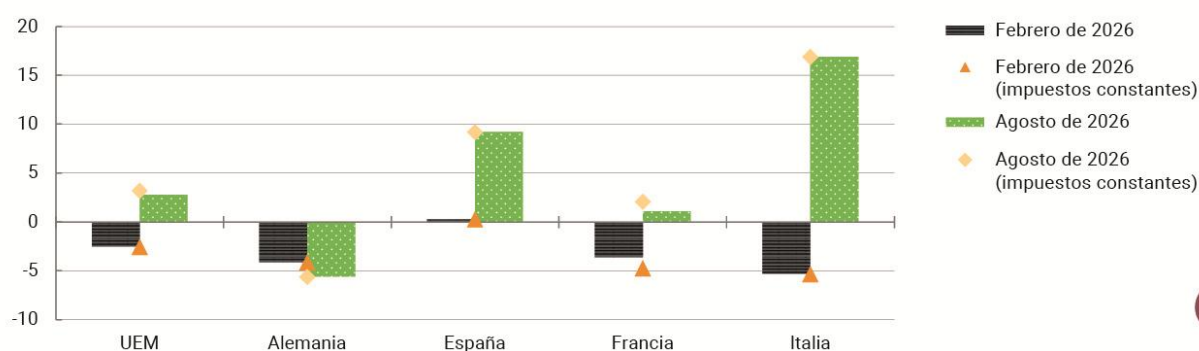


FUENTES: ENTSO-E (precios del mercado diario), *hubs* nacionales de gas (España: MIBGAS-PVB; Francia: PEG; Alemania: THE; Italia: PSV) y EEX (subastas de derechos de emisión del Régimen de Comercio de Derechos de Emisión de la Unión Europea o EU ETS).

- a Coeficiente de una regresión del precio horario de la electricidad sobre el coste de generación con gas natural, sin constante, estimada para cada mes. Un valor de 1 indica que el precio replica ese coste. Las líneas verticales muestran el intervalo de confianza del 95 %. Coste de generación con gas natural = $2 \times \text{precio del gas (€/MWh)} + 0,4 \times \text{precio del derecho de emisión (€/t)}$, correspondiente al coste variable de un ciclo combinado eficiente.

Para valorar el impacto de estos desarrollos sobre la inflación hay que tener en cuenta las diferencias en la traslación de los cambios en los precios de la electricidad entre los mercados mayoristas y los minoristas. En el contexto europeo, España se caracteriza por la elevada frecuencia de revisión de los precios pagados por los consumidores. Este hecho se traduce en una mayor y más rápida traslación de los movimientos de precios en el mercado mayorista a los precios pagados por el consumidor final⁹. En particular, en España, en torno al 27,5 %¹⁰ de los hogares se encontraban en 2025 adheridos a un sistema regulado de precios dinámicos (precio voluntario para el pequeño consumidor o PVPC), mientras que estos sistemas son, en general, infrecuentes en el resto de los países europeos¹¹. A pesar de la reforma aprobada en 2024 para que el sistema de fijación del PVPC dependiera menos de los precios diarios¹², la inflación de la electricidad en España mantiene una mayor volatilidad que la observada en el promedio de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En el período reciente, el sistema de fijación de precios de la electricidad en España ha transmitido de manera más rápida el encarecimiento del gas al consumidor final. Este hecho contribuye al importante diferencial positivo de la inflación del componente eléctrico observado en España en relación con la UEM con datos hasta agosto de 2026, el último registro disponible (gráfico 3). Por países, el aumento de este componente en España es superior al constatado en Francia, con un grado similar de traslación del encarecimiento del gas al precio mayorista de la electricidad, o al de Alemania, a pesar de que el aumento del precio del gas tiene en este país un mayor impacto sobre el mercado mayorista de la electricidad. Entre los grandes países de la UEM, la inflación de la electricidad en España es solo inferior a la de Italia¹³, donde los precios mayoristas han aumentado con mayor intensidad. En este contexto, el diferencial positivo de la inflación de la electricidad en España respecto al conjunto de la UEM explicó en agosto 2,4 puntos porcentuales (pp) del diferencial de la inflación observado en el conjunto del componente energético, que alcanzó 2,8 pp en dicho mes.

Gráfico 3 Tasa de inflación de la electricidad



FUENTE: Eurostat.

⁹ Respecto a la repercusión de esta traslación al índice armonizado de precios de consumo (IAPC), el impacto en España era superior antes de 2023, ya que la medición del componente eléctrico del IAPC dependía de forma mayoritaria de la tarifa regulada determinada por el sistema de precios dinámicos (PVPC).

¹⁰ Según el informe minorista de gas y electricidad de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia.

¹¹ Matías Pacce, Isabel Sánchez y Marta Suárez-Varela. (2021). "El papel del coste de los derechos de emisión de CO2 y del encarecimiento del gas en la evolución reciente de los precios minoristas de la electricidad en España". Documentos Ocasionales, 2120, Banco de España.

¹² Tras un calendario progresivo de aplicación, desde el 1 de enero de 2026, el 45 % del precio procede del mercado mayorista diario y el 55 % restante se calcula mediante mercados a plazo o de futuros (con referencias mensuales, trimestrales y anuales).

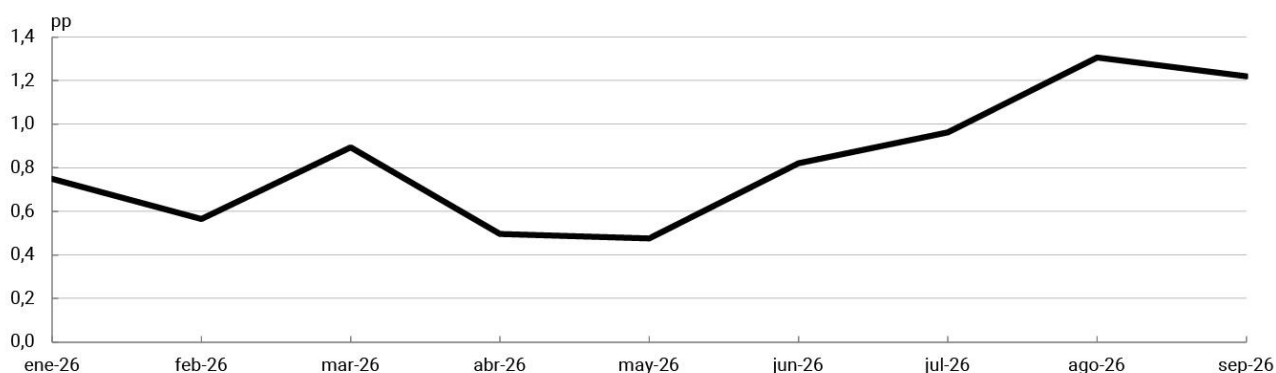
¹³ La evolución de la inflación de la electricidad en Alemania, Francia e Italia es similar si se tienen en cuenta las medidas adoptadas para atenuar el impacto del conflicto en Oriente Próximo, como reflejan las series del IAPC de la electricidad a impuestos constantes en el gráfico 3.

Recuadro 4 Evolución reciente del diferencial de inflación entre España y la Unión Económica y Monetaria

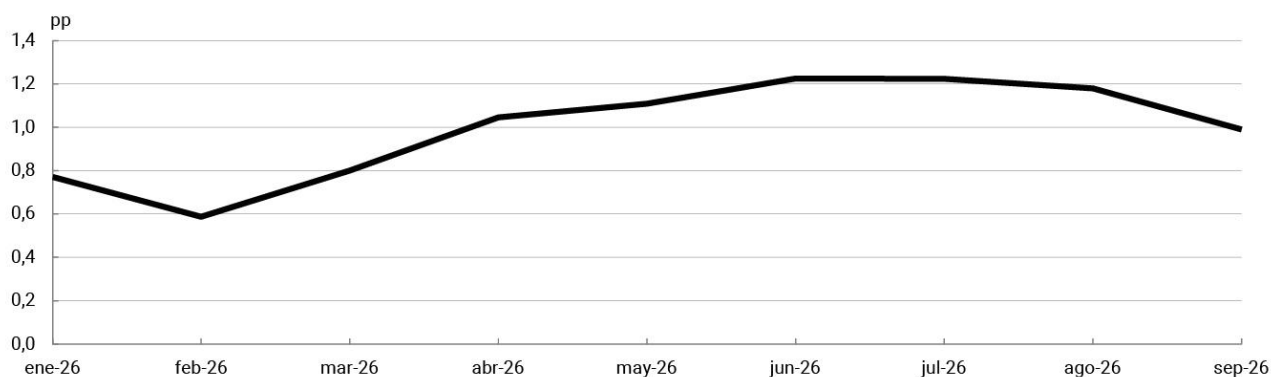
Desde mediados de 2025, los precios de consumo en España han crecido de forma persistente por encima de los del conjunto de la zona del euro. Así, entre julio de 2025 y septiembre de 2026, el diferencial de inflación —esto es, la diferencia entre el ritmo de avance de los precios en España y en la Unión Económica y Monetaria (UEM)— se situó en promedio en 0,9 puntos porcentuales (pp) para la inflación general y en 0,8 pp para la subyacente. Además, desde el estallido del conflicto en Oriente Próximo, estos diferenciales se han ampliado de manera notable: desde los 0,6 pp para ambos indicadores en febrero hasta 1,2 pp para la inflación general y 1 pp para la subyacente en septiembre (gráfico 1)¹⁴. Desde una perspectiva histórica, los diferenciales tanto de la inflación general como de la subyacente han alcanzado sus niveles más altos desde agosto de 2022 y septiembre de 2006, respectivamente (gráfico 2).

Gráfico 1 Diferencial de inflación entre España y la UEM en 2026

1.a Diferencial de inflación entre España y la UEM: tasa general



1.b Diferencial de inflación entre España y la UEM: tasa subyacente



FUENTE: Banco de España.

¹⁴ Los datos de septiembre corresponden al indicador adelantado. En este recuadro, para calcular los diferenciales de inflación se utilizan las tasas de variación de los índices de precios de España y la UEM sin redondear.

Gráfico 2 Diferencial de inflación entre España y la UEM desde el año 2000

2.a Evolución del diferencial de inflación a largo plazo: tasa general



2.b Evolución del diferencial de inflación a largo plazo: tasa subyacente



FUENTE: Banco de España.

En este contexto, este recuadro documenta los principales componentes que explicarían la ampliación del diferencial de inflación entre España y la UEM observado en los últimos meses. La persistencia de diferenciales positivos, especialmente cuando se extienden a los servicios y a otros componentes de la inflación subyacente, merece una atención especial, ya que podría erosionar gradualmente la competitividad de la economía española frente a sus principales socios comerciales. En una unión monetaria, la corrección de las pérdidas de competitividad acumuladas requeriría una mayor moderación posterior de los precios y los costes internos.

El cuadro 1 presenta las contribuciones de distintos grupos de productos —alimentos, bienes energéticos, bienes no energéticos y servicios— al diferencial de inflación entre España y la UEM en tres meses representativos de 2026: febrero, antes de la crisis energética desencadenada por el ataque sobre Irán; mayo, cuando el efecto de las rebajas fiscales sobre los precios energéticos fue más intenso en España¹⁵, y septiembre, último mes con datos disponibles.

¹⁵ Calculada como la diferencia entre la tasa de inflación energética a impuestos constantes y la observada. Esta brecha alcanzó un mínimo de -13,9 pp en mayo de 2026 (gráfico 3).

Cuadro 1 Contribuciones al diferencial de inflación entre España y la UEM en 2026

pp

		Febrero	Mayo	Septiembre	Peso en la cesta de consumo (%)	
					España	UEM
Inflación general		0,56	0,48	1,22		
Contribuciones						
Alimentos		0,26	0,15	0,31	20,2	19,0
<i>Alimentos no procesados</i>		0,17	0,01	0,15	6,5	5,2
<i>Alimentos procesados</i>		0,08	0,15	0,16	13,7	13,8
Energía		-0,02	-0,42	0,24	8,8	9,0
Bienes industriales no energéticos		0,01	0,18	0,04	19,6	25,3
Servicios		0,31	0,56	0,64	51,4	46,7
Inflación subyacente		0,59	1,11	0,99		
Contribuciones						
Bienes industriales no energéticos		0,06	0,27	0,06	27,6	35,1
Servicios		0,54	0,85	0,92	72,4	64,9

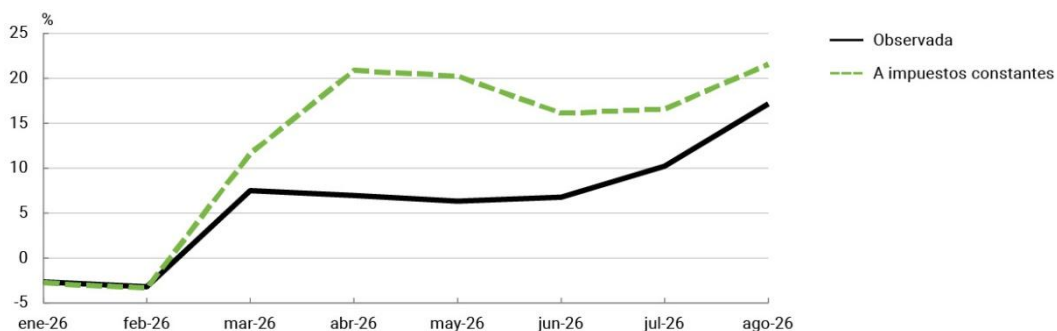
FUENTE: Banco de España.

En términos de contribuciones al diferencial de inflación, destaca el componente de servicios, cuya aportación pasó de 0,3 pp en febrero a 0,6 pp en septiembre, mes en que llegó a representar aproximadamente la mitad del diferencial total. En conjunto, los servicios constituyen el componente que contribuye de manera más sostenida al diferencial de inflación entre España y la UEM, en consonancia con la resistencia a la baja que el ritmo de avance de los precios de esta rúbrica ha mostrado en los últimos años.

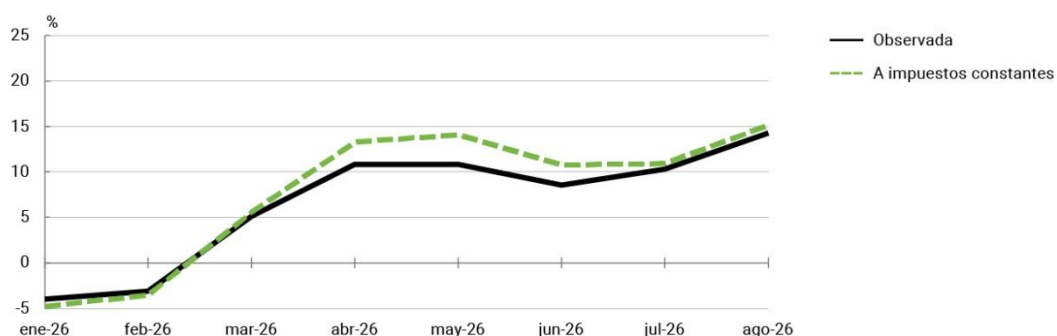
La contribución del componente energético al diferencial de inflación ha experimentado, por su parte, variaciones significativas a lo largo de los últimos meses. Antes del estallido de la guerra en Oriente Próximo, las tasas de inflación energética en España y la UEM eran similares, por lo que esta contribución fue prácticamente nula en febrero. Posteriormente, pasó a ser negativa en mayo, como resultado de las mayores rebajas impositivas adoptadas en España para mitigar el impacto del conflicto, que moderaron el avance de los precios energéticos. Conforme se fueron revirtiendo estas medidas, la contribución de la energía aumentó hasta situarse en terreno positivo en agosto y septiembre (cuadro 1 y gráfico 3).

Gráfico 3 Evolución de la tasa de inflación de la energía

3.a Evolución de la inflación de la energía: España



3.b Evolución de la inflación de la energía: UEM



FUENTE: Banco de España.

El resto de los grupos de productos —los alimentos y los bienes industriales no energéticos— también han registrado aportaciones positivas al diferencial de inflación en los últimos meses. En el caso de los alimentos, destaca el repunte registrado entre mayo y septiembre, impulsado por la aceleración de los precios de los alimentos no procesados, si bien los alimentos procesados han mantenido un crecimiento de los precios más elevado en España que en la UEM. En cuanto a los bienes industriales no energéticos, destaca la contracción del diferencial en septiembre, mes en que alcanzó una contribución menor a una décima. En este contexto, en los últimos meses la mayor parte del diferencial de este grupo especial responde a la evolución del vestido y el calzado, una partida caracterizada por una elevada volatilidad.

Recuadro 5 La respuesta fiscal al *shock* energético causado por la guerra en Oriente Próximo: impacto sobre la inflación y efectos distributivos sobre los hogares

La guerra en Oriente Próximo y su repercusión sobre los precios de los combustibles fósiles y el sistema energético han propiciado un encarecimiento significativo de la energía. Estos desarrollos guardan un paralelismo con las tensiones registradas en los mercados energéticos tras la invasión rusa de Ucrania, que desencadenó un proceso inflacionista en 2022-2023. La traslación del aumento de los precios energéticos a la inflación general tiene implicaciones relevantes tanto para la estabilidad macroeconómica como para el bienestar de los hogares y el tejido empresarial. Estos efectos son particularmente intensos en los hogares vulnerables y en aquellos sectores con una mayor exposición al encarecimiento de la energía.

La experiencia de 2022-2023 ofrece un marco útil para un primer análisis de la respuesta fiscal actual. Las evaluaciones de aquel episodio documentan que las medidas fiscales adoptadas amortiguaron de forma apreciable la pérdida de poder adquisitivo de los hogares, si bien con efectos distributivos heterogéneos entre países y entre hogares dentro de cada país¹⁶. Estos trabajos ponen de manifiesto que el impacto distributivo de la respuesta fiscal depende del diseño de las medidas y de su interacción con los patrones de consumo de los hogares. Considerando estos análisis, el presente recuadro, en primer lugar, describe las medidas fiscales adoptadas en España frente al *shock* energético actual, su coste presupuestario y su efecto sobre la inflación, y, en segundo lugar, evalúa el impacto distributivo sobre los hogares de una parte de estas medidas: las rebajas impositivas sobre carburantes, gas y electricidad.

La evaluación de estas medidas puede guiarse por una recomendación general, compartida por la Comisión Europea, el Banco Central Europeo (BCE) y la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), sobre la deseabilidad de diseñar medidas focalizadas, temporales y calibradas, que ponderen sus objetivos —la protección de los agentes vulnerables o especialmente afectados y la contención de la subida de precios— frente a sus inconvenientes —el coste presupuestario y la distorsión de las señales de precios, la cual dificulta la reducción del consumo de los productos encarecidos—.

La respuesta fiscal al *shock* energético en el contexto internacional

La reacción fiscal de España al episodio actual se enmarca en un patrón de respuesta generalizado entre las economías avanzadas. Según la OCDE, a 9 de abril de 2026, la respuesta inicial de 26 de sus 38 países miembros consistió en implementar al menos una medida de apoyo frente al *shock* energético derivado del conflicto en Oriente Próximo, con las rebajas de los impuestos sobre los carburantes, del IVA y de los impuestos especiales como intervenciones más frecuentes¹⁷.

En el ámbito europeo, la respuesta habría descansado, como en el episodio de 2022-2023, mayoritariamente en medidas no focalizadas sobre colectivos específicos, esencialmente rebajas generalizadas de los impuestos sobre la energía. En ese contexto, en mayo de 2026 la Comisión Europea cifraba en cerca de tres cuartas partes la proporción del coste presupuestario ejecutada de forma no focalizada en el conjunto de la Unión Europea¹⁸. El BCE, con datos hasta finales de mayo de 2026, sitúa las medidas no focalizadas en torno al 60 % para el conjunto del área del euro, con dos tercios del apoyo dirigido a los hogares y un tercio a las empresas¹⁹. Con esos mismos datos, el tamaño agregado de la respuesta

¹⁶ Banco de España. (2026). "Recuadro 1.4. Las respuestas fiscales a shocks energéticos inflacionarios: experiencia pasada y desarrollos recientes". En Banco de España, *Informe Anual 2025*, pp. 105-111, y Antonio F. Amores, Enrique Basso, Johannes Simeon Bischl, Paola De Agostini, Silvia De Poli, Emanuele Dicarlo, Maria Flevotomou, Maximilian Freier, Sofia Maier, Esteban García-Mirallès, Myroslav Pidkuyko, Mattia Ricci y Sara Riscado (2025). "Inflation, fiscal policy, and inequality: the impact of the post-pandemic price surge and fiscal measures on European households". *The Review of Income and Wealth*, 71(1).

¹⁷ OCDE. (2026). "Energy prices are spiking again. New relief measures, old lessons". OECD Policy Briefs, 13 de abril.

¹⁸ Comisión Europea. (2026). "Policy measures in EU Member States to address the 2026 energy price shock". Anexo a las previsiones económicas de primavera de 2026, 21 de mayo.

¹⁹ BCE. (2026). "Box 8. Assessing the scope for compensatory fiscal measures in response to the recent energy shock". En BCE, *Economic Bulletin*, 5/2026.

fiscal inicial adoptada en el área del euro desde el inicio del conflicto hasta mayo ascendería a alrededor del 0,1 % del PIB.

En este marco internacional, España destacaba por implementar un paquete fiscal de mayor tamaño en la primera ronda de medidas aprobadas hasta mayo, con estimaciones del 0,25 % del PIB según la Comisión Europea y del 0,3 % del PIB según la OCDE²⁰. Posteriormente se han aprobado, en España y en otras economías europeas, extensiones o nuevos paquetes de medidas que incluyen tanto rebajas impositivas como ayudas a sectores industriales afectados. Incorporando la información disponible hasta finales de septiembre, España habría destinado, si se considera el conjunto de medidas adoptadas, un total del 0,52 % del PIB, según estimaciones del Banco de España. Este importe equivaldría a alrededor de una quinta parte del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) proyectado por el Banco de España en 2026, que alcanzaría el 2,6 % del PIB.

Las medidas fiscales adoptadas en España

La respuesta fiscal de España al *shock* energético se ha articulado a través de tres paquetes de medidas: el **Real Decreto-ley (RDL) 7/2026**, de 20 de marzo; el **RDL 18/2026**, de 29 de junio, y el **RDL 25/2026**, de 29 de septiembre (los tres incluidos en el marco del Plan Integral de Respuesta a la Crisis en Oriente Medio). El cuadro 1 recoge el detalle, la vigencia y el impacto presupuestario de las medidas adoptadas. Un primer bloque de medidas consiste en una reducción generalizada de los impuestos sobre la energía —rebajas del IVA de los carburantes, la electricidad, el gas y la leña; reducción del impuesto especial sobre hidrocarburos (IEH) y del impuesto especial sobre la electricidad (IEE), y minoración del impuesto sobre el valor de la producción de la energía eléctrica (IVPEE)—. Un segundo bloque comprende subvenciones y ayudas directas a los sectores más intensivos en el uso de la energía —bonificación al gasóleo profesional y agrícola, ayudas a la industria electrointensiva, al sector primario y al transporte—.

El diseño de estos paquetes de medidas presenta importantes similitudes con el de las medidas adoptadas durante la crisis inflacionista de 2022-2023. En particular, las medidas se basan, eminentemente, en actuaciones de alcance generalizado destinadas a contener la subida de precios y en subvenciones a las industrias particularmente afectadas. El elemento más novedoso del diseño de las medidas adoptadas en el episodio actual es que las actuaciones para contener los precios se han concebido de una manera acotada en el tiempo y con un perfil de rebajas tributarias decrecientes, pero sujetas a cláusulas de salvaguarda que se activan en caso de que el incremento de precios en los meses precedentes sea superior a ciertos umbrales. No obstante, al mantenerse la naturaleza generalizada de las medidas tributarias sobre la energía, cabría esperar unos efectos distributivos sobre los hogares cualitativamente comparables a los observados en el episodio anterior.

Las rebajas de los impuestos sobre la energía habrían contenido de forma apreciable el repunte de los precios. De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadística (INE), la inflación energética se habría situado en agosto en el 17,1 % interanual, frente al 21,6 % que resultaría a impuestos constantes. En el área del euro, donde las medidas han sido de menor cuantía, según Eurostat el efecto habría sido mucho más moderado (14,3 %, frente al 15,1 %), de modo que las rebajas habrían reducido el diferencial de inflación energética de España con el área del euro de 6,5 puntos porcentuales (pp) a 2,8 pp.

De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, la prórroga y ampliación de la rebaja del impuesto especial sobre hidrocarburos aprobada en el RDL 25/2026 reduciría, además, la inflación media de 2026 en 0,14 pp. Este efecto se debería principalmente a una caída de 1,6 pp en la inflación media de la energía, dado que, hasta la fecha, los efectos de segunda ronda del *shock* energético sobre la inflación subyacente serían limitados. Su carácter temporal implica, no obstante, que este efecto se revertirá en parte cuando se retiren las medidas. Por último, dado que las cláusulas de salvaguarda vinculan la vigencia de las rebajas tributarias a la evolución de los propios precios, tanto su coste presupuestario como su efecto sobre la inflación en 2026 dependerán de los datos del índice de precios de consumo (IPC) de septiembre y octubre.

²⁰ OCDE. (2026). *OECD Economic Outlook*, 2026/1. Capítulo sobre España, junio.

Cuadro 1 Medidas fiscales frente a la crisis energética causada por la guerra en Oriente Próximo: RDL 7/2026, RDL 18/2026 y RDL 25/2026 (a)

	Importe (% del PIB)	Fecha de vigencia
PAQUETE 1 - RDL 7/2026, de 20 de marzo (BOE de 21 de marzo)		
Reducción de impuestos energéticos	0,14	
Rebaja del IVA de hidrocarburos (del 21 % al 10 %)		22 mar-30 jun 2026
Rebaja del IVA de electricidad, gas y leña (del 21 % al 10 %) (b)		22 mar-31 may 2026
Rebaja del impuesto especial sobre hidrocarburos (IEH) (gasóleo A: -4,9 cts./l; gasolina 95: -11,4 cts./l)		22 mar-30 jun 2026
Rebaja del impuesto especial sobre la electricidad (IEE) del 5,11 % al 0,5 % (b)		22 mar-31 may 2026
Minoración del impuesto sobre el valor de la producción de la energía eléctrica (IVPEE) en 1.º semestre de 2026 (c)		1 ene-30 jun 2026
Subvenciones, ayudas directas y otras medidas	0,14	
Bonificación 20 cts./l gasóleo (transporte, agrícola, ganadero)		22 mar-30 jun 2026
Ayuda por encarecimiento de fertilizantes		22 mar-31 dic 2026
Industria electrointensiva: bonificación 80 % peajes y compensación emisiones indirectas CO ₂		22 mar-31 dic 2026
Deducciones IRPF vehículo eléctrico (Programa Auto+)		22 mar-31 dic 2026
Ayuda a la flota pesquera y financiación agraria y pesquera (avales SAECA)		22 mar-31 dic 2026
Bono social térmico, flexibilización de contratos y canon cero de almacenamiento de gas		22 mar 2026-31 mar 2027
Ayudas a servicios de transporte marítimo		22 mar-30 jun 2026
TOTAL PAQUETE 1	0,28	
PAQUETE 2 - RDL 18/2026, de 29 de junio (BOE de 30 de junio)		
Reducción de impuestos energéticos	0,09	
Rebaja del IEH jul-sep (gasóleo A: -15/-10/-20 cts./l; gasolinas: -15/-10/-5 cts./l) (d)		1 jul-30 sep 2026
Minoración del IVPEE en 2.º semestre de 2026 (c)		1 jul-31 dic 2026
Subvenciones, ayudas directas y otras medidas	0,03	
Ayuda gasóleo profesional (transporte por carretera)		1 jul-30 sep 2026
Ampliación de ayudas al sector primario (gasóleo agrícola y flota pesquera)		1 jul-30 sep 2026
Financiación ayuda por fertilizantes		1 jul-31 dic 2026
Otras ayudas al transporte (sin devolución, ferroviario y marítimo)		22 jun-31 dic 2026
TOTAL PAQUETE 2	0,13	
PAQUETE 3 - RDL 25/2026, de 29 de septiembre (BOE de 30 de septiembre) (f)		
Reducción de impuestos energéticos	0,11	
Rebaja del IEH oct-dic (gasóleo A y gasolinas: -20/-20/-20 cts./l) (e)		1 oct-31 dic 2026
Subvenciones, ayudas directas y otras medidas	0,01	
Ayuda gasóleo profesional (transporte por carretera)		1 oct-31 dic 2026
Ampliación de ayudas al sector primario (gasóleo agrícola y flota pesquera)		1 oct-31 dic 2026
Otras ayudas al transporte (sin devolución, ferroviario y marítimo)		22 sep-31 dic 2026
TOTAL PAQUETE 3	0,12	
TOTAL GENERAL (paquete 1 + paquete 2 + paquete 3)	0,52	

FUENTE: Banco de España.

- a Estimación del Banco de España con información hasta el 30 de septiembre de 2026. Incorpora los tres paquetes de medidas y las cláusulas de salvaguarda por IPC. No incorpora el RDL 9/2026, de medidas urgentes en materia de transporte, que destina 40 millones de euros a suplementos de crédito al transporte marítimo y ferroviario.
- b La rebaja del IVA de la electricidad, el gas y la leña y la del IEE decayeron el 31 de mayo de 2026, al no cumplirse la cláusula de prórroga ligada al IPC (arts. 40 y 42 del RDL 7/2026); la del IEH y el IVA de los hidrocarburos se mantuvieron hasta el 30 de junio.
- c Senda legislativa: minoración de la base del 10 % en el primer trimestre y del 100 % en el segundo (RDL 7/2026), y del 30 % en el tercer trimestre y del 40 % en el cuarto (RDL 18/2026). Además, se establece un tipo del 3,5 % en 2027 y del 0 % desde 2028. Se cuantifica solo el impacto en el ejercicio 2026. El coste fiscal de 2026 no es la recaudación perdida, sino la subvención compensatoria al sistema eléctrico que la sustituye (315 millones de euros, disposición adicional 1.ª del RDL 18/2026, adicional a la reconocida en la disposición adicional 14.ª del RDL 7/2026).
- d Calculada teniendo en cuenta las cláusulas de salvaguarda por IPC del RDL 18/2026. Conocidos los IPC de junio y julio de 2026, se activaron para el gasóleo de automoción (septiembre: IEH de 0,179 €/l, es decir, 20 céntimos de rebaja en lugar de 5) y para el gasóleo de calefacción (agosto y septiembre: 0,021 €/l). No se reactivaron la rebaja del IVA de la electricidad, el gas y la leña ni la del IEE (que mantienen importe cero), ni la de la gasolina. Las rebajas mensuales se miden respecto al tipo normal previo a la crisis.
- e Supone, de acuerdo con las previsiones de precios del Banco de España, que se activan las cláusulas de salvaguarda del RDL 25/2026 para la gasolina y el gasóleo (IPC de septiembre y octubre de 2026 superior en más de un 15 % al del mismo mes del año anterior): la rebaja del IEH es de 20 cts./l también en noviembre y diciembre (13 y 6 céntimos sin activación) y la del gasóleo de calefacción se mantiene en el mínimo de la Unión Europea. En consecuencia, la ayuda al gasóleo profesional se reduce a 5 cts./l en los tres meses. No se activan las rebajas del IVA de la electricidad, el gas y la leña ni la del IEE.
- f No se incluyen, por no tener coste presupuestario directo, la limitación de la subida del coste de la materia prima en la tarifa de último recurso de gas natural, cuya diferencia se recupera en revisiones posteriores de la tarifa; el tope al precio de los gases licuados del petróleo envasados hasta junio de 2027, también recuperable; el aumento de las reservas de gas natural licuado; la prohibición del despido en las empresas beneficiarias de ayudas, y los estudios de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. Tampoco se incluyen la aportación de 4 millones de euros del Fondo Nacional de Eficiencia Energética a Ceuta y Melilla ni la compensación a Canarias, sin importe determinado.

El conjunto de medidas adoptadas resulta relevante para el bienestar de los hogares, si bien por vías distintas. Las rebajas de los impuestos energéticos —en torno al 0,34 % del PIB, cuantía que representa cerca de un 65 % del coste total de las medidas— inciden de forma más directa e inmediata sobre los precios de los productos que consumen los hogares. De ese modo, el efecto de estas medidas puede imputarse a cada hogar a partir de su cesta de gasto observada y bajo un supuesto de traslación o *pass-through* completo²¹. Por su parte, las subvenciones y ayudas directas a los sectores más intensivos en energía —alrededor del 0,18 % del PIB— impactan sobre los hogares por vías indirectas, principalmente a través de los precios finales de los bienes y servicios de los sectores beneficiados, así como de las rentas y el empleo generados en ellos. Su incidencia sobre el hogar sería, por tanto, más incierta y dependería de supuestos sobre el grado y la velocidad de traslación de las medidas. Por ello, la valoración distributiva de este tipo de medidas queda fuera del alcance de este ejercicio.

El análisis distributivo que sigue se circunscribe a las medidas con impacto directo sobre los precios de los productos energéticos que consumen los hogares; en concreto, las rebajas del IVA y de los impuestos especiales sobre la electricidad, el gas y los carburantes. El ahorro directo de estas medidas para el conjunto de los hogares se estima en torno a 3.675 millones de euros (aproximadamente, un 0,21 % del PIB). Esta cuantía supone algo menos de dos tercios del coste total de las rebajas impositivas adoptadas, que alcanza también a las empresas y a las AAPP.

El impacto distributivo de las rebajas impositivas a hogares

Para realizar el análisis distributivo de las medidas tributarias sobre los hogares se sigue el enfoque metodológico presentado en García-Miralles (2023)²². Este enfoque parte del gasto de cada hogar en los bienes afectados —recogido en la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF) de 2024 y actualizado para

²¹ En el episodio inflacionario de 2022-2023, la evidencia disponible para España tiende a encontrar traslaciones elevadas en carburantes y alimentos. Véanse Juan Luis Jiménez, Jordi Perdiguer y José Manuel Cazorla-Artiles. (2025). "The pass-through of subsidizing petrol consumption: the case of Spain". *SERIEs*, 16, pp. 107-135, y Nicolás Forteza, Elvira Prades y Marc Roca. (2025). "Analyzing VAT pass-through in Spain using web-scraped supermarket data and machine learning". *SERIEs*, 16, pp. 137-189.

²² Esteban García-Miralles. (2023). "Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15.

incorporar la evolución reciente de los precios—, documenta los patrones de consumo de los hogares y estima el impacto distributivo de las rebajas²³. Cabe señalar que estas estimaciones se apoyan en los patrones de consumo de los hogares observados en 2024, por lo que no incorporan posibles cambios en los hábitos de consumo ocurridos desde 2025 o como respuesta al actual *shock* energético. Asimismo, las estimaciones se basan en un escenario de precios para 2026 sujeto a incertidumbre, por lo que los resultados deben interpretarse como órdenes de magnitud.

El impacto distributivo de las medidas se analiza mediante dos indicadores complementarios: i) el ahorro fiscal medio por hogar (en euros), y ii) el ahorro fiscal relativo al gasto total del hogar (en porcentaje de gasto). Estos indicadores se estiman por decila de gasto equivalente del hogar²⁴.

En lo referente al ahorro medio por hogar que suponen las rebajas sobre la electricidad, el gas y los carburantes, este aumentaría a lo largo de la distribución, desde en torno a 105 euros en la decila inferior hasta 264 euros en la superior (gráfico 1.a). Este resultado agregado combinaría impactos muy distintos por producto: el ahorro derivado de la rebaja sobre la electricidad sería relativamente similar entre grupos (entre 46 y 69 euros), mientras que el asociado a los carburantes se incrementaría a lo largo de la distribución (entre 56 y 188 euros). El impacto de la medida sobre los carburantes refleja una mayor concentración del consumo de automoción en los hogares de mayor gasto.

En lo que respecta al ahorro fiscal relativo al gasto del hogar, estas rebajas tributarias presentarían en conjunto un perfil distributivo progresivo: el ahorro de las medidas descendería desde en torno al 0,61 % del gasto en la decila inferior hasta el 0,37 % en la superior (gráfico 1.b). Este perfil se explicaría principalmente por la rebaja sobre la electricidad, un componente con un peso mayor en la cesta de consumo de los hogares vulnerables situados en la parte baja de la distribución. El ahorro de este componente caería del 0,3 % al 0,1 % entre la primera y la última decila; la rebaja sobre los carburantes, por su parte, mostraría un perfil prácticamente plano.

Estos resultados ponen de manifiesto que medidas de alcance generalizado para contener la subida de precios presentan diferencias significativas en su impacto distributivo. Cabe señalar, además, que la rebaja de la imposición sobre los carburantes de automoción —cuyo ahorro en euros aumenta con el gasto del hogar, si bien el ahorro como proporción a ese gasto es similar en toda la distribución— recae sobre un bien del que, ante una contracción de la oferta, se pretende reducir el consumo tanto por motivos geopolíticos como medioambientales²⁵. Asimismo, en el caso del gasóleo, la salvaguarda aplicada en septiembre amplió su ventaja fiscal sobre la gasolina de 9,4 a 24,4 céntimos por litro, en sentido contrario al objetivo —de carácter más estructural— de equiparación incluido en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia. Por el contrario, la rebaja sobre la electricidad se alinearía mejor con estos objetivos, al combinar la protección de los hogares vulnerables con un sistema de señales de precios favorable a fuentes de energía más resilientes y sostenibles.

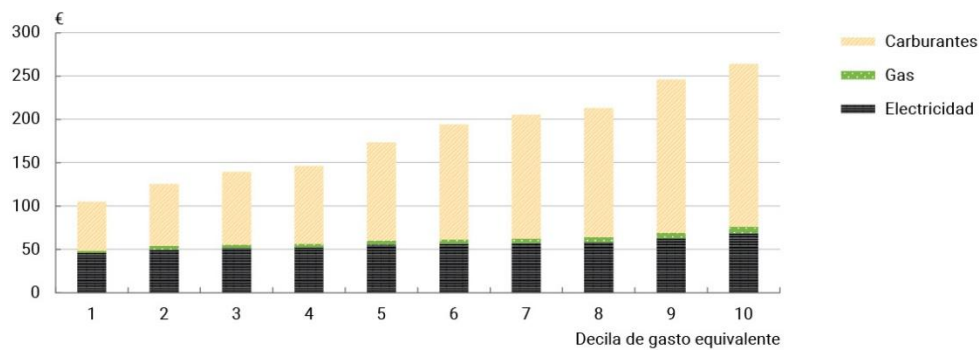
²³ El análisis se realiza a escala de hogar. Los precios de 2024 se actualizan a 2026 utilizando el IPC observado y un componente estimado del *shock* energético por producto. El ahorro estimado en electricidad incorpora, además de las rebajas del IVA y del IEE, la minoración del IVPEE, cuyo traslado al precio final se aproxima de forma proporcional a la reducción de la base imponible.

²⁴ El gasto equivalente de cada hogar es el gasto total del hogar ajustado por el tamaño de este de acuerdo con la escala de equivalencia modificada de la OCDE.

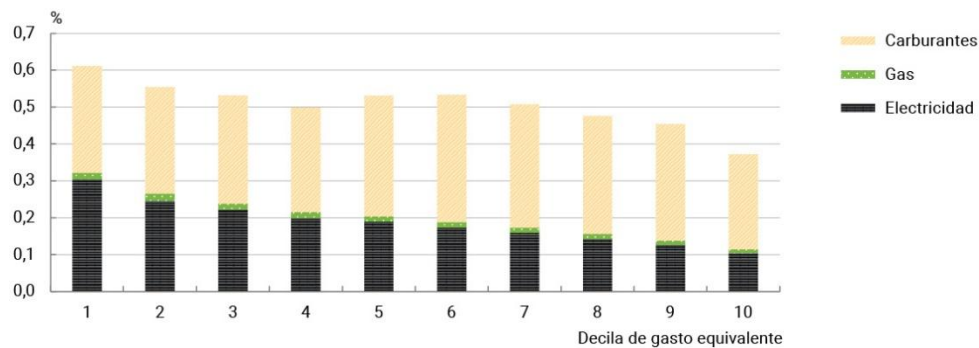
²⁵ Véanse [European Green Deal](#) y [European Defence Readiness 2030](#).

Gráfico 1 Impacto de las rebajas fiscales a productos energéticos en los hogares, por grupos de gasto (a)

1.a Ahorro medio por hogar



1.b Ahorro relativo al gasto total del hogar



FUENTE: Banco de España, con datos de la Encuesta de Presupuestos Familiares.

- a** Se consideran los RDL 7/2026, RDL 18/2026 y RDL 25/2026. La rebaja de los carburantes incluye la reducción del IVA y la rebaja del impuesto especial sobre hidrocarburos (EIH). La rebaja del gas incluye la reducción del IVA. La rebaja de la electricidad incluye la reducción del IVA, la reducción del impuesto especial sobre la electricidad (IEE) y la minoración del impuesto sobre el valor de la producción de la energía eléctrica (IVPEE). Véase el cuadro 1 para más detalles sobre la duración de estas rebajas y los tipos impositivos aplicados.

Recuadro 6 Escenarios alternativos para la economía española en función de la evolución de las tensiones geopolíticas

La persistencia del conflicto en Irán y la ausencia de una solución estable mantienen un elevado grado de incertidumbre sobre la evolución de la situación geopolítica y económica internacional. Esta incertidumbre ha provocado una elevada volatilidad en los mercados energéticos, con un aumento de los precios al contado del petróleo y del gas y un repunte de sus cotizaciones en los mercados de futuros. Una prolongación o un recrudecimiento de estas tensiones podría afectar más intensamente a la oferta global de la energía, a través de interrupciones en las principales rutas marítimas y en las cadenas globales de suministro, y, en consecuencia, presionar al alza los precios de la energía. El aumento de los precios generaría efectos adversos persistentes sobre la inflación y la actividad económica global. Estos riesgos revisten una especial importancia para una economía abierta como la española, expuesta a perturbaciones externas a través de los canales energético, comercial y financiero.

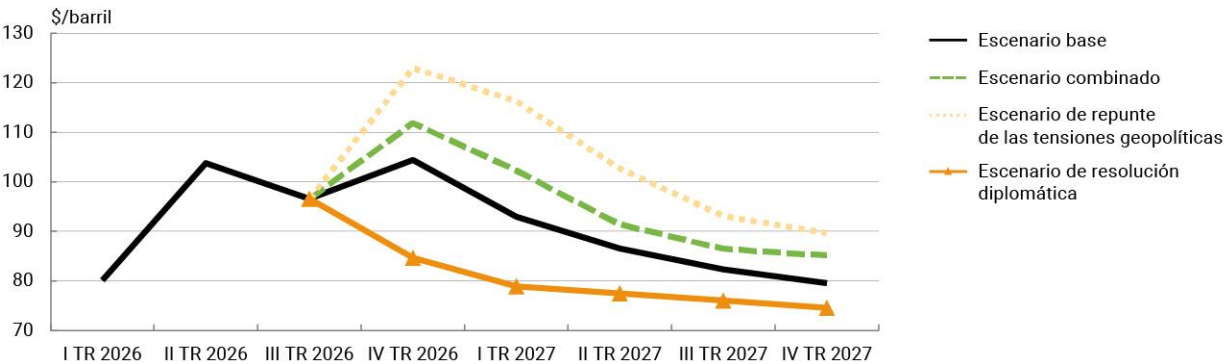
En este contexto, una única proyección macroeconómica central no reflejaría adecuadamente el abanico de los posibles desenlaces del conflicto. Por tanto, conviene considerar distintos escenarios geopolíticos: desde una resolución diplomática hasta una escalada de la guerra, pasando por situaciones intermedias, como la prolongación del conflicto o la reanudación parcial de los flujos energéticos.

Este recuadro presenta los efectos de distintos escenarios geopolíticos sobre la actividad económica y la inflación en España. Para ello, se ha utilizado la metodología de Alonso-Alvarez, Kataryniuk, López-Salido y Pérez (2026)²⁶, que convierte las correspondientes narrativas geopolíticas en supuestos sobre la duración de las perturbaciones, la oferta y los precios de la energía. Estos supuestos permiten generar sendas alternativas de precios energéticos respecto a las descontadas por los mercados de futuros en la fecha de cierre de los supuestos de las proyecciones, que, a su vez, determinan la evolución del contexto económico internacional y afectan a las perspectivas de la economía española.

De este modo, se consideran tres escenarios alternativos al escenario central de estas proyecciones macroeconómicas. El primero contempla una resolución diplomática del conflicto y una normalización gradual de los flujos energéticos. El segundo plantea un repunte de las tensiones geopolíticas, con mayores interrupciones en la oferta energética mundial y aumentos en el coste del transporte de crudo y gas natural. El tercero es un escenario «combinado» que incorpora la senda media de los precios energéticos correspondiente a los distintos escenarios geopolíticos, ponderada por sus respectivas probabilidades estimadas de materialización. El gráfico 1 presenta las distintas sendas del precio del petróleo asociadas a cada escenario.

²⁶ Irma Alonso-Alvarez, Iván Kataryniuk, David López-Salido y Javier J. Pérez. (2026). “Geopolitical Oil-Supply Scenarios and Macroeconomic Risks: A Bayesian Toolkit for Policy Analysis”. Documentos Ocasionales, 2616, Banco de España.

Gráfico 1 Trayectorias del precio del petróleo en los distintos escenarios



FUENTES: LSEG y Banco de España.

El cuadro 1 recoge el impacto estimado de los tres escenarios alternativos sobre el crecimiento del PIB y la inflación en España. Cabe destacar que, en comparación con el escenario central, el escenario combinado reduce en 0,2 pp el crecimiento del PIB en 2027 y eleva en 0,3 pp la tasa de inflación. Por su parte, el escenario más severo reduce en 0,6 pp el crecimiento del PIB en dicho año y aumenta en cerca de 1 pp la inflación, mientras que el escenario más benigno eleva en 0,4 pp el crecimiento del PIB y reduce en 0,5 pp la inflación.

Cuadro 1 Impacto sobre el PIB y la inflación de los diferentes escenarios geopolíticos

% y pp

	Crecimiento del PIB		Tasa de inflación	
	2026	2027	2026	2027
Escenario central	2,6	2,2	3,9	3,7
Diferencias con respecto al escenario central (pp)				
Escenario combinado	0,0	-0,2	0,1	0,3
Escenario de repunte de las tensiones geopolíticas	-0,1	-0,6	0,2	0,9
Escenario de resolución diplomática	0,1	0,4	-0,2	-0,5

FUENTE: Banco de España.