BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 5/2026

Índice

Evolución económica, financiera y monetaria **2**

Resumen 2

1 Entorno exterior 7

2 Actividad económica 13

3 Precios y costes 22

4 Evolución de los mercados financieros 30

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito 34

Recuadros **44**

1 La brecha de capital riesgo y la financiación de las empresas de alto crecimiento en Europa 44

2 Análisis de los efectos de la guerra en Oriente Próximo sobre el consumo de la zona del euro 52

3 Sentir el impacto de forma desigual: precios de la energía y consumo de los hogares 58

4 El empleo juvenil en un contexto de enfriamiento de la demanda de trabajo 66

5 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras 72

6 Medición del (des)anclaje de las expectativas de inflación y qué revelan los indicadores basados en encuestas 78

7 El índice ECB-BIG: seguimiento de las condiciones del crédito en la zona del euro 84

8 Evaluación del margen para adoptar medidas fiscales compensatorias en respuesta a la reciente perturbación energética 91

Artículo **99**

1 El coste de no saber: cómo la incertidumbre lastra la economía de la zona del euro 99

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 23 de julio de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Las perspectivas para los precios de la energía, aunque muy volátiles, se sitúan en un nivel próximo al del escenario de referencia de las proyecciones de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026 y claramente por encima de los niveles registrados antes del inicio del conflicto en Oriente Próximo. La incertidumbre sigue siendo elevada y el impacto inflacionista de la perturbación energética no se ha materializado aún plenamente. Por tanto, el Consejo de Gobierno vigila de cerca la intensidad y la duración de la perturbación, así como sus efectos indirectos y de segunda vuelta. Se ha comprometido a definir su política monetaria de manera que asegure que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio plazo.

Con su decisión del 23 de julio, el Consejo de Gobierno continúa estando en una buena posición para navegar la incertidumbre causada por el conflicto y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, las decisiones del Consejo de Gobierno sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. El Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

Actividad económica

Datos recientes apuntan a una cierta mejora de la actividad económica en el segundo trimestre de 2026, aunque el conflicto en Oriente Próximo siguió siendo un factor adverso. Las encuestas sugieren una recuperación parcial de la actividad de los servicios, tras acusar un considerable debilitamiento inmediatamente después de la perturbación energética. Los servicios digitales han mantenido su fortaleza, debido en parte a la creciente contribución de la actividad relacionada con la inteligencia artificial. Las manufacturas han seguido mostrando resiliencia, respaldadas por la acumulación de existencias por parte de las empresas para protegerse frente a los riesgos en las cadenas de suministro y por el incremento del gasto en defensa. El desempleo se mantuvo en el 6,2 % en mayo, próximo a sus mínimos históricos. Al mismo tiempo, las ofertas de empleo han continuado disminuyendo y tanto las empresas como los hogares prevén que el mercado de trabajo siga siendo más débil que antes del conflicto.

Los indicadores adelantados sugieren que el crecimiento económico seguirá siendo moderado a corto plazo, lastrado por la perturbación energética y las incertidumbres relacionadas. Con todo, los determinantes fundamentales del crecimiento a medio plazo se mantienen sin variación. El consumo privado, la inversión en nuevas tecnologías digitales, el gasto público en defensa e infraestructuras, y cierta recuperación de las exportaciones deberían contribuir al dinamismo general del crecimiento.

El Consejo de Gobierno reiteró su llamamiento a la necesidad urgente de adoptar medidas para reforzar la economía de la zona del euro y mantener al mismo tiempo unas finanzas públicas saneadas. Simplificar y armonizar las normas en el conjunto del mercado único de la UE, acelerar la transición energética y completar la unión de ahorros e inversiones son elementos esenciales. Las respuestas fiscales a la perturbación energética deberían ser temporales, específicas y adaptadas. El voto positivo del Parlamento Europeo en julio de 2026 representó un hito importante hacia el establecimiento del euro digital. El Consejo de Gobierno acoge con satisfacción el objetivo compartido del Parlamento Europeo, el Consejo de la UE y la Comisión Europea de alcanzar un acuerdo sobre el Paquete de la moneda única antes del final de 2026. El euro digital complementará el efectivo físico con su equivalente digital y ofrecerá un medio de pago para las operaciones digitales en el conjunto de la zona del euro.

Inflación

La inflación descendió hasta el 2,8 % en junio de 2026, desde el 3,2 % observado en mayo. La tasa de variación de los precios de la energía se redujo hasta el 8,5 %, tras el 10,8 % registrado en mayo, mientras que la inflación de los alimentos bajó hasta el 1,5 %, desde el 1,9 %. La inflación, excluidos la energía y los alimentos, disminuyó hasta situarse en el 2,4 %, desde el 2,6 % observado en mayo, la inflación de los bienes descendió hasta el 0,7 %, desde el 0,9 %, y la de los servicios, hasta el 3,2 %, desde el 3,5 %.

La perturbación de la energía continúa alimentando la subida de los precios. Los costes de los insumos están aumentando para las empresas, que, en consecuencia, prevén incrementar sus precios de venta. Aunque la evolución de la inflación subyacente ha seguido siendo contenida, los efectos de la perturbación energética no se han materializado aún plenamente. El indicador del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales continúan apuntando a un crecimiento moderado de los salarios en los próximos trimestres. El aumento la productividad del trabajo también ha contribuido a contener el crecimiento de los costes laborales unitarios. Las expectativas de inflación a más corto plazo se mantienen en niveles elevados. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo se sitúan en niveles próximos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo a medio plazo.

Aunque la tasa de variación de los precios de la energía descendió en junio, su aumento desde el inicio del conflicto —así como su impacto en la inflación de los alimentos, los bienes y los servicios— probablemente mantendrá la inflación muy por encima del objetivo hasta el primer semestre de 2027. Posteriormente la inflación debería descender, en un entorno en el que se espera una bajada de los precios de la energía y una subida más lenta de otros precios. Con todo, el conflicto en Oriente Próximo sigue siendo una fuente importante de incertidumbre. Por tanto, el Consejo de Gobierno vigila de cerca la magnitud y la persistencia de la subida de los precios de la energía, así como su impacto en la formación de precios y salarios, en las expectativas de inflación y en la dinámica económica general.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento apuntan a la baja. Aunque el memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán acordado en junio de 2026 fue un primer intento para resolver el conflicto, en las semanas anteriores a la reunión del Consejo de Gobierno del 23 de julio se produjeron nuevos incidentes, y la situación geopolítica continúa siendo frágil. Nuevas alteraciones en el suministro de energía podrían hacer que los precios suban en mayor medida y durante más tiempo de lo previsto actualmente, lo que afectaría a las rentas reales, al gasto y a la inversión. Un deterioro de la confianza de los mercados financieros mundiales o una contracción de la oferta de crédito podrían frenar la demanda. Nuevas fricciones en el comercio internacional podrían distorsionar adicionalmente las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y debilitar el consumo y la inversión. Otras tensiones geopolíticas, en particular la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania, continúan siendo una importante fuente de incertidumbre. En cambio, el crecimiento podría ser mayor si la economía y los mercados energéticos se adaptaran más rápido de lo previsto a la disrupción causada por el conflicto en Oriente Próximo, o si este se resolviera de manera duradera. Asimismo, el gasto previsto en defensa e infraestructuras, y las reformas orientadas a mejorar la productividad y completar el Mercado Único, así como la adopción de nuevas tecnologías por parte de las empresas de la zona del euro, podrían impulsar el crecimiento más de lo esperado.

Los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza. La perturbación energética podría intensificarse aún más y sus efectos sobre otros precios y sobre los salarios podrían ser mayores de lo previsto actualmente. Cuando más tiempo se mantengan los precios de la energía en niveles elevados, mayor es la probabilidad de que impulsen al alza la inflación general a través de efectos indirectos y de segunda ronda. Las tensiones comerciales actuales podrían dar lugar a una mayor fragmentación de las cadenas de suministro mundiales, restringir el abastecimiento de materias primas esenciales y agudizar las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Fenómenos meteorológicos extremos, como demuestran las olas de calor actuales, y la propagación de las crisis climática y de la naturaleza más en general, podrían hacer que los precios de los alimentos suban más de lo esperado. Por el contrario, la inflación podría ser menor si el conflicto en Oriente Próximo se resolviera de forma duradera, o si los efectos indirectos o de segunda ronda fueran menos pronunciados de lo anticipado. Un aumento de la

volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros podría afectar a la demanda y, en consecuencia, reducir también la inflación.

Condiciones financieras y monetarias

Las condiciones financieras generales se han endurecido ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno del 11 de junio de 2026, en línea con la subida de los tipos de interés oficiales del BCE. Los tipos de interés del crédito bancario a las empresas y el coste de la emisión de valores de renta fija se mantuvieron sin cambios en mayo, en el 3,6 % y el 4,0 %, respectivamente. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a empresas aumentó hasta el 4,0 %, desde el 3,4 % de abril, pero esta evolución se vio en parte contrarrestada por un crecimiento más lento de las emisiones de bonos corporativos, que cayeron desde el 4,5 % hasta el 3,4 %. Los criterios de aprobación del crédito a empresas se endurecieron ligeramente en el segundo trimestre, como indica la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2026. La demanda de préstamos de las empresas aumentó ligeramente, impulsada por una mayor necesidad de capital circulante, pero también por la demanda de financiación para inversión en capital fijo de las grandes empresas.

Los tipos de interés hipotecarios se incrementaron hasta el 3,5 % en mayo, tras situarse en el 3,4 % en abril, mientras que el crecimiento de los préstamos hipotecarios repuntó hasta el 3,1 %. Los criterios de aprobación de las hipotecas se endurecieron en el segundo trimestre debido a la mayor preocupación de los bancos por los riesgos económicos que afrontan sus clientes y a su menor disposición a asumir riesgos. La demanda de hipotecas se redujo como consecuencia del deterioro de la confianza de los consumidores y de la subida de los tipos de interés.

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 23 de julio de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Por tanto, los tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, a las operaciones principales de financiación y a la facilidad marginal de crédito se mantienen en el 2,25 %, el 2,40 % y el 2,65 %, respectivamente.

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

Conclusión

El Consejo de Gobierno tiene el compromiso de definir la política monetaria de manera que asegure que la inflación se estabilice en su objetivo del 2 % a medio

plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. En particular, sus decisiones sobre los tipos de interés se basarán en su valoración de las perspectivas de inflación y de los riesgos a los que están sujetas, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

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

1 Entorno exterior

La actividad económica global demostró capacidad de resistencia en la primera mitad de 2026, ya que el actual auge de la inteligencia artificial (IA) y de la tecnología, junto con las compras por motivos de precaución, están apoyando el crecimiento. Sin embargo, la nueva escalada del conflicto en Oriente Próximo está ensombreciendo las perspectivas a corto plazo. La elevada demanda de productos de alta tecnología sigue respaldando la inversión y el comercio, en particular en Estados Unidos, al tiempo que el adelanto de las compras de productos energéticos y de bienes que podrían verse afectados por la escasez de oferta ha impulsado temporalmente la actividad. La tasa de variación de los precios de producción de las manufacturas se ha acelerado de forma significativa a medida que la perturbación de los precios de la energía se ha ido propagando a la economía mundial, observándose las presiones latentes más intensas entre los exportadores de hardware *de IA.*

La actividad económica global continuó siendo vigorosa en la primera mitad de 2026, y los indicadores cualitativos apuntan a que la capacidad de resistencia continuará en el corto plazo. El índice de directores de compras (PMI, por sus siglas en inglés) compuesto de actividad global, excluida la zona del euro, se mantuvo prácticamente estable en junio, en un nivel de 52,2, y permaneció claramente en terreno expansivo. La fortaleza de la producción manufacturera ha sido un apoyo fundamental para la actividad, reflejo de la pujante demanda de productos de alta tecnología y del adelanto de las compras de energía y de productos relacionados con ella para amortiguar los efectos de las disrupciones originadas por el conflicto en Oriente Próximo. Aunque no se espera que el impulso al comercio y a la actividad procedente de estos dos últimos factores persista a medio plazo, el impacto del auge tecnológico sería más duradero, gracias a la fuerte inversión prevista en infraestructuras de IA y en la adopción de la IA.

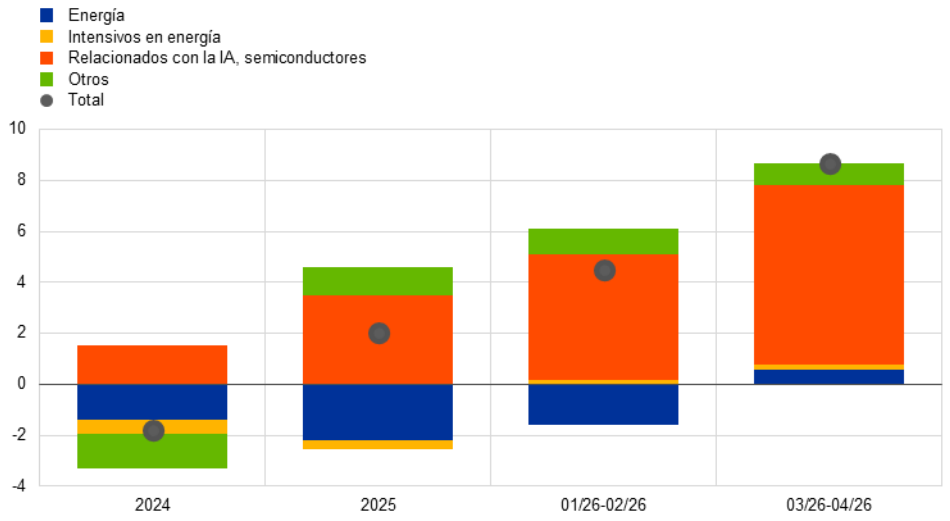
El comercio internacional sigue estando respaldado por la elevada demanda de productos de alta tecnología, aunque persisten las presiones de oferta. La tasa de crecimiento intertrimestral de las importaciones reales mundiales, excluida la zona del euro, fue del 1,8 % en el primer trimestre de 2026, frente al 1,1 % del cuarto trimestre de 2025. Los datos de comercio en términos nominales (disponibles hasta abril) confirman que las importaciones globales, excluida la zona del euro, se han fortalecido desde el comienzo del año, posiblemente también como consecuencia de las subidas de los precios. Las importaciones mundiales de productos relacionados con la IA y de semiconductores han aumentado de forma significativa desde principios de año y continúan siendo el principal factor impulsor del sólido crecimiento del comercio observado hasta ahora (gráfico 1). La contribución de las importaciones de bienes energéticos ha pasado a ser positiva desde el estallido del conflicto en Oriente Próximo, como reflejo, en gran medida, del fuerte encarecimiento de la energía. El PMI global de nuevos pedidos de las manufacturas, excluida la zona del euro, también permaneció en terreno expansivo en junio, debido a la intensa demanda de productos relacionados con la IA y al adelanto de las compras de bienes de consumo que podrían verse sujetos a la imposición de aranceles adicionales por parte Estados Unidos tras la expiración, el

24 de julio, de los aranceles temporales introducidos en febrero de 2026. Las presiones en las cadenas de suministro se han atenuado ligeramente desde la reunión del Consejo de Gobierno de junio de 2026, pero se mantienen por encima de los niveles normales, y la reciente reescalada del conflicto entre Estados Unidos e Irán podría revertir parte de la moderación observada. El tráfico a través del estrecho de Ormuz aumentó hacia finales de junio, pero desde entonces ha disminuido debido a la reciente reintensificación del conflicto, que ha acrecentado la incertidumbre sobre las perspectivas a corto plazo relativas a la actividad económica y el comercio mundiales.

Gráfico 1

Importaciones mundiales (excluida la zona del euro) de bienes en términos nominales, por categorías

(tasas de variación interanual, contribuciones en puntos porcentuales, corregidas por la media)



Fuentes: Trade Data Monitor y cálculos del BCE.
Notas: Datos sobre importaciones en términos nominales. Las tasas de variación interanual y las contribuciones de las categorías de bienes que se presentan en el gráfico se calculan como desviaciones respecto de sus respectivos valores medios durante el período 2019-2023. «Relacionados con la IA, semiconductores» incluye productos relacionados con la IA, semiconductores (fases finales e iniciales de la producción) y otras subcategorías de productos de alta tecnología. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026.

Los precios del petróleo bajaron después de que Estados Unidos e Irán suscribieran un memorando de entendimiento, pero los nuevos ataques están haciendo que la situación sea muy volátil. Inicialmente, el precio del Brent cayó de forma acusada tras la firma del memorando entre Estados Unidos e Irán, en virtud del cual ambas partes se comprometieron a restablecer el tráfico sin restricciones a través del estrecho de Ormuz. Sin embargo, más recientemente, el precio de esta materia prima volvió a subir a raíz de la reanudación de los ataques militares y de la declaración del presidente Trump de que el alto el fuego había finalizado, y en general se situó un 1 % por debajo del nivel registrado el 11 de junio (el comienzo del período de referencia). Los precios europeos del gas también disminuyeron tras la firma del memorando, pero el descenso se revirtió con creces tras el reinicio de los ataques y los precios pasaron a situarse un 24 % por encima de los niveles observados al inicio del período analizado. La divergencia entre los precios del petróleo y los del gas refleja dos factores principales. En primer lugar, los niveles de almacenamiento de gas en Europa se mantienen en niveles

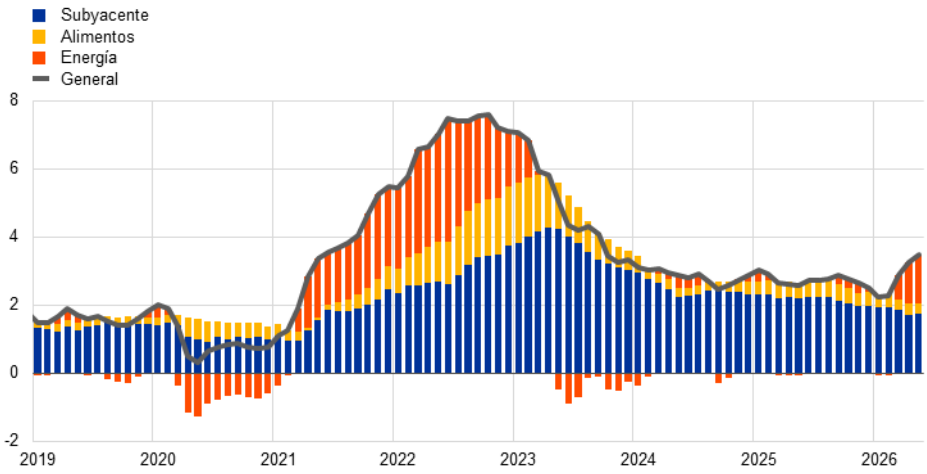
históricamente bajos para la época del año, lo que ejerce presiones al alza sobre los precios de esta materia prima. En segundo lugar, aunque el debilitamiento de la demanda asiática proporcionó cierto alivio, fue menos pronunciado en el mercado del gas que en el del petróleo. En consecuencia, la evolución de los precios de estas dos materias primas muestra diferencias notables en términos relativos: si bien los precios del petróleo se sitúan actualmente un 30 % por encima del nivel anterior al conflicto, los del gas se han encarecido un 97 %. Los precios de las materias primas alimenticias se incrementaron un 19 % durante el período analizado, impulsados por un repunte del 42 % de los precios del cacao en un contexto de preocupación por que las condiciones asociadas al fenómeno de El Niño que comenzaron en junio (y que se prevé que se intensifiquen) provoquen disrupciones de oferta en los próximos meses. En cambio, los riesgos al alza derivados de los precios de los fertilizantes disminuyeron y los precios retornaron a los niveles previos al conflicto en el entorno de la anterior caída de los costes de los insumos de gas natural. Los precios de los metales bajaron un 3 %, ya que las expectativas de normalización del suministro de aluminio procedente de Oriente Próximo, tras la reapertura de una planta de alúmina en Abu Dabi que había sufrido daños en las fases iniciales del conflicto, compensaron con creces la preocupación por la reciente reanudación de los ataques.

Las presiones inflacionistas han continuado intensificándose, pero, hasta ahora, siguen limitadas principalmente a los precios de la energía. En los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), excluida Turquía, la inflación general global aumentó hasta situarse en el 3,5 % en mayo, desde el 3,3 % registrado el mes anterior (gráfico 2). El repunte de la inflación general se debió principalmente al avance de la tasa de variación de los precios de la energía. Aunque la inflación subyacente, excluidos los precios de la energía y los alimentos también se incrementó marginalmente (0,1 puntos porcentuales en mayo), parece seguir mostrando una tendencia descendente. No obstante, persisten los riesgos al alza. La inflación de los precios de producción se aceleró de forma significativa tras la perturbación de los precios de la energía, y la aceleración más acusada se observó entre los exportadores de *hardware* de IA de Asia, incluidos Malasia, Corea del Sur, Taiwán y Tailandia. En estos países, la producción es intensiva en energía y depende de las importaciones energéticas de la región del Golfo, al tiempo que la fuerte demanda mundial de productos relacionados con la IA está facilitando la transmisión de la perturbación de los precios de la energía a los precios del *hardware* de IA. Asimismo, la escalada de los costes globales del transporte puede generar presiones inflacionistas adicionales, especialmente en las rutas con destino a Asia, en un contexto de mayor demanda de transporte de carga, reflejo de la vigorosa dinámica del comercio. En conjunto, los riesgos para la inflación global a corto plazo siguen orientados al alza.

Gráfico 2

Inflación medida por el IPC en la OCDE

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



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

En Estados Unidos, la actividad económica ha mantenido capacidad de resistencia, mientras que la inflación ha seguido siendo elevada. Los datos macroeconómicos de este país han sorprendido al alza recientemente, respaldados por el auge de la IA y la mayor resiliencia frente a perturbaciones de oferta de petróleo debido al aumento de la oferta interna de petróleo no convencional. La subida de los precios minoristas de la energía ha reducido el crecimiento de la renta real anual disponible hasta situarlo en torno al 0 %, pese a las elevadas devoluciones de impuestos realizadas en meses anteriores del año. El avance del consumo continúa siendo sólido, pero se apoya cada vez más en el menor nivel de ahorro —que en mayo descendió hasta situarse en una tasa muy baja del 3 %— y en el mayor endeudamiento de los consumidores. El creciente recurso al desahorro y al endeudamiento, junto con el reducido avance de la renta real, limita el potencial para que el consumo siga creciendo con fuerza en el futuro. El avance de la inversión sigue estando impulsado por el gasto relacionado con la IA, que se mantiene muy concentrado en un número reducido de grandes empresas, lo que expone a la economía a riesgos idiosincrásicos en caso de que se produzca un cambio en el ciclo de inversión. Dada su elevada intensidad importadora, el auge de la IA también sigue respaldando las importaciones estadounidenses, que podrían volver a aumentar más de lo previsto en el segundo trimestre. La inflación sorprendió al alza en mayo, pero se desaceleró en junio. La inflación general medida por el IPC cayó hasta el 3,5 % en junio, en tasa interanual, desde el 4,2 % de mayo, principalmente como consecuencia del descenso de los precios de la energía, mientras que la inflación subyacente medida por el IPC experimentó una caída más moderada y se situó en el 2,6 %. No obstante, esta moderación puede ser transitoria, ya que la reescalada del conflicto en Oriente Próximo ha vuelto a presionar al alza los precios de la energía. En su primera reunión con el nuevo presidente de la Reserva Federal, Kevin Warsh, celebrada en junio, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto mantuvo sin variación los tipos de interés, pero

revisó al alza la mediana de la senda prevista de tipos de política monetaria, y nueve de los 18 participantes en la reunión esperan ahora una subida de tipos este año, frente a ninguno en marzo.

En China, la actividad económica se debilitó de forma notable en el segundo trimestre de 2026, dado que la moderación de la demanda interna frenó el crecimiento. El avance del PIB real experimentó una desaceleración acusada y cayó desde una tasa interanual del 5 % en el primer trimestre hasta el 4,3 % en el segundo, por debajo de las expectativas de los mercados. Los datos mensuales apuntan a un nuevo deterioro de la demanda interna, ya que el crecimiento interanual de las ventas minoristas descendió hasta situarse cerca del 0 % en el segundo trimestre y la inversión siguió contrayéndose, lo que muestra una debilidad sin precedentes en China salvo durante el período de la pandemia. La disminución de las ventas minoristas refleja principalmente la caída de las compras de bienes, que se vieron afectadas por la reducción de los programas públicos de subvenciones a los bienes de consumo, mientras que la atonía de la inversión es atribuible, en parte, al nuevo deterioro del sector inmobiliario. Además, el Gobierno intensificó su campaña «contra la involución» en el segundo trimestre para hacer frente al exceso de capacidad y a una competencia de precios excesiva, que probablemente sigue lastrando la inversión. En junio, las exportaciones nominales de bienes (en dólares estadounidenses) repuntaron un 27 % en tasa interanual, impulsadas por la demanda relacionada con la IA, mientras que las importaciones crecieron de forma aún más acusada, un 36 %, debido a la subida de los precios de la energía y a la mayor demanda relacionada con la IA. Por su parte, los precios de exportación, al igual que los de producción, abandonaron el territorio deflacionista en el segundo trimestre, empujados principalmente por los sectores afectados por la demanda de IA y por los precios de la energía. De esta manera se puso fin a un período de varios años de deflación de los precios de exportación.

En el Reino Unido, la actividad económica parece estar desacelerándose tras repuntar ligeramente a principios de año. En abril, el PIB se redujo un 0,1 %, en tasa intermensual, y el PMI compuesto siguió cayendo por debajo del valor neutral y se situó en 49,3 en junio (en comparación con 49,7 en mayo y 52,6 en abril), ya que la debilidad de la actividad de los servicios contrarrestó con creces el fortalecimiento de la producción manufacturera. Por tanto, se espera que el crecimiento del PIB real se ralentice en el segundo trimestre de 2026 con respecto al primer trimestre. La inflación general se situó en el 2,8 % en mayo, sin variación desde abril, pero por debajo del 3,3 % registrado en marzo. La inflación general continúa sorprendiendo a la baja, principalmente como consecuencia de la moderación de la tasa de variación de los precios de los alimentos y de los bienes básicos, mientras que la de los precios de los servicios repuntó algo. La tasa de avance de los precios de la energía siguió aumentando, respaldada por la subida de los precios de los combustibles. Se espera que el anuncio de un tope más elevado a los precios energéticos para el período comprendido entre julio y septiembre intensifique las presiones al alza durante el verano. La evidencia de efectos indirectos y de segunda vuelta derivados del encarecimiento de los precios del petróleo sigue siendo limitada en estos momentos. Los indicadores de las expectativas de inflación se incrementaron de forma significativa inmediatamente después del *shock* de los precios de la energía,

pero desde entonces han experimentado un leve descenso. El avance de los salarios del sector privado ha seguido moderándose en un contexto de señales de relajación adicional del mercado de trabajo, lo que debería contribuir a contener los efectos de segunda vuelta. El Banco de Inglaterra mantuvo sin variación el tipo de interés oficial, en el 3,75 %, en la reunión de junio de su Comité de Política Monetaria.

2 Actividad económica

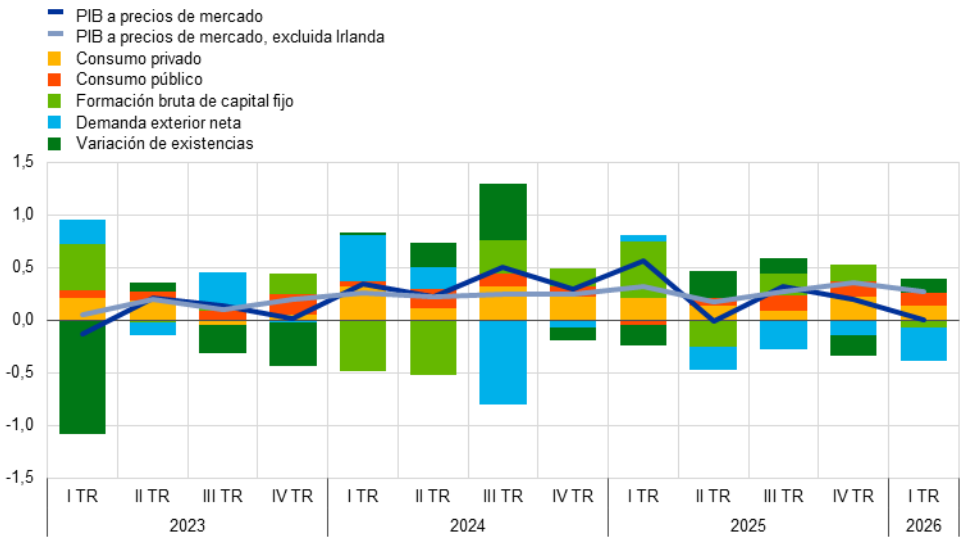
El PIB de la zona del euro no experimentó cambios en el primer trimestre de 2026, pero registró un avance intertrimestral del 0,3 %, excluidos los datos volátiles de Irlanda. La demanda interna se debilitó en dicho trimestre, dado que el crecimiento del consumo privado se desaceleró levemente y la inversión cayó, sobre todo en la construcción. Los nuevos datos sugieren que la guerra en Oriente Próximo tuvo un impacto contenido, aunque desigual, sobre la actividad en el segundo trimestre, con diferencias notables entre sectores. Los servicios relacionados con el consumo fueron los más afectados, si bien la evidencia procedente de las encuestas apunta a una recuperación parcial tras la perturbación inicial. En cambio, los servicios digitales y las ramas de manufacturas se mantuvieron resilientes pese al encarecimiento de la energía y la elevada incertidumbre. Esta resiliencia obedece, en parte, al aumento de la inversión relacionada con la inteligencia artificial (IA) y a la acumulación de existencias por parte de las empresas para mitigar los riesgos asociados a las cadenas de suministro, así como al incremento del gasto en defensa. En general, el mercado de trabajo mantuvo su capacidad de resistencia pero perdió impulso, y los indicadores coyunturales apuntan a un menor dinamismo del empleo en el segundo trimestre de 2026. Los indicadores adelantados sugieren que es probable que el crecimiento siga siendo modesto a corto plazo. La incertidumbre permanece en niveles elevados en un contexto de reanudación de las operaciones militares en Oriente Próximo tras el alto el fuego temporal. Al mismo tiempo, la gran fragilidad del entorno geopolítico global sigue contribuyendo a la volatilidad de los precios del petróleo y lastrando las perspectivas. Con todo, a medio plazo, se espera que la demanda interna se vea impulsada por una recuperación de la renta real, gracias a la previsión de normalización de los precios de la energía, a la resiliencia del mercado de trabajo y al aumento del gasto público en infraestructuras y defensa. Se espera que estos factores se complementen con un incremento de la inversión relacionada con la IA y la transición energética.

Según la tercera estimación de Eurostat de las cuentas nacionales publicada el 15 de julio, el PIB real de la zona del euro no experimentó cambios en el primer trimestre de 2026, pero creció un 0,3 % si se excluyen los datos volátiles de Irlanda. La descomposición de la demanda muestra que el crecimiento del consumo privado se debilitó levemente en el primer trimestre y que la inversión se contrajo, mientras que la variación de existencias contribuyó de forma ligeramente positiva al avance del PIB (gráfico 3). Aunque la contribución de la demanda exterior neta fue negativa en las cifras generales, pasó a ser positiva tras excluir los volátiles flujos comerciales de Irlanda. La descomposición del valor añadido indica que el crecimiento estuvo respaldado tanto por los servicios como por las manufacturas, una vez excluidos los datos volátiles de dicho país. En cambio, la construcción representó un lastre para la expansión.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



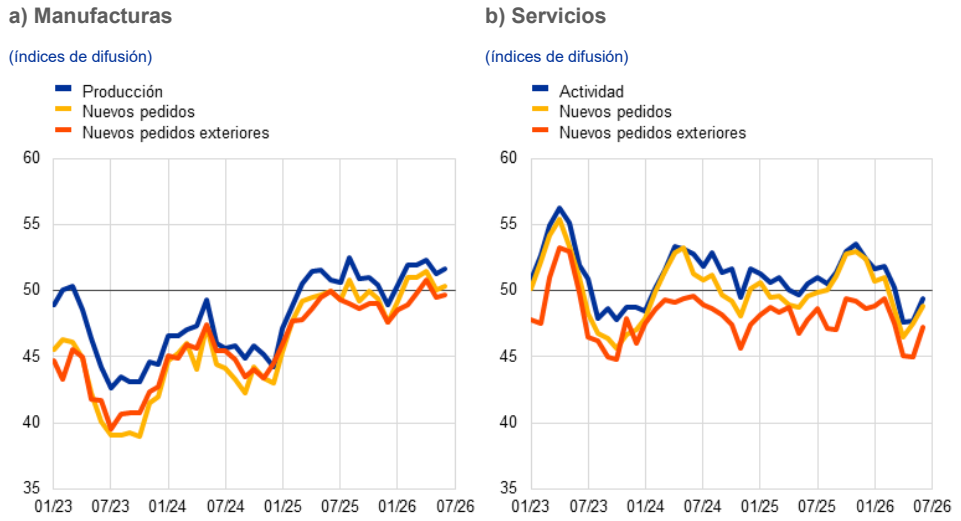
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico también muestra el PIB, excluida Irlanda, ya que los datos de este país presentan una volatilidad particularmente elevada. No obstante, los subcomponentes muestran la desagregación del PIB, incluida Irlanda. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026.

Los indicadores disponibles apuntan a una expansión moderada de la actividad económica en el segundo trimestre, aunque con una evolución desigual entre sectores, pese a los factores adversos derivados del conflicto en Oriente Próximo[1]**.** La producción total de mercado se situó un 0,3 % por encima de la media del primer trimestre en abril, como reflejo de la mayor fortaleza de la actividad en la producción de bienes intermedios y de equipo, en particular en los sectores de alta tecnología y relacionados con la defensa, así como en la construcción y, en menor medida, en los servicios digitales. Estas ganancias se vieron contrarrestadas, en parte, por los descensos registrados en la producción de bienes de consumo, debido a la debilidad persistente del sector farmacéutico, y por la disminución de la actividad en los servicios de consumo, que se vio afectada negativamente por el encarecimiento de la energía y la elevada incertidumbre asociada al conflicto en Oriente Próximo. Los datos de producción industrial correspondientes al mes de mayo corroboraron este panorama en términos generales. Por lo que se refiere a las encuestas, el índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se adentró ligeramente en terreno contractivo en el segundo trimestre, arrastrado sobre todo por la debilidad de los servicios, aunque se recuperó algo al final de ese trimestre (gráfico 4). De igual modo, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea siguió aumentando en junio, pero se mantuvo muy por debajo del nivel observado en febrero, antes de la guerra.

[1] Según la estimación de avance publicada por Eurostat el 30 de julio, el PIB real de la zona del euro creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre del año y un 0,3 % si se excluyen los datos volátiles de Irlanda. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de julio.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



Fuente: S&P Global Market Intelligence.
Notas: Las últimas observaciones corresponden a junio de 2026.

Los indicadores adelantados señalan la continuación de un crecimiento moderado a corto plazo. El PMI de expectativas de actividad y el índice de expectativas de las empresas de la Comisión Europea, que experimentaron una fuerte caída tras el inicio de la guerra en Oriente Próximo, se habían recuperado parcialmente al final del segundo trimestre. Esta evolución apunta a cierta capacidad de resistencia de la economía de la zona del euro, respaldada por la reversión parcial de los precios de la energía y por nuevas mejoras en los plazos de entrega de los proveedores. Al mismo tiempo, dichas expectativas permanecen en niveles inferiores a los observados antes del conflicto, reflejo de la elevada incertidumbre. Los contactos que participan en la encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone Survey) del BCE anticipan la continuación de un crecimiento modesto en el tercer trimestre, con un dinamismo aún desigual entre sectores (véase recuadro 5). Se espera que las manufacturas se beneficien de la demanda sostenida en los sectores de alta tecnología y en los relacionados con la defensa, pero también de la menor competencia procedente de Asia (debido al aumento de los costes o a perturbaciones de oferta transitorias), así como de las compras por motivos de precaución ante las subidas de precios esperadas. En cambio, se prevé que los servicios crezcan a un ritmo más lento, lastrados por la atonía de los servicios de consumo, ya que la actividad relacionada con los viajes sigue viéndose afectada por la incertidumbre geopolítica.

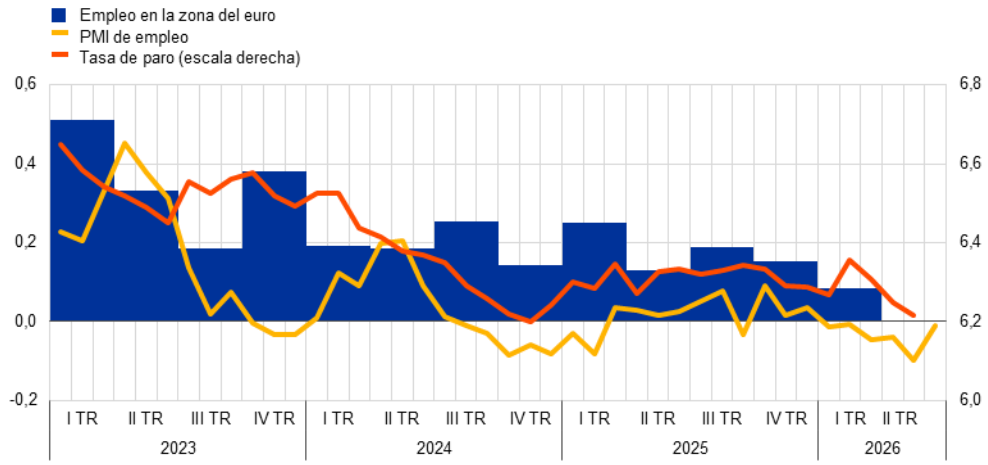
La tasa de paro sigue siendo reducida, pero la creación de empleo se ha ralentizado y la demanda de mano de obra continúa descendiendo. La tasa de paro se situó en el 6,2 % en mayo, habiéndose mantenido prácticamente estable en ese nivel desde mediados de 2024 (gráfico 5). En el primer trimestre de 2026, el empleo siguió avanzando en términos intertrimestrales, gracias al crecimiento de la población activa, mientras que el total de horas trabajadas disminuyó un 0,2 %. El ritmo de creación de empleo volvió a moderarse y a principios de 2026 se situó en el 0,1 % en tasa intertrimestral y en el 0,4 % en tasa interanual, tras registrar

incrementos del 0,8 % en 2025, el 1 % en 2024 y el 1,5 % en 2023. La reducción gradual del avance del empleo refleja, en parte, la suavización continuada de la demanda de mano de obra. La tasa de vacantes ha seguido una tendencia a la baja desde el segundo semestre de 2022. Después de repuntar ligeramente hasta el 2,3 % a finales de 2025, impulsada por la evolución de la construcción, esta tasa descendió de nuevo hasta situarse en el 2,2 % en el primer trimestre de 2026. Las tendencias sectoriales fueron dispares durante el año pasado, dado que las vacantes en la construcción aumentaron, mientras que en los servicios de mercado y la industria continuaron disminuyendo.

Gráfico 5

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

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



Fuentes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Notas: Las dos líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. El PMI está expresado en desviaciones respecto a 50 que después se dividen por 10 para medir el crecimiento intertrimestral del empleo. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 para el empleo en la zona del euro, a junio de 2026 para el PMI de empleo y a mayo de 2026 para la tasa de paro.

Los indicadores coyunturales del mercado de trabajo apuntan a un escaso dinamismo del empleo en el segundo trimestre de 2026. El PMI mensual compuesto de empleo cayó por debajo del valor neutral de 50 a principios de año. El índice mostró señales de recuperación en junio y aumentó hasta un nivel de 49,9, desde 49 en mayo, lo que sugiere que el empleo se mantuvo prácticamente sin cambios en el segundo trimestre del año. El PMI de empleo del sector servicios volvió a situarse en terreno expansivo en junio de 2026 y registró un valor de 50,4, mientras que en el caso de las manufacturas permaneció firme en terreno contractivo, en 48,2. Tras incrementarse con fuerza a raíz del estallido de la guerra en Oriente Próximo, las expectativas de desempleo a un año vista de los participantes en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores y en las encuestas de la Comisión Europea (DG ECFIN) a empresas y consumidores se estabilizaron en niveles elevados en junio.

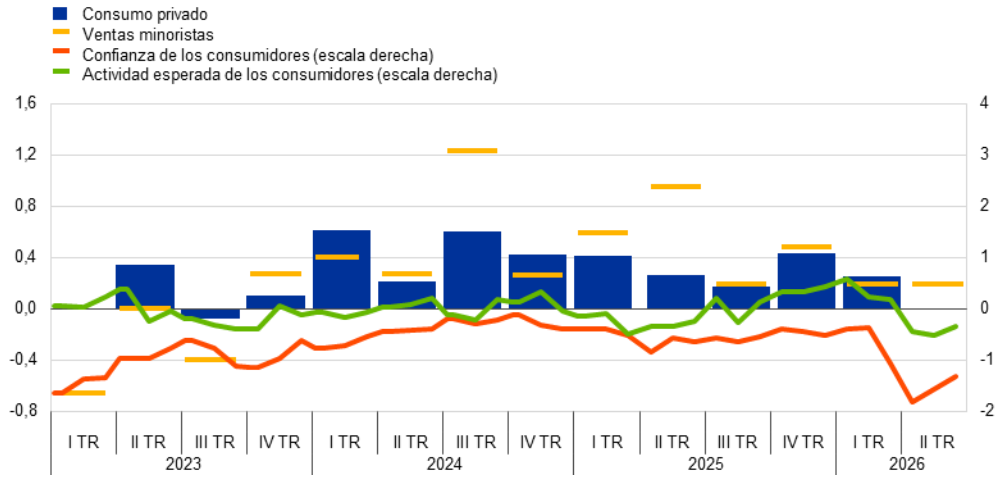
Es probable que el consumo privado siguiera ralentizándose en el segundo trimestre, después de registrar un crecimiento intertrimestral del 0,3 % en el primer trimestre del año. El volumen de ventas del comercio minorista aumentó un 0,2 %, en tasa intertrimestral (en promedio para abril y mayo), dado que la caída de

las ventas de combustibles se vio compensada, en gran medida, por la mejora de otros componentes, en particular de los alimentos (gráfico 6). La evolución de la producción en los distintos servicios de consumo fue dispar. La producción de los servicios de alojamiento y restauración disminuyó en abril con respecto al primer trimestre, mientras que la de los servicios de transporte aéreo y de los relacionados con viajes se incrementó. Los indicadores de alta frecuencia apuntan a un crecimiento débil del consumo en el tercer trimestre conforme siguen materializándose los efectos económicos de la guerra en Oriente Próximo. La incertidumbre de los consumidores continuó descendiendo en junio. El indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea siguió mejorando en junio, aunque se mantuvo muy por debajo del dato registrado en febrero. El indicador de actividad esperada ponderada por el consumo de la Comisión Europea también mejoró ese mes, pero permaneció en niveles inferiores tanto a su media de largo plazo como al dato de febrero. Probablemente, los elevados precios de la energía y la incertidumbre provocada por la guerra en Oriente Próximo seguirán lastrando el consumo privado en los próximos trimestres. Aunque el memorando de entendimiento suscrito entre Estados Unidos e Irán generó inicialmente expectativas de una reversión duradera de los precios del petróleo, la evolución posterior ha reducido la probabilidad de que este desenlace se materialice, lo que apunta a un lastre más persistente del aumento de los precios de la energía sobre el poder adquisitivo y el gasto de los hogares. Se espera que este impacto se vea amortiguado en cierta medida por la solidez de los balances de este sector. Con todo, los hogares con rentas más bajas siguen estando particularmente expuestos, ya que gastan una mayor proporción de su presupuesto familiar en energía, mientras que su capacidad para suavizar el consumo es más limitada (véase recuadro 3). Al mismo tiempo, el alto nivel de incertidumbre parece estar frenando el consumo a través de sus efectos en la confianza de los consumidores. Hasta ahora, la caída de la confianza ha llevado principalmente a los hogares con rentas más altas a recortar su gasto discrecional (véase recuadro 2).

Gráfico 6

Consumo privado e indicadores de alta frecuencia

(consumo privado y ventas minoristas: tasas de variación intertrimestral; confianza de los consumidores y actividad esperada: saldos netos normalizados)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: «Actividad esperada de los consumidores» se refiere a una media ponderada de las expectativas de las empresas para los tres meses siguientes sobre la producción del sector manufacturero, el empleo en la construcción, la actividad comercial y la demanda de servicios según la encuesta de opinión empresarial de la Comisión Europea, ponderada por el peso de cada sector en el consumo privado de la zona del euro de las tablas *input-output* FIGARO de 2023. Todas las series se normalizan para la muestra completa desde enero de 1999. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 para el consumo privado, al segundo trimestre de 2026 (sobre la base de abril y mayo de 2026) para las ventas minoristas y a junio de 2026 para los demás conceptos.

La inversión empresarial se habría reducido en el segundo trimestre de 2026, en un contexto de encarecimiento de la energía y de elevada incertidumbre.

Tras un período de crecimiento robusto en el segundo semestre de 2025, la inversión sin construcción de la zona del euro (excluidos los volátiles productos de propiedad intelectual en Irlanda) aumentó un 0,6 %, en términos intertrimestrales, en el primer trimestre del año, lo que representa una moderación del dinamismo de la inversión (panel a del gráfico 7). La información más reciente disponible para el segundo trimestre muestra un panorama dispar. Por un lado, la producción industrial de bienes de equipo registró un avance intertrimestral del 1,1 % en abril y mayo, lo que probablemente refleje cierto adelanto del gasto en inversión, como también sugirieron los participantes en la encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone Survey) de julio. Por otro, los indicadores PMI de producción de bienes de equipo y de nuevos pedidos permanecieron en terreno contractivo en junio (en 49,8 en el primer caso y en 49,7 en el segundo), lo que apunta a la persistente debilidad de la inversión en activos tangibles, como maquinaria y bienes equipo. De cara al futuro, también es probable que el aumento de los costes de financiación y la persistencia de la incertidumbre geopolítica incidan negativamente en la inversión en capital físico en los próximos trimestres. En cambio, la evidencia disponible sugiere que la inversión en activos intangibles puede mantener una mayor capacidad de resistencia. La evidencia procedente de la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) muestra que, hasta ahora, el conflicto en Oriente Próximo ha tenido un impacto limitado en las expectativas de inversión de las empresas para los doce meses siguientes. Además, los participantes en la encuesta telefónica a empresas identificaron las tecnologías relacionadas con la IA como un motor clave de la inversión actual y

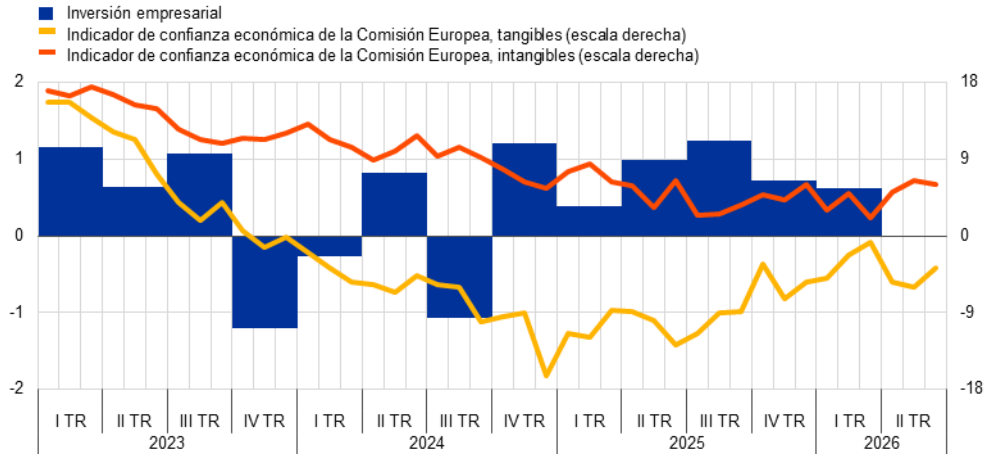
prevista, al tiempo que también manifestaron un renovado interés por la inversión en energías renovables y en electrificación debido a la guerra. En consonancia con la evidencia de que la incertidumbre tiende a afectar más a la inversión en capital físico que a la destinada a activos intangibles, como consecuencia de sus diferentes estructuras de financiación y costes de ajuste, parece que la inversión en intangibles es menos vulnerable al entorno actual de elevada incertidumbre[2].

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas

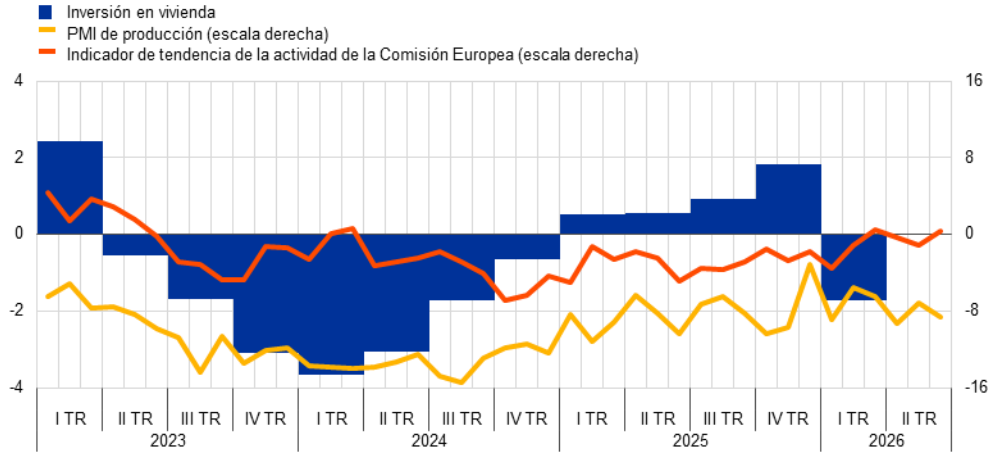
a) Inversión empresarial

(tasas de variación intertrimestral; saldos normalizados)



b) Inversión en vivienda

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



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, S&P Global Market Intelligence y cálculos del BCE.
Notas: Las líneas indican la evolución mensual, mientras que las barras representan los datos trimestrales. Los PMI están expresados en desviaciones respecto a 50. En el panel a, la inversión empresarial se mide por la inversión sin construcción, excluidos los activos intangibles en Irlanda. En cuanto a los indicadores de confianza, «tangibles» se refiere al sector de bienes de equipo (fabricantes de maquinaria y bienes de equipo tangibles), e «intangibles» es una media ponderada de los subsectores proveedores de productos de propiedad intelectual vinculados a la inversión, es decir, actividades de edición (NACE J58), programación, consultoría y otras actividades relacionadas con la informática (NACE J62) y servicios de información (NACE J63). En el panel b, la línea correspondiente al indicador de tendencia de la actividad de la Comisión Europea representa la media ponderada de la valoración de la tendencia de la actividad de los segmentos de construcción de edificios y actividades de construcción especializada en los tres meses anteriores, reescalada para presentar la misma desviación típica que el PMI. La línea correspondiente al PMI de producción se refiere a la actividad del sector de la vivienda. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 para la inversión y a junio de 2026 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

[2] Véase el artículo titulado «The cost of not knowing: how uncertainty weighs on the euro area economy» en este Boletín Económico.

La inversión en vivienda habría retornado a una senda de recuperación en el segundo trimestre de 2026, tras registrar una caída acusada en el primer trimestre. La inversión residencial se redujo un 1,7 %, en tasa intertrimestral, en el primer trimestre (panel b del gráfico 7), debido en parte a unas condiciones meteorológicas adversas. Al mismo tiempo, los costes de la construcción, persistentemente elevados, siguieron lastrando la actividad de construcción residencial. Tras el estallido del conflicto en Oriente Próximo, los precios de los insumos y las expectativas sobre los precios de venta de insumos de la construcción intensivos en energía, como el cemento y el hormigón, siguieron aumentando desde niveles ya elevados. Tras la firma del memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán, la confianza empezó a normalizarse en junio. En consonancia con esta evolución, el indicador de la Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada volvió a situarse en niveles positivos. Además, las carteras de pedidos de las empresas constructoras mejoraron de forma acorde con el número creciente de visados de obra nueva en el primer trimestre de 2026, lo que apunta a la solidez de la demanda subyacente. En conjunto, estas condiciones favorables de demanda sugieren que la inversión en vivienda continúa su recuperación gradual tras la caída registrada en el primer trimestre, pese a la persistencia de presiones de costes y a unos indicadores de actividad que aún muestran debilidad.

La reciente mejora de las exportaciones a países no pertenecientes a la zona del euro parece frágil, y los indicadores adelantados apuntan a una renovada debilidad y al aumento de las presiones sobre los precios de importación en los próximos meses. Las exportaciones reales de bienes a estos países se incrementaron un 1,8 % en los tres meses transcurridos hasta abril con respecto al período de tres meses precedente, mientras que las importaciones reales crecieron un 0,3 %. Sin embargo, el avance de las exportaciones refleja, en gran medida, un efecto de base tras una evolución particularmente débil a finales de 2025, y aún no apunta a un fortalecimiento generalizado del dinamismo de la actividad exportadora. De cara a los próximos meses, los indicadores coyunturales señalan una renovada debilidad. Los indicadores PMI permanecieron en terreno contractivo en mayo y junio, con una fragilidad más pronunciada en los servicios que en las manufacturas. Las exportaciones siguen viéndose respaldadas por la acumulación de existencias por motivos de precaución, en un contexto de preocupación por la disponibilidad de suministros y por las presiones inflacionistas. El descenso de los precios de importación de la zona del euro, que comenzó en abril de 2025 y fue generalizado entre los distintos socios comerciales, parece haber llegado a su fin, principalmente como consecuencia del encarecimiento de la energía. Se espera que las presiones sobre los precios de importación se amplíen en los próximos meses, debido en parte al aumento de los precios de importación de China, aunque estos permanecen en niveles inferiores a los observados a finales de 2024.

Las perspectivas de la zona del euro siguen siendo muy inciertas debido a las tensiones geopolíticas actuales y a la intensificación de la volatilidad de los precios del petróleo. Una perturbación prolongada en el suministro de energía podría hacer que los precios del petróleo se mantengan en niveles más altos durante más tiempo, lo que reduciría las rentas reales en mayor medida y elevaría

los costes de producción, lastrando el consumo y la inversión. Una intensificación de las disrupciones en el comercio podría debilitar adicionalmente el crecimiento. La guerra de Rusia contra Ucrania sigue siendo otra fuente importante de incertidumbre. En cambio, el crecimiento podría ser mayor de lo previsto si los mercados energéticos se ajustaran con más rapidez de lo esperado actualmente. El aumento previsto del gasto en defensa e infraestructuras, y las reformas orientadas a mejorar la productividad y completar el mercado único, así como la adopción de nuevas tecnologías por parte de las empresas de la zona del euro, también podrían proporcionar un respaldo adicional a la actividad económica.

3 Precios y costes

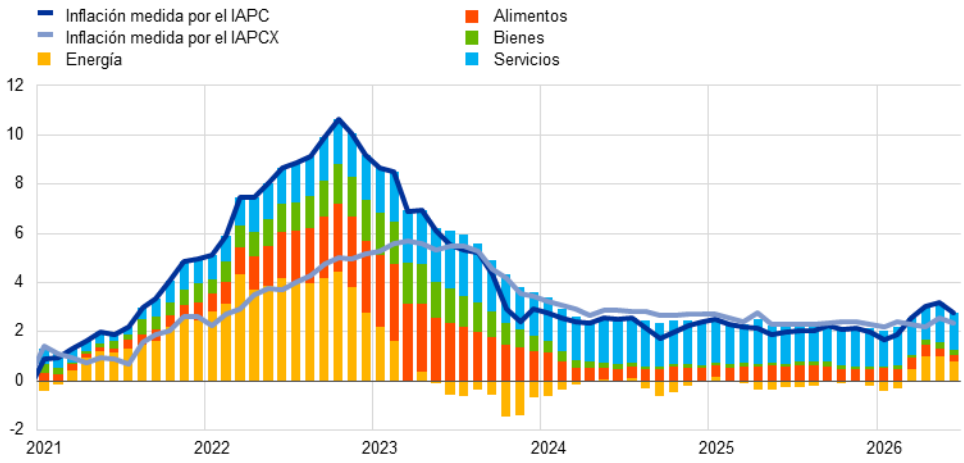
La inflación general interanual de la zona del euro se redujo hasta el 2,8 % en junio de 2026, desde el 3,2 % registrado en mayo, como consecuencia de la disminución de todos los componentes. Aunque la evolución de la inflación subyacente ha seguido siendo contenida, los efectos de la perturbación energética aún no se han materializado plenamente. El avance interanual de la remuneración por asalariado descendió hasta el 3,5 % en el primer trimestre de 2026, desde el 3,8 % del trimestre precedente. El crecimiento de los salarios negociados y los indicadores adelantados, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, continúan apuntando a un avance moderado de los salarios en los próximos trimestres. Las expectativas de inflación a más corto plazo se mantienen en niveles elevados. La mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo se sitúan en niveles próximos al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en torno al objetivo a medio plazo.

La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se redujo hasta el 2,8 % en junio de 2026, desde el 3,2 % registrado en mayo (gráfico 8). Esta evolución refleja un descenso acusado de la tasa de variación de los precios de la energía, así como la disminución del ritmo de avance de los precios de los alimentos y de la inflación medida por el IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). En el segundo trimestre de 2026, la inflación general de la zona del euro se situó en el 3 %, 0,2 puntos porcentuales por debajo del nivel previsto en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026.

Gráfico 8

Inflación general y sus principales componentes

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: «Bienes» se refiere a los bienes industriales no energéticos. «IAPCX» es el IAPC sin energía ni alimentos. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2026.

La tasa de variación de los precios de la energía se redujo de forma notable en junio y se situó en el 8,5 %, frente al 10,8 % registrado en mayo. Esta reducción fue atribuible fundamentalmente al descenso intermensual de dichos precios (1,8 %), debido a la caída de los precios de los combustibles para transporte en un contexto de abaratamiento del petróleo asociado a la mejora de las perspectivas de resolución de la guerra en Oriente Próximo observada en junio. La menor tasa de crecimiento interanual de los precios de los combustibles para transporte se vio contrarrestada solo en parte por el aumento de la tasa de avance interanual de los precios del gas y de la electricidad. La inflación medida por el IAPC, excluidos la energía, también disminuyó, desde el 2,4 % de mayo hasta el 2,2 % en junio.

La inflación de los alimentos descendió desde el 1,9 % en mayo hasta el 1,5 % en junio. Esta evolución refleja el descenso de las tasas de variación de los precios de los alimentos no elaborados y de los alimentos elaborados. En el primer caso, esta tasa se redujo desde el 4 % en mayo hasta el 3,1 % en junio, mientras que en el caso de los alimentos elaborados cayó desde el 1,1 % hasta el 0,9 % en ese mismo período. En general, los efectos indirectos de la reciente perturbación de los precios de la energía sobre la inflación de los alimentos parecen ser limitados por ahora. En cambio, las actuales condiciones meteorológicas adversas —las olas de calor estivales y la formación de El Niño (un patrón climático recurrente que altera las condiciones meteorológicas en todo el mundo y aumenta la probabilidad de se produzcan inundaciones, sequías y olas de calor)— pueden plantear riesgos al alza para las perspectivas de inflación.

La inflación medida por el IAPCX se moderó hasta situarse en el 2,4 % en junio, desde el 2,6 % de mayo. Esta desaceleración se debe a las menores tasas de variación de los precios de los servicios (el 3,2 % en junio, frente al 3,5 % registrado en mayo) y de los bienes industriales no energéticos (BINE) (el 0,7 % en junio, frente al 0,9 % en el mes precedente). El descenso de la inflación de los servicios tuvo su origen principalmente en la caída de los precios de los servicios de transporte y de las actividades recreativas derivada del menor dinamismo de los precios en junio tras el incremento de los precios del combustible para el transporte aéreo y del impulso recibido por el turismo en mayo como consecuencia del mayor número de días festivos. El reducido ritmo de avance de la inflación de los BINE observado en junio refleja sobre todo la acusada disminución de la tasa de crecimiento de los precios de los bienes semiduraderos y, en menor medida, de la de los bienes duraderos.

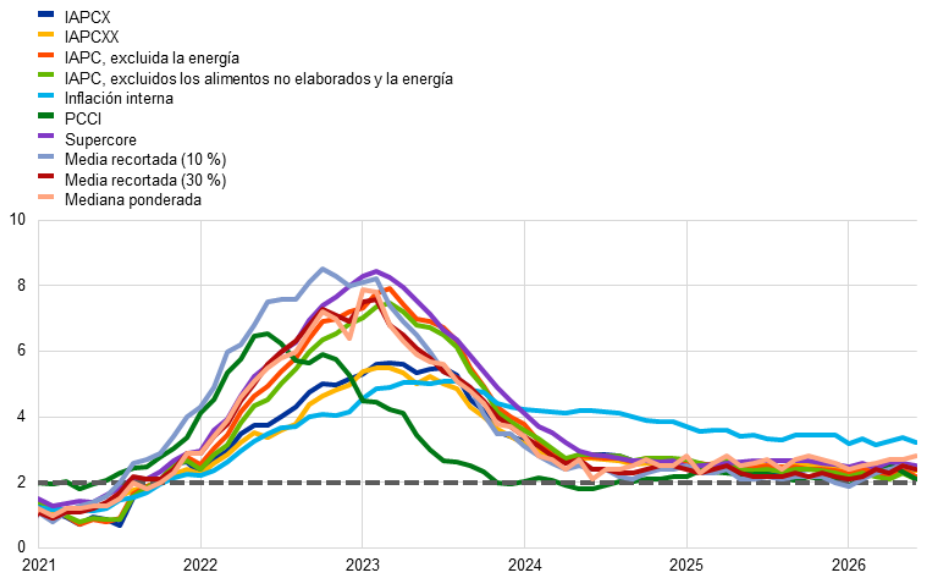
Casi todos los indicadores de la inflación subyacente descendieron en junio en comparación con el mes anterior (gráfico 9). En junio, estos indicadores fluctuaron entre el 2,1 % y el 2,5 %. La mayor parte de los indicadores basados en la exclusión de componentes se redujeron entre 0,1 puntos porcentuales y 0,2 puntos porcentuales, excepto el IAPC, excluidos la energía y los alimentos, los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado (IAPCXX), que se mantuvo en el 2,4 %, y la mediana ponderada, que experimentó un repunte. Por lo que respecta a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) disminuyó hasta situarse en el 2,1 % en junio, desde el 2,3 % de mayo, y el indicador Supercore (inflación

«supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, se redujo hasta el 2,5 %, desde el 2,6 %. La inflación interna, que abarca componentes con un contenido importador bajo, también se moderó en junio y se situó en el 3,2 %, frente al 3,4 % de mayo. En conjunto, los datos más recientes obtenidos de los indicadores de la inflación subyacente señalan que las presiones inflacionistas subyacentes se están estabilizando en líneas generales.

Gráfico 9

Indicadores de la inflación subyacente

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El IAPCX es el IAPC, excluidos la energía y los alimentos; el IAPCXX es el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado; el PCCI es el componente común y persistente de la inflación. La línea discontinua gris representa el objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2026.

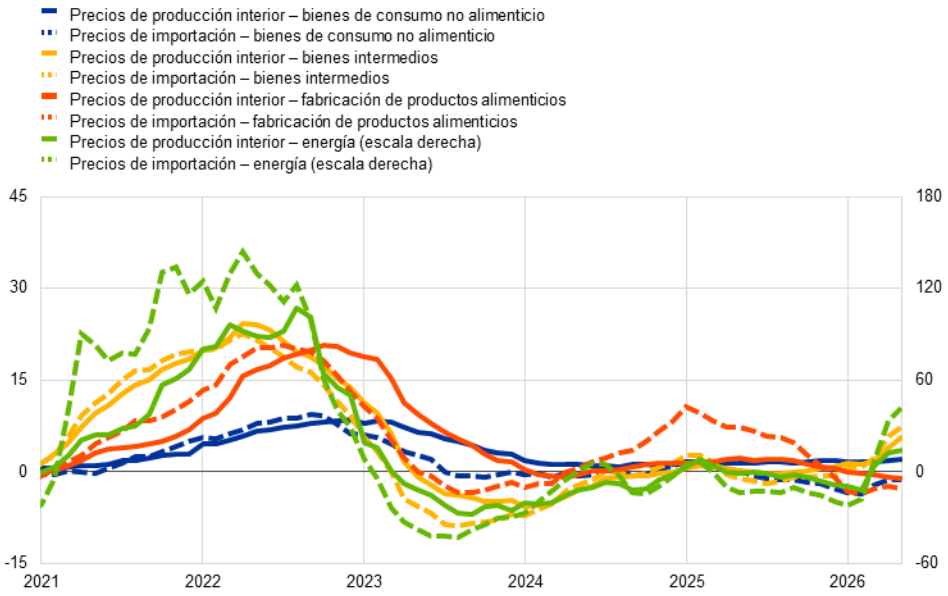
Las presiones inflacionistas latentes siguieron aumentando en las primeras fases del proceso de formación de precios, pero aún se mantienen contenidas en las fases posteriores (gráfico 10). En las fases iniciales de este proceso, la tasa de variación de los precios de producción de la energía se incrementó 1,5 puntos porcentuales en mayo y se situó en el 14 % en términos interanuales. Del mismo modo, la tasa de crecimiento interanual de los precios de importación de la energía registró un ascenso de 8,5 puntos porcentuales hasta situarse en el 41,6 %. Pese a ser sustanciales, estos aumentos fueron inferiores a los registrados en abril, mes en el que la inflación de los precios de producción y de importación de la energía experimentó un alza de 8,5 puntos porcentuales y 25,8 puntos porcentuales, respectivamente. En cuanto a los bienes intermedios, el ritmo de avance tanto de los precios de producción interior como de los precios de importación repuntó en mayo hasta situarse en el 5,5 % y el 7,4 %, respectivamente. En las fases posteriores del proceso de formación de precios, las presiones latentes sobre los bienes de consumo no alimenticio apenas experimentaron cambios: la tasa de crecimiento de los precios de producción interior aumentó hasta el 2,1 % y la de los precios de importación siguió siendo negativa (−1,2 %). La inflación de los precios de producción de los alimentos elaborados también permaneció en terreno negativo

(−1 %), al igual que la de sus precios de importación, que se situó en el −2,6 % en mayo. Dado que los últimos datos disponibles son anteriores a la firma del memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán en junio de 2026 y a la posterior reintensificación del conflicto, la evolución de los precios de producción y de importación sigue sujeta a una incertidumbre elevada.

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2026.

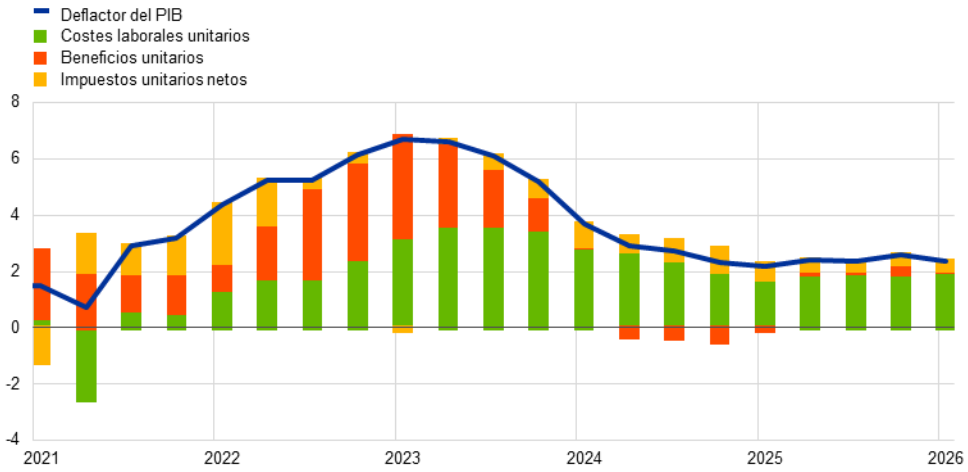
Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, disminuyeron hasta situarse en el 2,4 % (el 2,5 % si se excluyen los datos volátiles de Irlanda) en el primer trimestre de 2026 (gráfico 11). El descenso del deflactor del PIB obedece a la menor contribución de los beneficios unitarios, que se vio solo parcialmente contrarrestada por la mayor aportación de los costes laborales unitarios, mientras que la de los impuestos unitarios no varió. Los costes laborales unitarios aumentaron un 3,6 % en el primer trimestre de 2026, desde el 3,4 % del cuarto trimestre de 2025. Esta evolución refleja la caída de la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo, que pasó a ser negativa (desde el 0,3 % hasta el −0,1 %), pero se vio ligeramente amortiguada por la disminución de la tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado (desde el 3,8 % hasta el 3,5 %). La reducción de esta tasa tuvo su origen en el menor crecimiento de los salarios negociados, que fue del 2,5 % en el primer trimestre de 2026, en comparación con el 2,9 % en el cuarto trimestre de 2025, mientras que, en ese mismo período, el componente de deriva salarial se incrementó hasta situarse en 1,5 puntos porcentuales, frente a 1,3 puntos porcentuales. No obstante, si se excluyen los datos volátiles de Irlanda, la contribución de los beneficios unitarios no registró variaciones, mientras que la de los costes laborales unitarios disminuyó (desde el 2 % hasta el 1,7 %). El crecimiento de los costes laborales unitarios excluidos los datos de Irlanda

descendió (desde el 3,4 % hasta el 2,9 %) como consecuencia del ligero aumento del avance de la productividad del trabajo (hasta el 0,5 %, frente al 0,4 %) y de la caída de la remuneración por asalariado (desde el 3,8 % hasta el 3,4 %). De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que se han actualizado con datos sobre convenios colectivos negociados hasta la primera semana de julio de 2026— señalan que el crecimiento de los salarios negociados se mantendrá prácticamente estable en el 2,6 % en 2026 y en el 2,7 % en el primer trimestre de 2027[3]. Otros indicadores de opinión apuntan a una moderación del crecimiento salarial, como los resultados de la encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone Survey) del BCE, en la que los encuestados esperaban que el avance de los salarios se ralentizara desde el 3,1 % en 2025 hasta el 2,5 % en 2026 y el 2,4 % en 2027[4].

Gráfico 11

Descomposición del deflactor del PIB

(tasas de variación interanual; contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: La remuneración por asalariado contribuye de forma positiva a las variaciones de los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026.

La mayor parte de las expectativas de inflación a más corto plazo de los expertos en previsión económica, de los analistas de política monetaria y de los consumidores disminuyeron en junio de 2026, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo basadas en encuestas no variaron. Las expectativas de inflación a corto plazo para 2026 obtenidas de la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de julio de 2026 se situaron en el 2,7 % (lo que supone un descenso con respecto al 2,9 % de la encuesta de junio de 2026), al igual que las basadas en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al tercer trimestre de 2026 (sin variación con respecto al trimestre de 2026). Tanto la SMA como la EPE apuntan a un descenso adicional en 2027, hasta el 2,2 % (panel a del gráfico 12).

[3] Para información más detallada, véase «El indicador principal del BCE de seguimiento de los salarios se sitúa en el 2,7 % en el primer trimestre de 2027 y señala una estabilización de las presiones de los salarios negociados», *nota de prensa*, BCE, 29 de julio de 2026.

[4] Para más información, véase el recuadro titulado «Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras» en este Boletín Económico.

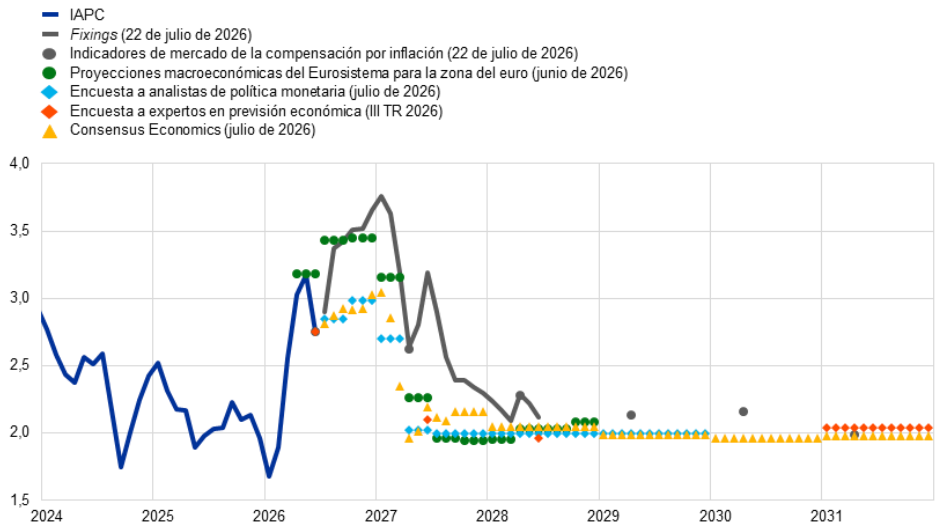
En cuanto a las percepciones y las expectativas de inflación a corto plazo de los consumidores, la tasa mediana de la inflación percibida en los doce meses anteriores se redujo hasta el 3,6 % en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de junio de 2026, frente al 4 % de mayo (panel b del gráfico 12). Las tasas medianas de la inflación esperada a uno y tres años vista disminuyeron y se situaron en el 3 % y el 2,8 %, respectivamente, desde el 3,5 % y el 2,9 % de mayo. La tasa mediana de la inflación esperada a cinco años vista se mantuvo en el 2,4 %. Por lo que respecta a las expectativas de inflación a más largo plazo, las tasas medianas de la SMA y de la EPE permanecieron en el 2 % (panel a del gráfico 12).

Gráfico 12

Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

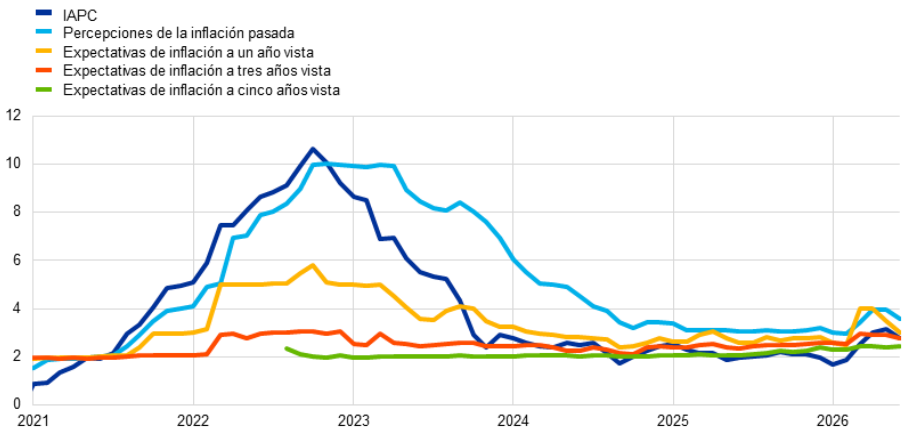
a) Inflación general, indicadores de mercado de la compensación por inflación, proyecciones de inflación e indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(tasas de variación interanual)



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

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat, LSEG, Consensus Economics, BCE (SMA, EPE, CES), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026, y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a, la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación se basa en el tipo *spot* del *swap* de inflación a un año, el tipo *forward* a un año dentro de un año, el tipo *forward* a un año dentro de dos años, el tipo *forward* a un año dentro de tres años y el tipo *forward* a un año dentro de cuatro años. Las últimas observaciones relativas a la serie de indicadores de mercado de la compensación por inflación y a los *fixings* corresponden al 22 de julio de 2026. Los *inflation fixings* son contratos de *swaps* vinculados a publicaciones mensuales específicas de la inflación interanual medida por el IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco. La SMA correspondiente a julio de 2026 se llevó a cabo entre el 6 y el 8 de julio de 2026. La encuesta EPE correspondiente al tercer trimestre de 2026 se realizó entre el 1 y el 6 de julio de 2026. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics fue el 13 de julio de 2026. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026 se finalizaron el 27 de mayo de 2026 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 21 de mayo de 2026. En el panel b, las líneas referentes a la encuesta sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) representan las tasas medianas. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2026.

En el período de referencia comprendido entre el 11 de junio y el 22 de julio, los indicadores de mercado de la compensación por inflación a corto plazo descendieron, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo basadas en indicadores de mercado se mantuvieron firmemente ancladas (panel a del gráfico 12). Los precios de la energía fluctuaron debido a la evolución

del conflicto en Oriente Próximo, lo que generó volatilidad en las valoraciones de las perspectivas de inflación. Los inflation *fixings*, que son contratos de *swaps* vinculados al IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, disminuyeron en el horizonte a corto plazo, aunque siguen señalando que los inversores esperan que la inflación se mantenga en niveles elevados durante el próximo año antes de moderarse y situarse en niveles próximos al objetivo del BCE del 2 % a mediados de 2027. Más allá del corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año se incrementó 8 puntos básicos y se situó aproximadamente en el 2,28 % al final del período analizado. No obstante, si se ajustan por las primas de riesgo de inflación, el mismo indicador se redujo 3 puntos básicos hasta situarse en el 1,99 % al final del período de referencia. Las expectativas de inflación a más largo plazo basadas en indicadores de mercado, según se refleja en el tipo *swap* de inflación a cinco años dentro de cinco años, permanecieron firmemente ancladas en torno al 2 % una vez ajustadas por las primas de riesgo de inflación.

4 Evolución de los mercados financieros

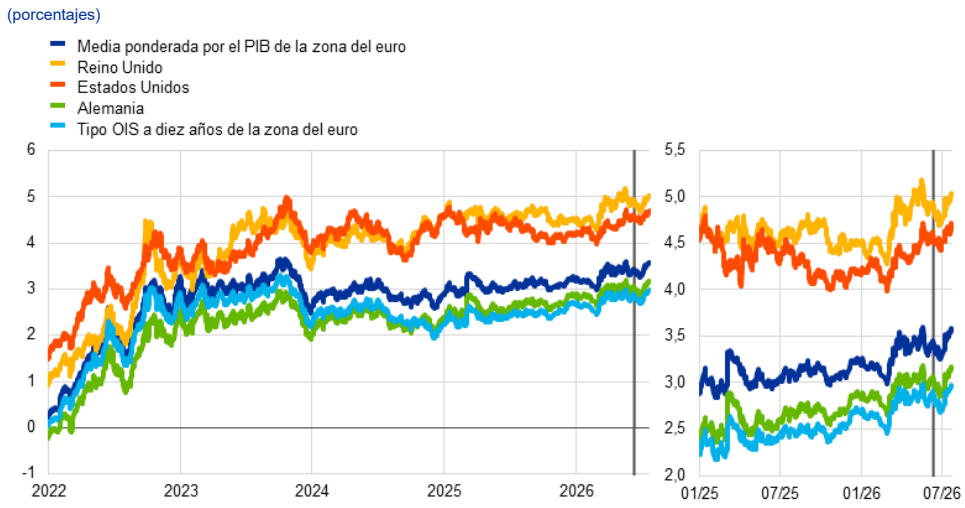
En el período de referencia, comprendido entre el 11 de junio y el 22 de julio de 2026, los mercados financieros de la zona del euro reaccionaron de forma positiva al memorando de entendimiento acordado entre Estados Unidos e Irán, antes de revertir su trayectoria cuando las tensiones entre ambos países se reintensificaron. La subida de los tipos de interés anunciada por el Consejo de Gobierno el 11 de junio fue ampliamente anticipada y se transmitió plenamente a los mercados monetarios y a los mercados de capitales más en general. Al final *del período, la curva* forward *del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) descontaba subidas acumuladas de los tipos de interés oficiales de unos 40 puntos básicos para el final de 2026, un nivel similar al descontado al inicio del período analizado. Los tipos de interés y los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo se mantuvieron sin cambios, en general, de modo que los tipos* forward *reales y los diferenciales soberanos con respecto a los tipos libres de riesgo también permanecieron prácticamente estables. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia como consecuencia de las perspectivas positivas de beneficios a largo plazo, aunque las fluctuaciones en el sentimiento hacia la inteligencia artificial (IA) provocaron cierta volatilidad durante el período considerado. Los diferenciales de los bonos corporativos se redujeron ligeramente tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento. En los mercados de divisas, el euro se depreció algo frente al dólar estadounidense (−1,1 %) y se mantuvo mayormente estable en términos efectivos nominales (−0,4 %).*

Los tipos de interés libres de riesgo a corto plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia, mientras que los tipos libres de riesgo a más largo plazo prácticamente no variaron. A raíz de la decisión de subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en 25 puntos básicos adoptada por el Consejo de Gobierno en su reunión del 11 de junio de 2026, el tipo de interés de referencia €STR se situó en el 2,2 % al final del período analizado. El exceso de liquidez se redujo en torno a 55 mm de euros y se situó en 2.161 mm de euros, principalmente como consecuencia de la disminución sostenida de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria. Tras descender entre las reuniones del Consejo de Gobierno de abril y de junio a medida que las tensiones en Oriente Próximo disminuían, los tipos *forward* a corto plazo continuaron cayendo después de la firma del memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán el 17 de junio. Sin embargo, posteriormente comenzaron a aumentar de nuevo con la reanudación de las hostilidades. Al final del período de referencia, la curva *forward* del €STR apuntaba a subidas acumuladas de los tipos de interés de unos 40 puntos básicos para el final de 2026, un nivel similar al que se descontaba al inicio de ese período. En horizontes posteriores al cierre de 2026, al final del período de referencia los tipos *forward* del €STR habían aumentado ligeramente con respecto al comienzo de dicho período. El tipo OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años registró un alza de 12 puntos básicos durante el período analizado y se situó en el 3 %.

En general, los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron ligeramente durante el período de referencia, y los diferenciales con respecto a los tipos de interés libres de riesgo apenas variaron (gráfico 13). El rendimiento de la deuda soberana a diez años de la zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 18 puntos básicos y al final del período analizado se situaba en torno al 3,6 %. Los rendimientos de la deuda soberana a diez años de los países la zona del euro siguieron, en líneas generales, la evolución del tipo OIS libre de riesgo, y la dispersión entre países de los diferenciales soberanos con respecto a los tipos libres de riesgo se mantuvo en niveles históricamente reducidos pese al entorno de incertidumbre. El rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos registró un alza de unos 20 puntos básicos y se situó en el 4,7 %. En el Reino Unido, el rendimiento de la deuda pública al mismo plazo fluctuó algo durante el período de referencia y cerró dicho período con un incremento de alrededor de 5 puntos básicos, en el 5 %.

Gráfico 13

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



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (11 de junio de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 22 de julio de 2026.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro se anotaron ganancias en el período de referencia gracias a las perspectivas positivas de beneficios, pero se observó cierta volatilidad durante dicho período debido a las fluctuaciones en el sentimiento hacia la IA. En conjunto, los mercados bursátiles de la zona del euro registraron un avance del 3,3 % durante el período analizado, con una revalorización del 0,4 % del subíndice de las sociedades no financieras (SNF) y del 14,7 % en el caso de las cotizaciones del sector bancario. Las acciones de los bancos se vieron impulsadas por la subida de los tipos de interés oficiales acordada por el Consejo de Gobierno el 11 de junio y posteriormente estuvieron respaldadas por los efectos favorables del memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán, así como por los buenos resultados del segundo trimestre presentados por los bancos estadounidenses gracias a la pujanza de la actividad de negociación. En Estados Unidos, el índice bursátil amplio aumentó un 1,4 %, y las SNF y el sector

bancario registraron subidas del 0,7 % y el 8,1 %, respectivamente. Al margen de los efectos macroeconómicos relacionados con las expectativas más favorables de inflación a corto plazo y de política monetaria, el principal determinante de la volatilidad de los mercados bursátiles a ambos lados del Atlántico fue el sentimiento hacia la IA. Dado que los beneficios potenciales de la IA se materializarán en un futuro lejano, los análisis de mercado apuntan cada vez más a los riesgos especulativos asociados a las cuantiosas inversiones en IA.

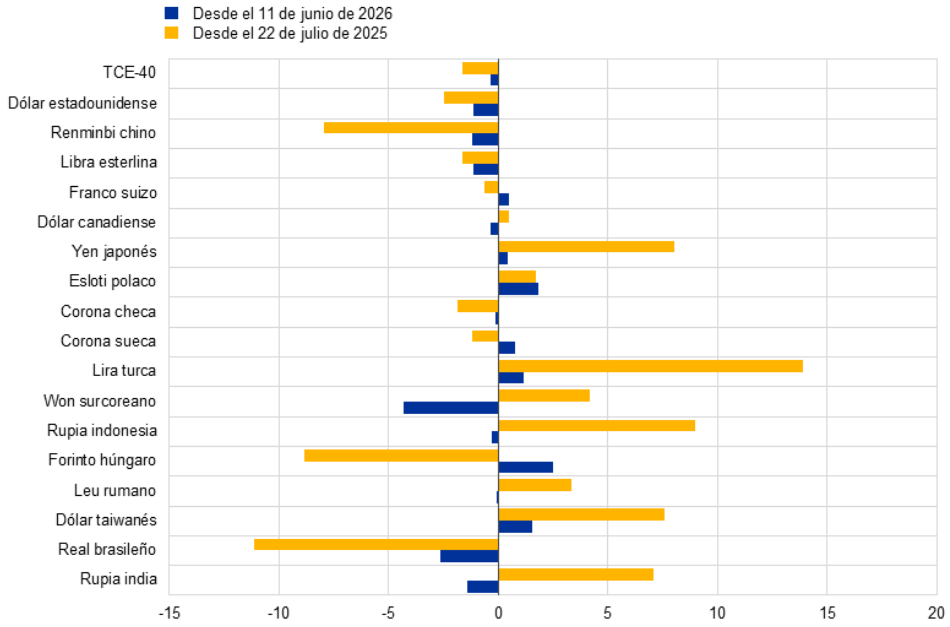
En los mercados de renta fija privada, los diferenciales de los bonos de la zona del euro con calificación de grado de inversión y de alto rendimiento se estrecharon durante el período analizado y retornaron a los niveles anteriores a la guerra. La reducción de los diferenciales de los valores de renta fija privada de la zona reflejó la mejora del apetito por el riesgo tras el deterioro provocado por el estallido de la guerra en Oriente Próximo. El descenso fue más pronunciado en el segmento de alto rendimiento, en el que los diferenciales se redujeron unos 20 puntos básicos. Los diferenciales del segmento de grado de inversión disminuyeron alrededor de 2 puntos básicos y 3 puntos básicos en el caso de las SNF y del sector financiero, respectivamente.

En los mercados de divisas, el euro se depreció frente al dólar estadounidense, pero se mantuvo más estable en términos efectivos nominales (gráfico 14). El tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— permaneció mayormente estable durante el período analizado (−0,4 %), aunque siguió situándose por debajo de los niveles previos a la guerra. Esta estabilidad relativa reflejó movimientos en gran medida compensatorios frente a varias de dichas monedas. El euro perdió valor frente al dólar estadounidense (−1,1 %) y el renminbi chino (−1,2 %). La fortaleza del dólar se vio respaldada principalmente por el cambio en las expectativas de los mercados hacia un endurecimiento de la política monetaria por parte de la Reserva Federal, así como por la solidez de los datos macroeconómicos de Estados Unidos. El euro también se debilitó frente a la libra esterlina (−1,1 %), el won surcoreano (−4,3 %) y el real brasileño (−2,7 %). En cambio, se apreció frente al esloti polaco (+1,8 %) y el forinto húngaro (+2,5 %).

Gráfico 14

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

(tasas de variación)



Fuente: Cálculos del BCE.
Notas: El TCE-40 es el tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro. Una variación positiva (negativa) corresponde a una apreciación (depreciación) del euro. Todas las variaciones se han calculado utilizando los tipos de cambio vigentes el 22 de julio de 2026.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

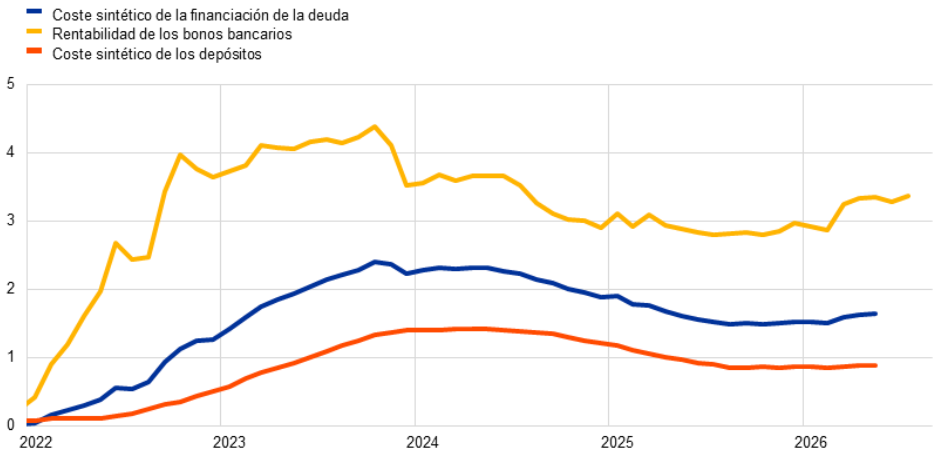
Los tipos de interés del crédito bancario concedido a las empresas se mantuvieron sin variación en mayo, en el 3,6 %, mientras que los aplicados a los préstamos hipotecarios subieron hasta el 3,5 %. En el período de referencia comprendido entre el 11 de junio y el 22 de julio de 2026, tanto el coste de los valores de renta fija emitidos por las sociedades no financieras como el coste de las acciones se incrementaron, impulsados por la mayor prima de riesgo bursátil y por el alza de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo. El crecimiento de los préstamos a empresas se elevó en mayo hasta situarse en el 4 %, mientras que el de los préstamos a hogares repuntó hasta el 3,1 %. La tasa de avance interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó hasta el 3,2 %. Según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de julio de 2026, las entidades señalaron un incremento ligero de la demanda de nuevos préstamos por parte de las empresas como consecuencia del endurecimiento moderado de los criterios de aprobación del crédito en el segundo trimestre de 2026. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda descendió de forma notable, y la de crédito para consumo, levemente, al tiempo que *los criterios de aprobación de los préstamos a hogares se endurecieron. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al segundo trimestre de 2026, que se llevó a cabo entre el 21 de mayo y el 26 de junio de 2026, las empresas señalaron un aumento de los tipos de interés bancarios, así como un endurecimiento continuado de otras condiciones del crédito.*

Los costes de financiación de las entidades de crédito permanecieron estables en mayo. El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se mantuvo sin cambios en el 1,6 % en mayo (gráfico 15). Después del estallido de la guerra en Oriente Próximo el 28 de febrero, la rentabilidad de los bonos bancarios se incrementó en torno a 70 puntos básicos, antes de estabilizarse a finales de abril y de seguir fluctuando justo por debajo del 3,5 %. El tipo de interés sintético de los depósitos, que mide el coste marginal de la financiación mediante depósitos bancarios, permaneció sin variación en el 0,9 % en mayo. Los tipos de interés de los depósitos a plazo aumentaron ligeramente, mientras que los tipos interbancarios y los aplicados a los depósitos a la vista y a las cuentas de ahorro no experimentaron cambios.

Gráfico 15

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

(porcentajes anuales)



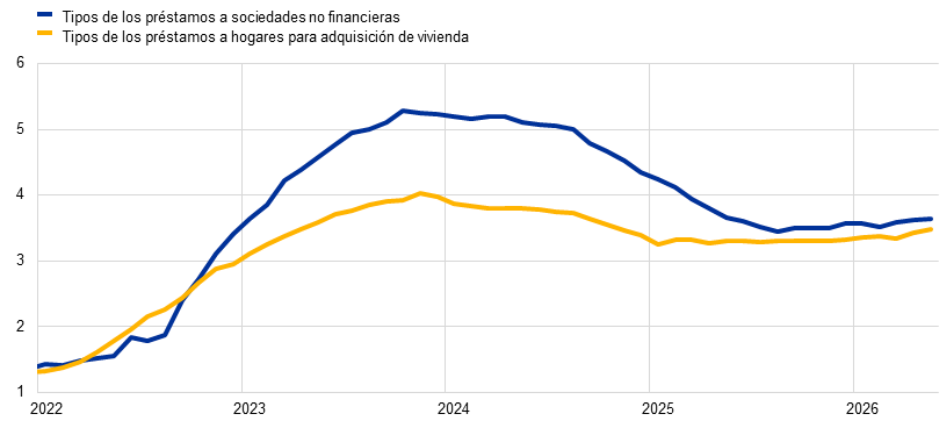
Fuentes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC y/o sus filiales, y cálculos del BCE.
Notas: El coste sintético de la financiación de la deuda es una media de los costes para las entidades de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, ponderada por los correspondientes saldos vivos. El coste sintético de los depósitos se calcula como la media de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos a plazo y depósitos con preaviso, ponderada por los correspondientes saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2026 para el coste sintético de la financiación de la deuda y el coste sintético de los depósitos y al 22 de julio de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los tipos de interés de los préstamos bancarios a empresas se mantuvieron estables en mayo, mientras que los aplicados a los concedidos a los hogares registraron un ligero aumento (gráfico 16). El coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras permaneció prácticamente sin cambios en el 3,6 % en mayo, alrededor de 160 puntos básicos por debajo del máximo alcanzado en octubre de 2023. Los tipos de interés de los préstamos con períodos de fijación a medio plazo (entre uno y cinco años) se incrementaron, mientras que los aplicados a los préstamos con otros períodos de fijación no variaron. El diferencial de tipos entre los créditos de hasta un millón de euros y los créditos de más de un millón de euros otorgados a las empresas aumentó algo más (11 puntos básicos), como consecuencia de los tipos más elevados de los primeros, aunque el incremento se mantuvo contenido en términos históricos. El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda repuntó hasta situarse en el 3,5 % en mayo (frente al 3,4 % observado en abril), todavía en torno a 60 puntos básicos por debajo de su máximo de noviembre de 2023. El alza refleja un ascenso modesto de los tipos de interés de los préstamos a corto y medio plazo, mientras que los aplicados a los préstamos a plazos más largos fueron estables.

Gráfico 16

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

(porcentajes anuales)



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

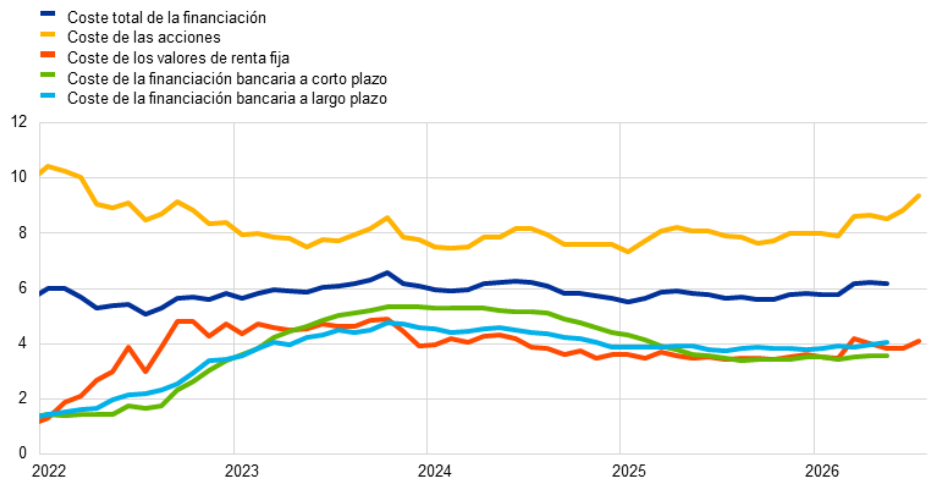
En el período de referencia comprendido entre el 11 de junio y el 22 de julio de 2026, el coste de los valores de renta fija emitidos por las empresas y el de las acciones aumentaron. El coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— se mantuvo en el 6,2 % en mayo de 2026 por tercer mes consecutivo (gráfico 17)[5]. El ligero descenso del coste de la financiación mediante acciones y mediante valores de renta fija se vio contrarrestado por un incremento del coste de la financiación bancaria a largo plazo. En el conjunto del período analizado, el coste de los valores de renta fija se elevó debido a los mayores tipos de interés libres de riesgo, que solo se vieron compensados, en parte, por una leve disminución de los diferenciales de los bonos corporativos, especialmente en el segmento de alto rendimiento (véase sección 4, «Evolución de los mercados financieros»). El coste de la financiación mediante acciones también aumentó durante el período de referencia, lo que fue atribuible, en primer lugar, a la mayor prima de riesgo bursátil y, en segundo, al alza de los tipos de interés libres de riesgo a largo plazo.

5 A causa del desfase en la disponibilidad de datos sobre el coste de la financiación bancaria, los datos sobre el coste total de la financiación de las sociedades no financieras solo están disponibles hasta mayo de 2026.

Gráfico 17

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

(porcentajes anuales)



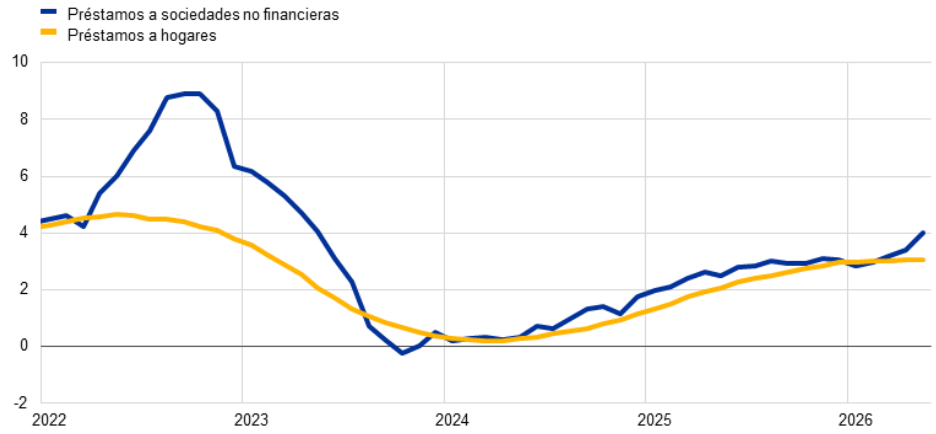
Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG y cálculos del BCE.
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se basa en datos mensuales y se calcula como la media de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), y los costes de los valores de renta fija y de las acciones (datos de fin de mes), ponderados por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 22 de julio de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a mayo de 2026 para el coste total de la financiación y el coste de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos mensuales).

El crecimiento de los préstamos a empresas se elevó en mayo y se vio contrarrestado en parte por el menor dinamismo de las emisiones de bonos corporativos, mientras que el avance de los préstamos a hogares repuntó ligeramente (gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a sociedades no financieras se incrementó hasta situarse en el 4 % en mayo, desde el 3,4 % observado en abril, todavía por debajo de su media histórica del 4,3 % desde el comienzo de 1999. La tasa de avance interanual de la financiación externa de la deuda de las empresas se elevó hasta el 3,9 % en mayo, desde el 3,7 % registrado en abril, debido al menor crecimiento de las emisiones netas de bonos corporativos, que cayó del 4,5 % al 3,4 %. El avance de los préstamos fue particularmente fuerte en los plazos más largos. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares se incrementó levemente hasta situarse en el 3,1 % en mayo, desde el 3 % de abril, permaneciendo también por debajo de su media histórica del 4,1 % desde el comienzo de 1999. Aunque el crecimiento del crédito hipotecario y para consumo siguió siendo sólido, los flujos mensuales de préstamos a hogares en mayo fueron más débiles que en los meses anteriores. El crédito a hogares para otros fines, incluido el concedido a empresarios individuales, mantuvo su falta de dinamismo en términos históricos. Según la última encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de mayo de 2026, la guerra en Oriente Próximo ha afectado negativamente a las expectativas de los hogares relativas al acceso al crédito.

Gráfico 18

Préstamos de las IFM en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



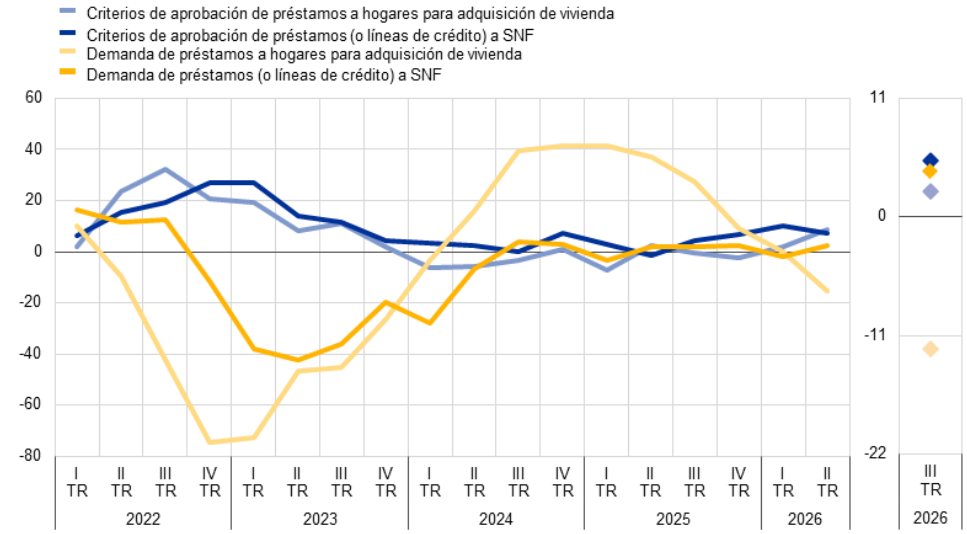
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocional de tesorería (*notional cash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

En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro **de julio de 2026, llevada a cabo entre el 15 y el 30 de junio del mismo año, las entidades de crédito señalaron que se había producido un nuevo endurecimiento moderado de los criterios de aprobación de los préstamos a empresas y un endurecimiento adicional de los aplicados a los préstamos a hogares para adquisición de vivienda en el segundo trimestre de 2026 (gráfico 19).** El endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos o líneas de crédito a empresas de la zona del euro fue más leve que en el primer trimestre y considerablemente menor de lo esperado anteriormente por las entidades. La mayor percepción de riesgos para las perspectivas económicas y la menor tolerancia al riesgo de las entidades de crédito volvieron a ser los factores que más contribuyeron a dicha evolución. El conflicto entre Estados Unidos e Irán continúa siendo una fuente de incertidumbre y las entidades revisan sus evaluaciones a medida que se van desarrollando los acontecimientos. Las respuestas a una pregunta abierta específica muestran que las entidades siguen prestando mucha atención a los riesgos y continúan realizando un estrecho seguimiento de los riesgos de crédito, especialmente en los sectores más expuestos. Además, algunas señalaron un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación a causa de las tensiones geopolíticas y de los desarrollos relacionados con la energía en el segundo trimestre. Las entidades indicaron un endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda y para consumo, debido sobre todo a la menor tolerancia al riesgo y a la mayor percepción de riesgos. De cara al tercer trimestre de 2026, las entidades de crédito de la zona del euro esperan un endurecimiento de los criterios de aprobación, que será más moderado en el caso de los préstamos a empresas, ligero en el de los préstamos para adquisición de vivienda y más acusado en el del crédito para consumo.

Gráfico 19

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

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



Fuente: BCE (encuesta sobre préstamos bancarios).
Notas: «SNF» corresponde a sociedades no financieras. En las preguntas sobre los criterios de aprobación de préstamos de la encuesta, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que contestaron «se han endurecido considerablemente» y «se han endurecido en cierta medida», y la suma de los porcentajes correspondientes a las respuestas «se han relajado en cierta medida» y «se han relajado considerablemente». En las preguntas sobre la demanda de préstamos, los «porcentajes netos» se definen como la diferencia entre la suma de los porcentajes de entidades que respondieron que la demanda «ha aumentado considerablemente» y «ha aumentado en cierta medida», y la suma de los porcentajes de entidades que contestaron que dicha demanda «ha disminuido en cierta medida» y «ha disminuido considerablemente». Los rombos indican las expectativas de las entidades de crédito en la encuesta más reciente. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

Las entidades señalaron que la demanda de préstamos por parte de las empresas había aumentado ligeramente, mientras que la de préstamos para adquisición de vivienda había disminuido de forma notable y la de crédito para consumo había experimentado una leve contracción en el segundo trimestre de 2026. El aumento de la demanda de préstamos por parte de las empresas fue inesperado, dado que las entidades habían previsto un descenso más pronunciado en la encuesta anterior. El incremento se vio favorecido por la mayor demanda para financiar existencias y capital circulante, por la demanda de inversión en capital fijo de las grandes empresas y por otras necesidades de financiación relacionadas con la financiación y la reestructuración de deuda. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda se redujo considerablemente, mientras que la de crédito para consumo experimentó una ligera disminución. El deterioro de la confianza de los consumidores y la evolución de los tipos de interés fueron el principal lastre para la demanda de préstamos para adquisición de vivienda, seguido del empeoramiento de las perspectivas del mercado de la vivienda. Otros factores relacionados con la promoción de unas condiciones de crédito atractivas y un mejor acceso a la solicitud de préstamos hipotecarios a través de canales digitales tuvieron un leve efecto positivo. Las variaciones de la demanda de préstamos para adquisición de vivienda fueron limitadas, pero más sustanciales de lo que las entidades habían previsto. La demanda de crédito para consumo siguió suavizándose, como consecuencia de la menor confianza de los consumidores y de la mayor debilidad del gasto en bienes duraderos, así como de una pequeña contribución negativa del nivel general de los

tipos de interés. Para el tercer trimestre de 2026, las entidades esperan que la demanda de préstamos de las empresas aumente de forma moderada en términos netos y que la de préstamos para adquisición de vivienda siga descendiendo, al tiempo que la de crédito para consumo no variaría.

El acceso de las entidades a la financiación experimentó un ligero deterioro adicional, mientras los riesgos para la calidad crediticia dieron lugar a un endurecimiento de los criterios de aprobación y los relacionados con consideraciones climáticas propiciaron una relajación. Según las respuestas de las entidades de crédito a las preguntas *ad hoc* de la encuesta, en el segundo trimestre de 2026, su facilidad de acceso a la financiación mediante valores de renta fija, a los mercados monetarios y a la financiación minorista volvió a deteriorarse, aunque solo levemente, mientras que permaneció casi sin variación en el caso de las titulizaciones. Las entidades esperan que, en los próximos tres meses, el acceso a la financiación mediante valores de renta fija, a la financiación minorista y a los mercados monetarios siga empeorando, pero que se mantenga sin cambios para las titulizaciones. Las entidades de crédito señalaron que las ratios de préstamos dudosos y otros indicadores de la calidad crediticia habían contribuido al endurecimiento neto de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo, pero apenas habían afectado a los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda. También indicaron que la mayor percepción de riesgos y la menor tolerancia al riesgo, así como, en una medida mucho menor, la presión procedente de los nuevos requerimientos supervisores o regulatorios y los costes relacionados con el saneamiento de los balances habían contribuido al endurecimiento neto. El mayor endurecimiento de los criterios de aprobación del crédito se observó en sectores como el del automóvil y en las manufacturas intensivas en energía. Para el tercer trimestre de 2026, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que la calidad crediticia propicie un endurecimiento adicional de los criterios de concesión de los préstamos a empresas y del crédito para consumo. Según las entidades, la demanda de préstamos había disminuido o se había mantenido prácticamente sin cambios en la mayoría de los sectores económicos. En el caso de los préstamos a empresas verdes y a empresas que están avanzando en la transición ecológica, las entidades de crédito de la zona del euro indicaron que el cambio climático había favorecido una relajación neta de los criterios de concesión de préstamos y había tenido un impacto positivo en la demanda de préstamos en los últimos doce meses, en comparación con un endurecimiento de los criterios de aprobación y una ligera disminución neta de la demanda de préstamos de empresas con altas emisiones sin planes creíbles de transición climática. Para los edificios con buena o alta eficiencia energética actual o prevista, las entidades indicaron que los factores relacionados con el clima habían contribuido a la relajación neta de los criterios de concesión de crédito y que, en el caso de los edificios con una eficiencia energética persistentemente baja, estos factores habían propiciado un endurecimiento de los criterios y habían tenido un efecto negativo en la demanda de préstamos.

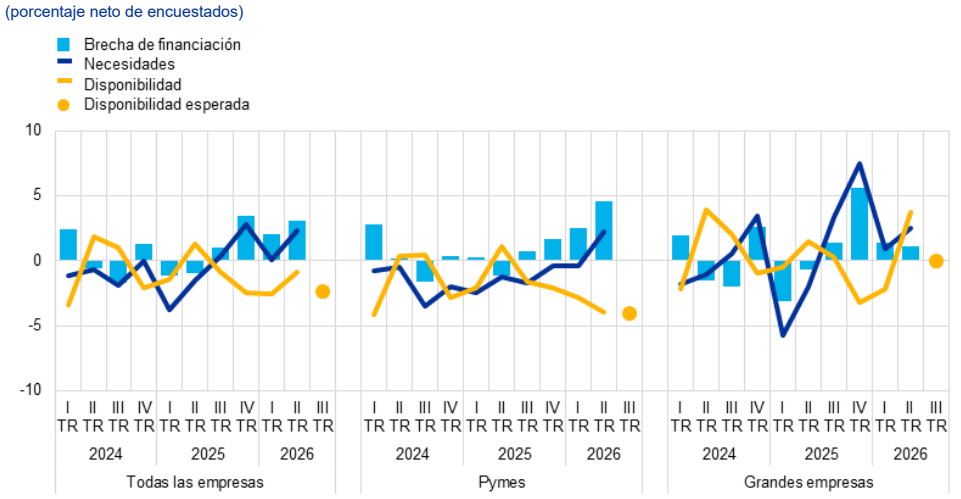
En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) **más reciente, realizada entre el 21 de mayo y el 26 de junio de 2026, las empresas señalaron un endurecimiento de las condiciones del**

crédito bancario en un contexto de aumento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito. En el segundo trimestre de 2026, un porcentaje neto del 42 % de las empresas manifestaron que los tipos de interés bancarios se habían incrementado, frente a un porcentaje neto del 26 % en el trimestre anterior. Las grandes empresas y las pequeñas y medianas empresas (pymes) indicaron percepciones similares con respecto a la subida de los tipos. Adicionalmente, las empresas también se enfrentaron a mayores costes de financiación distintos de intereses, aunque el ritmo de endurecimiento se había desacelerado según los encuestados.

Las empresas manifestaron que sus necesidades de préstamos bancarios habían aumentado ligeramente y que la disponibilidad percibida no había experimentado cambios en general, si bien las respuestas era divergentes entre las pymes y las grandes empresas (gráfico 20). En el segundo trimestre de 2026, un 2 % neto de las empresas indicaron que sus necesidades de financiación bancaria se habían incrementado (en comparación con un 0 % neto en el trimestre anterior), mientras que un 1 % neto señaló un descenso de la disponibilidad de préstamos bancarios (3 % en el trimestre anterior). Las respuestas fueron diferentes en función del tamaño de la empresa: las pymes señalaron una reducción adicional de la disponibilidad, mientras que las grandes empresas mencionaron un aumento. El indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios —un índice que capta la diferencia entre la variación de las necesidades y la disponibilidad— siguió siendo positivo para el 3 % neto de las empresas (frente al 2 % neto en el trimestre anterior), por lo que continúa señalando que las necesidades son mayores que la disponibilidad. Para más adelante, un 2 % neto de las empresas prevén una disminución de la disponibilidad de préstamos bancarios en los próximos tres meses, con expectativas más débiles entre las empresas que se han visto afectadas de forma más significativa por la guerra en Oriente Próximo (un 9 % neto esperaba un descenso).

Gráfico 20

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



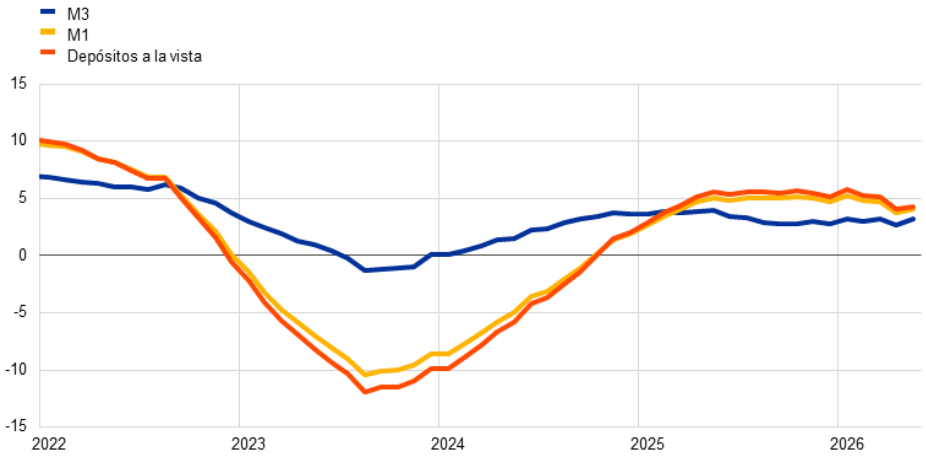
Fuentes: BCE (SAFE) y cálculos del BCE.
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (o necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el de aquellas que señalan una disminución de la disponibilidad en los tres últimos meses. El indicador de la variación percibida de la brecha de financiación adopta un valor de 1 (−1) si la necesidad aumenta (disminuye) y la disponibilidad disminuye (aumenta). Si las empresas perciben que ha aumentado (disminuido) solo uno de los dos componentes de la brecha de financiación, se asigna a la variable un valor de 0,5 (−0,5). Si el indicador es positivo, señala un incremento de la brecha de financiación. Los valores se multiplican por 100 para obtener saldos netos ponderados expresados como porcentajes. La disponibilidad esperada se ha desplazado un período hacia delante para poder hacer una comparación directa con los datos observados. Las cifras se refieren a las ediciones 30 a 39 de la encuesta SAFE (entre enero-marzo de 2024 y abril-junio de 2026).

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) aumentó en mayo, en un entorno de mayor volatilidad de las entradas del exterior a la zona del euro (gráfico 21). La tasa de avance interanual de M3 repuntó hasta situarse en el 3,2 % en mayo, desde el 2,7 % observado en abril, retornando al nivel registrado en marzo. Este repunte se vio apoyado por la reversión de las entradas netas del exterior tras las considerables salidas de abril. El avance del agregado monetario amplio se ha mantenido próximo a estos niveles desde agosto de 2025, muy por debajo de su media histórica del 5,2 % observada desde el comienzo de 1999. Sin embargo, ha mostrado una mayor volatilidad en los últimos meses, debido principalmente a las fluctuaciones mensuales de los depósitos de los intermediarios financieros no bancarios. La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye los instrumentos más líquidos, en concreto efectivo en circulación y depósitos a la vista— se incrementó modestamente, desde el 3,8 % en abril hasta el 4 % en mayo, como consecuencia de las cuantiosas salidas de depósitos de todos los sectores, sobre todo de las empresas. En lo que respecta a las contrapartidas, el crédito interno ha desempeñado un papel más importante en la creación de dinero desde el estallido de la guerra en Oriente Próximo. En cambio, la reducción continuada del balance del Eurosistema siguió lastrando el avance de M3.

Gráfico 21

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden a mayo de 2026.

Recuadros

1 La brecha de capital riesgo y la financiación de las empresas de alto crecimiento en Europa

Adam Baumann, Zakaria Gati, Francesca Vinci y Gerome Wolf

Un mercado de capital riesgo más profundo e integrado podría ayudar a la Unión Europea (UE) a financiar empresas innovadoras, apoyar el crecimiento de la productividad y retener más valor de su ecosistema de innovación. Este recuadro muestra que los retos del capital riesgo en Europa reflejan brechas de financiación en las fases avanzadas, una base de inversores institucionales relativamente reducida y una inversión transfronteriza limitada dentro de la UE. También pone de relieve el potencial de productividad de las empresas respaldadas por capital riesgo y subraya la conveniencia de adoptar medidas de política económica, en línea con las recomendaciones del informe Kukies-Noyer (2026).

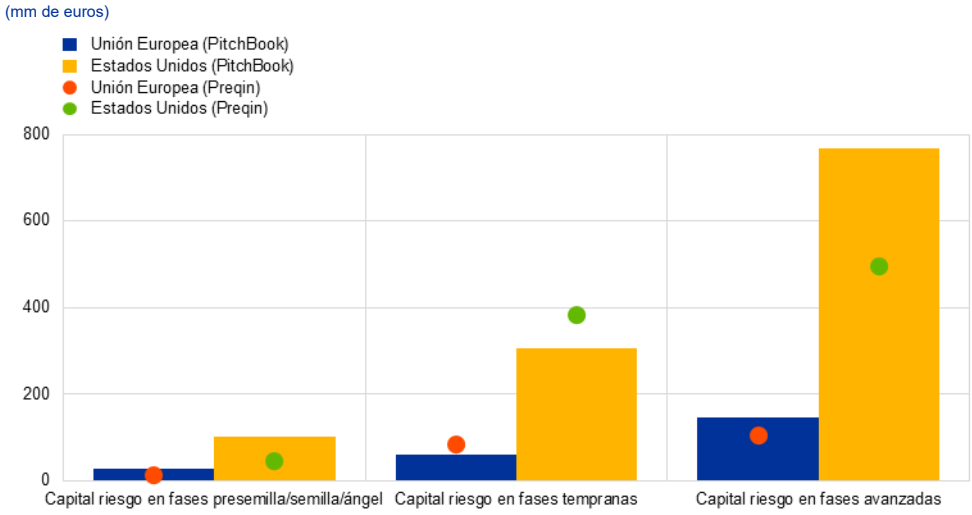
La brecha de capital riesgo entre la UE y Estados Unidos es considerable. Los fondos de capital riesgo ubicados en Estados Unidos son más numerosos y de mayor tamaño: su tamaño total asciende a 930 mm de euros aproximadamente, unas seis veces más que el de los fondos ubicados en la UE, que suman cerca de 150 mm de euros (Banu *et al.*, 2026)[1]. Con todo, el reto del capital riesgo en Europa va más allá de la escala agregada.

En comparación con Estados Unidos, el mercado de capital riesgo de la UE está menos preparado para financiar a las empresas en sus fases avanzadas de crecimiento, cuando las necesidades de financiación aumentan de forma sustancial. La brecha con Estados Unidos se amplía en las rondas avanzadas de financiación de capital riesgo (gráfico A), que requieren importes de capital más elevados. Esto genera un cuello de botella en la financiación de las empresas con alto potencial de crecimiento y necesidades de inversión significativas, como ya se ha documentado ampliamente en la literatura (véase, por ejemplo, Böninghausen *et al.*, 2025).

[1] Según los informes de PitchBook, entre 2020 y 2025, los fondos estadounidenses también obtuvieron más financiación en promedio —103 millones de euros por fondo al año (7.433 fondos)— que los domiciliados en la UE y el Reino Unido, que captaron alrededor de 73 millones de euros por fondo al año (2.321 fondos).

Gráfico A

Brecha en el valor agregado de las operaciones de capital riesgo entre las empresas objetivo de la UE y de Estados Unidos (media del período 2019-2024)



Fuentes: Datos de PitchBook y de Capital IQ Preqin.
Notas: Suma de las inversiones de capital riesgo realizadas en empresas objetivo de la UE y de Estados Unidos, que incluyen capital riesgo en las fases presemilla/semilla/ángel (financiación inicial recibida), capital riesgo en fases tempranas y capital riesgo en fases avanzadas. Los datos abarcan desde enero de 2019 hasta diciembre de 2024.

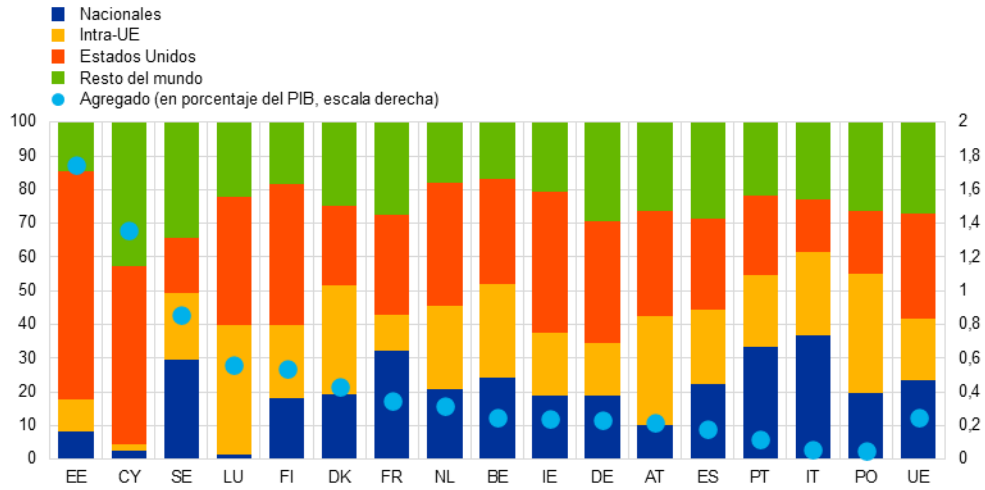
Un factor importante que explica el menor tamaño de los fondos de capital riesgo de la UE es la composición de su base inversora. Como señalan Banu *et al.* (2026), los fondos de capital riesgo estadounidenses se benefician de una mayor participación de los fondos de pensiones y las fundaciones, en parte porque las diferencias en los sistemas de pensiones y las reformas regulatorias les han permitido desempeñar un papel más activo de inversores en estos mercados. Estos inversores pueden aportar un gran volumen de financiación, flexibilidad y tolerancia al riesgo, ajustándose a las necesidades de las empresas jóvenes, innovadoras y de rápido crecimiento con mayor potencial de expansión y productividad. En Europa, esto solo se compensa parcialmente con la mayor participación de entidades públicas, incluidos el Fondo Europeo de Inversiones e inversores con respaldo público.

La escasez de inversores en la UE capaces de aportar financiación para la expansión del negocio obliga a las empresas a buscar fondos en el exterior. Los inversores extranjeros suelen proporcionar la financiación adicional que necesitan las empresas europeas en fase de expansión, mientras que las adquisiciones y salidas a bolsa en el extranjero siguen siendo vías de salida habituales en Europa (Fratto *et al.*, 2024, y gráfico B). También existe una marcada heterogeneidad dentro de Europa: algunos mercados de capital riesgo pequeños pero muy desarrollados, como los de Estonia, siguen estando fuertemente dominados por inversores estadounidenses. Las *start-ups* exitosas de estos mercados suelen orientarse pronto a la expansión internacional, lo que aumenta su demanda de inversores (como fondos de capital riesgo estadounidenses) con mayor capacidad financiera, conocimiento sectorial y acceso a redes internacionales.

Gráfico B

Desglose del valor de las operaciones de capital riesgo en la UE, por ubicación del inversor principal (2019-2024)

(escala izquierda: pesos en porcentaje; escala derecha: porcentajes)



Fuentes: Datos de PitchBook y cálculos del BCE.
Notas: El peso en porcentaje del valor agregado del capital riesgo se basa en el origen del inversor principal o único, y el valor agregado de las operaciones del país objetivo se expresa en porcentaje de su PIB. Los datos abarcan desde enero de 2019 hasta diciembre de 2024.

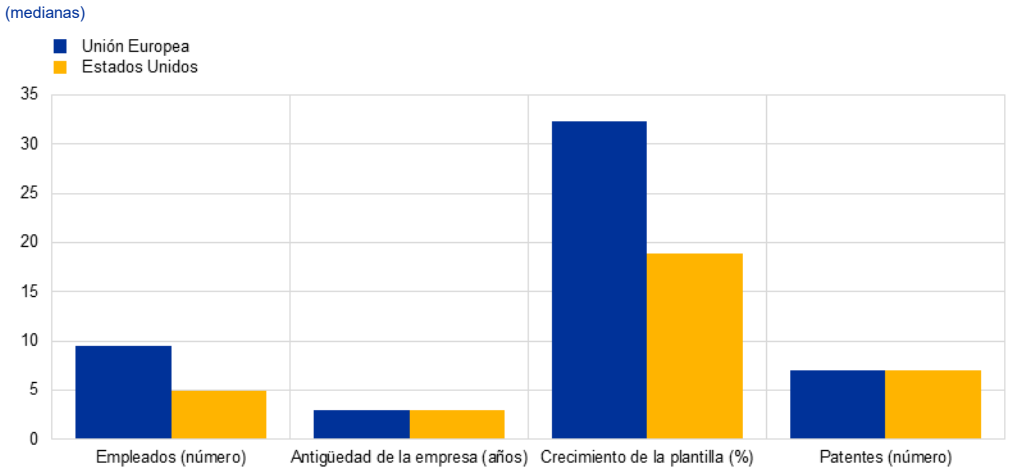
Aunque el capital riesgo extranjero puede tener varias ventajas, también puede entrañar riesgos para la capacidad productiva europea. Una base inversora diversificada a escala internacional puede aportar capital, conocimientos especializados, redes y acceso a mercados mundiales. Sin embargo, una fuerte dependencia de inversores no pertenecientes a la UE, especialmente en las fases avanzadas, puede generar vulnerabilidades estratégicas, en particular cuando la financiación local para la expansión es escasa. Los inversores de capital riesgo estadounidenses y de otros países pueden aumentar la probabilidad de que *start-ups* europeas exitosas trasladen fuera de la UE su sede, sus funciones de gestión, su talento, su propiedad intelectual o futuras salidas a bolsa. Por tanto, la preocupación, también reflejada en Weik *et al.* (2024) y en Angeloni *et al.* (2026), no es la inversión extranjera en sí misma, sino la capacidad de Europa para retener los beneficios económicos generados por las empresas creadas, desarrolladas e inicialmente financiadas dentro de su propio ecosistema de innovación.

Los datos muestran que, aun cuando las empresas más grandes y de crecimiento más rápido de la UE tienen niveles similares de capacidad innovadora y madurez que sus homólogas estadounidenses, no logran obtener financiación de capital riesgo, lo que indica mayores barreras de financiación. El gráfico C muestra que, entre las empresas que no obtienen financiación de capital riesgo, la empresa mediana de la UE casi duplica en tamaño a la estadounidense en términos de empleo y crece unos 15 puntos porcentuales más rápido, al tiempo que la antigüedad y la actividad de patentes son similares. Esto sugiere que la UE cuenta con un amplio conjunto de empresas maduras y con alto potencial que podrían beneficiarse de unos mercados de capital riesgo más profundos y accesibles. Por tanto, reforzar el ecosistema de capital riesgo de la UE

podría liberar crecimiento adicional al ayudar a más empresas a obtener la financiación que necesitan para expandirse.

Gráfico C

Características de las empresas con operaciones de capital riesgo fallidas



Fuentes: PitchBook y cálculos del BCE.
Notas: Características medianas de las empresas que han tenido al menos una operación de capital riesgo fallida entre 2010 y 2026 en la UE y en Estados Unidos. Los datos abarcan desde enero de 2010 hasta mayo de 2026.

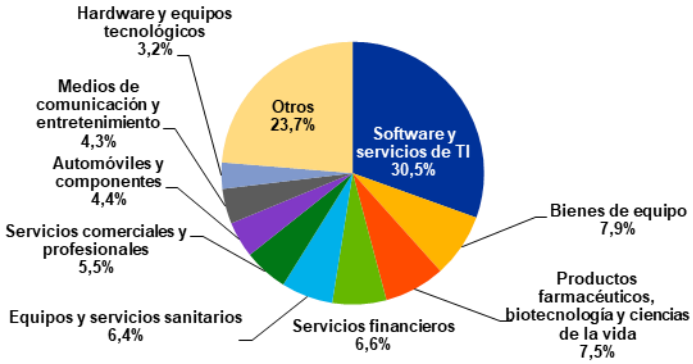
Las diferencias en la estructura industrial también condicionan la asignación del capital riesgo y, por extensión, su potencial para apoyar los sectores de alto crecimiento. La base industrial tradicional más sólida de Europa implica que la financiación de capital riesgo está menos concentrada en sectores de alta tecnología y alto crecimiento que en Estados Unidos. Aunque el *software* y los servicios de TI atraen la mayor parte de la financiación de capital riesgo a ambos lados del Atlántico, la UE asigna una proporción relativamente mayor a sectores como el del automóvil y el de bienes de equipo (gráfico D). El porcentaje de capital riesgo destinado a *software* y servicios de TI se ha estancado en la UE desde 2020, mientras que ha aumentado en Estados Unidos, lo que podría contribuir a la brecha de productividad transatlántica (gráfico E y Schnabel, 2024).

Gráfico D

Peso del valor agregado de las operaciones de capital riesgo por sector de la empresa objetivo (2020-2025)

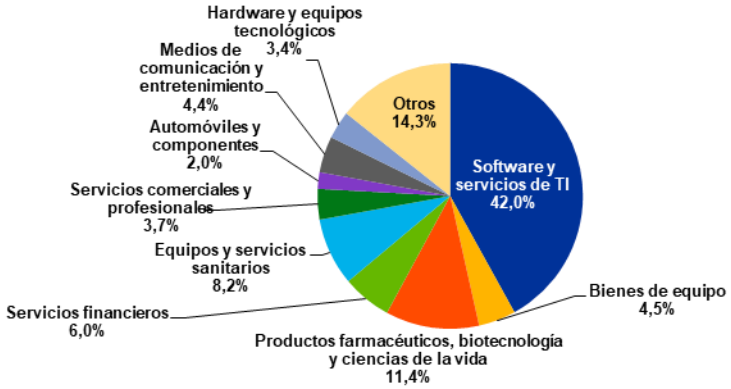
a) Unión Europea

(pesos en porcentaje)



b) Estados Unidos

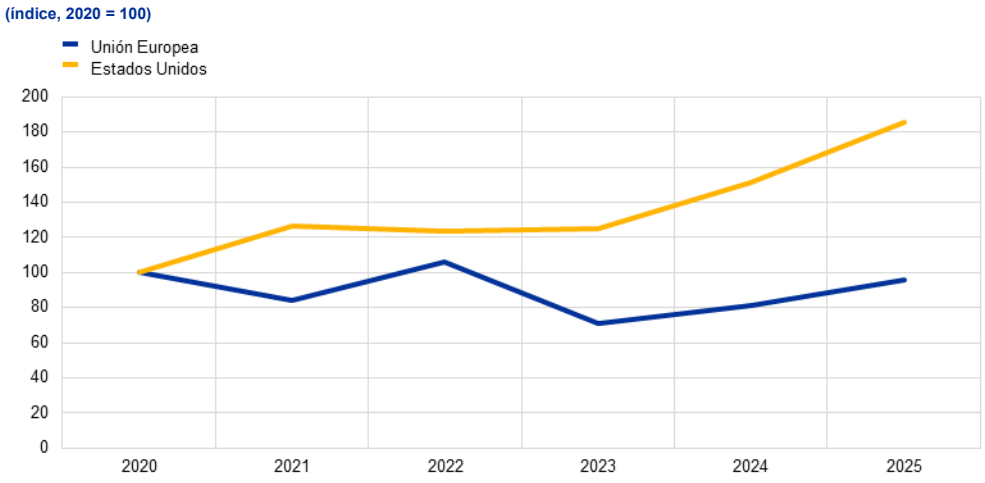
(pesos en porcentaje)



Fuentes: Datos de PitchBook y cálculos del BCE.
Notas: Peso del valor de las operaciones de capital riesgo en empresas objetivo de la UE y de Estados Unidos, desglosado por los nueve sectores más destacados de la UE (nivel 2 de la Clasificación Industrial Global Estándar). Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

Gráfico E

Evolución del porcentaje del valor agregado de las operaciones de capital riesgo destinado al sector de *software* y servicios de TI



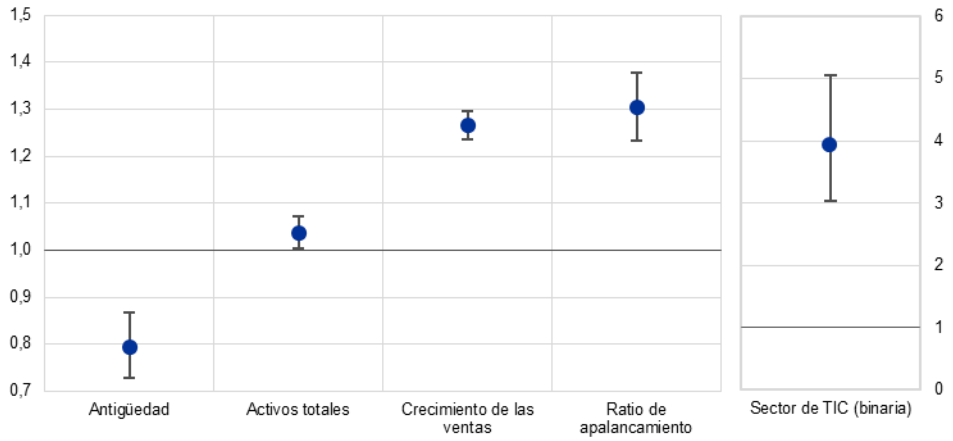
Fuentes: Datos de PitchBook y cálculos del BCE.
Notas: Porcentaje del valor de las operaciones de capital riesgo invertido en *software* y servicios de TI a lo largo del tiempo, para empresas objetivo de la UE y de Estados Unidos. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2025.

La asignación del capital riesgo respalda la productividad cuando el capital llega a empresas que se encuentran en sectores y fases con el mayor potencial de expansión. La evidencia a nivel de empresa muestra que es más probable que la financiación de capital riesgo en la UE se dirija a empresas más jóvenes, de crecimiento más rápido y que operan en sectores de TIC (gráfico F). Esto sugiere que el capital riesgo disponible suele apoyar a las empresas con mayor capacidad para escalar nuevas tecnologías y elevar la productividad. El hecho de que las empresas más apalancadas también tengan más probabilidades de recibir financiación de capital riesgo subraya, además, la importancia de la financiación mediante capital cuando las oportunidades de crecimiento empiezan a superar lo que la deuda puede sostener. En resumen, la evidencia sugiere que un mercado de capital riesgo más profundo en Europa podría impulsar la productividad al permitir la expansión de más empresas de alto potencial.

Gráfico F

Características de las empresas asociadas a la obtención de financiación de capital riesgo

(razón de probabilidades)



Fuentes: Datos de Capital IQ Preqin, datos de Orbis y cálculos del BCE.
Notas: Las razones de probabilidades se obtienen a partir de una regresión logística de empresas que reciben capital riesgo por primera vez; se excluyen las observaciones posteriores a la primera recepción de capital riesgo. El grupo de referencia incluye las empresas de la UE en los datos de Orbis que no han recibido capital riesgo (todavía), y se excluyen las empresas con más de 250 empleados. Las variables explicativas son las características de las empresas con un desfase de un año, estandarizadas (o binarias), con efectos fijos de año, país y sector. Las líneas grises representan intervalos de confianza del 95 %. Los datos a nivel de operación de Preqin se fusionan mediante el nombre con los datos de empresa-año de Orbis y se conserva el 25 % de las empresas de Preqin. La muestra se restringe a pequeñas y medianas empresas con un máximo de 250 empleados. El sector de TIC toma el valor 1 para las empresas con actividades relacionadas con las TIC según la nomenclatura estadística de actividades económicas de la UE (NACE). Las razones de probabilidades por encima/por debajo de 1 indican mayor/menor probabilidad de que las empresas reciban capital riesgo por primera vez. Las últimas observaciones corresponden a diciembre de 2024.

Europa no debería limitarse a aumentar la escala total del capital riesgo, sino que debería ocuparse también de los segmentos en los que las brechas son más acusadas y, al mismo tiempo, mejorar el entorno de mercado más amplio en el que opera el capital riesgo. Europa necesita fondos de capital riesgo de mayor tamaño y una base más amplia de inversores institucionales, incluidos especialmente los fondos de pensiones, para aportar los volúmenes de capital riesgo que requieren las empresas a medida que se expanden[2]. Las reformas específicas podrían ayudar a canalizar una mayor proporción del ahorro europeo a largo plazo en pensiones hacia la financiación mediante capital, incluido el capital riesgo. Estos esfuerzos deberían complementarse con medidas que faciliten una inversión transfronteriza más profunda dentro de la UE y un apoyo más focalizado a sectores estratégicos de alto crecimiento[3]. En términos más generales, la unión de ahorros e inversiones podría contribuir a movilizar el ahorro europeo a largo plazo y canalizarlo de forma más eficaz hacia empresas innovadoras con potencial de expansión.

2 En este contexto, la revisión de la Directiva IORP II (por sus siglas en inglés),que es el marco de gobierno de los fondos de pensiones de empleo, y una mayor claridad acerca del «principio de persona prudente» podrían ayudar a reducir la incertidumbre regulatoria relativa a la inversión de los fondos de pensiones en categorías de activos de mayor riesgo.

3 Propuestas como el marco de legislación societaria del 28.º régimen podrían reducir la fragmentación jurídica y facilitar la expansión de las empresas y los inversores a otros países, mientras que la revisión del marco regulatorio europeo de los fondos de capital riesgo podría contribuir a que el régimen fuera más atractivo y usable para los gestores de fondos, incluidos los de mayor tamaño.

Bibliografía

I. Angeloni y A. Cavallini (2026), *Feasible Steps to Finance Innovation in Europe: Six Proposals to Strengthen EU Capital Markets*, Institute for European Policymaking, Bocconi University, 9 de enero.

E. Banu, T. Derin, J. Evrard, C. Lambert, D. Legran y W. E. Schuster (2026), «Exploring the investor landscape for venture capital», *Financial Integration and Structure in the Euro Area 2026*, BCE, 7 de mayo.

B. Böninghausen, J. Evrard, Z. Gati, S. Gori, C. Lambert, D. Legran, W. E. Schuster y F. van Overbeek (2025), «Should we mind the gap? An assessment of the benefits of equity markets and policy implications for Europe's capital markets union», *Occasional Paper Series,* n.º 373, BCE.

C. Fratto, M. Gatti, A. Kivernyk, E. Sinnott y W. van der Wielen (2024), «The scale-up gap: Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union», *Economics –Thematic Studies*, Banco Europeo de Inversiones, 24 de julio.

J. Kukiesy C. y Noyer (2026), *Financing innovative ventures in Europe: Recommendations to close the scaleup financing gap, deepen the savings and investments union and strengthen Europe's competitiveness*, Ministerio Federal de Finanzas, enero.

I. Schnabel (2024), «From laggard to leader? Closing the euro area's technology gap», discurso inaugural del Laboratorio sobre la Unión Económica y Monetaria en el Instituto Universitario Europeo, Florencia, 16 de febrero.

T. R. Vanacker y S. Manigart (2010), «Pecking order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing», *Small Business Economics*, vol. 35, n.º 1, pp. 53-69.

S. Weik, A.-K. Achleitner y R. Braun (2024), «Venture capital and the international relocation of startups», *Research Policy*, vol. 53, n.º 7.

2 Análisis de los efectos de la guerra en Oriente Próximo sobre el consumo de la zona del euro

Neus Dausà i Noguera, Maria Dimou y Omiros Kouvavas

La confianza de los consumidores de la zona del euro se deterioró considerablemente en los meses posteriores al estallido de la guerra en Oriente Próximo. El índice de confianza de los consumidores (CCI, por sus siglas en inglés), que se basa en las respuestas a la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), cayó unos 12 puntos, en términos acumulados, entre febrero y abril. Esta caída fue de una magnitud comparable al descenso de 15 puntos que registró el índice en los dos meses posteriores al inicio de la invasión rusa de Ucrania. Aunque el CCI repuntó en cierta medida en mayo y junio con un aumento de 3,5 puntos, una cuestión clave que sigue abierta es si la acusada reducción inicial se debió a cambios en el comportamiento de los consumidores o fue atribuible principalmente a un *shock* de confianza, con implicaciones más limitadas para el consumo real si la perturbación resultara ser transitoria[1]. En este recuadro se aborda esta cuestión vinculando la confianza de los consumidores individuales con el consumo nominal declarado por los hogares encuestados en 16 categorías de gasto. En el análisis se realiza una distinción entre gasto en bienes de primera necesidad y gasto discrecional[2].

En paralelo a este deterioro de la confianza de los consumidores, el dinamismo del consumo también se debilitó, como señalaron los consumidores de la zona del euro en la encuesta CES de abril. El gráfico A muestra la tasa media de crecimiento interanual del consumo nominal. La evidencia sugiere que el dinamismo del consumo se moderó sustancialmente. Tras fluctuar en torno al 3 %-4 %, en promedio, desde mediados de 2024, el crecimiento del consumo nominal se redujo hasta situarse aproximadamente en el 2,5 %, en tasa interanual, en abril de 2026.

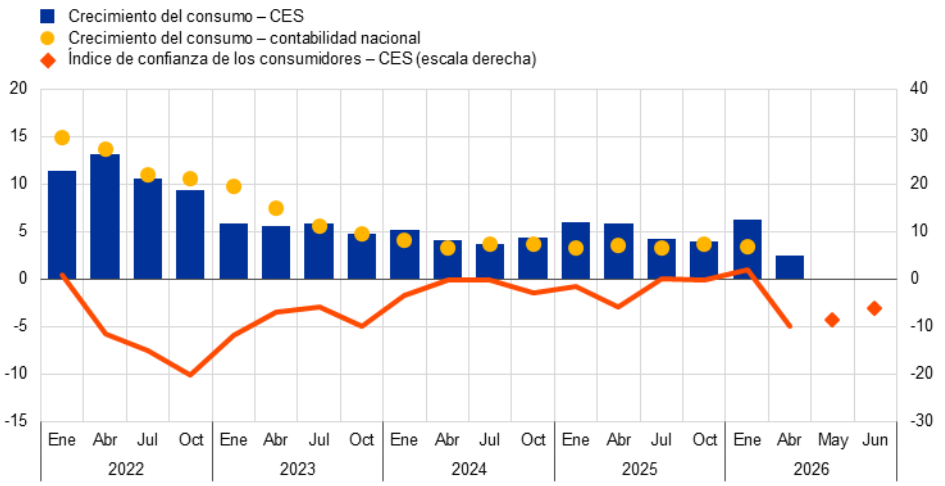
1 Según la literatura, la capacidad predictiva de la confianza de los consumidores para el consumo refleja, en gran medida, su correlación con los fundamentos económicos, como la renta actual y la esperada y las condiciones del mercado de trabajo. El componente autónomo «sentimiento» tiene una capacidad predictiva menor, pero no desdeñable (Ludvigson, 2004; Carroll *et al*., 1994). Para conocer evidencia basada en datos de la CES, véase Baumann *et al.* (2025b).

2 Una vez al trimestre se pide a los hogares que informen sobre sus gastos en euros durante el mes anterior. El gasto en bienes de primera necesidad incluye el destinado a alimentos, vivienda y energía (incluidos suministros básicos (*utilities*) y transporte), mientras que el gasto discrecional incluye el realizado en restaurantes y bares y cafeterías, servicios relacionados con turismo y viajes y ocio, bienes de consumo duradero (lo que incluye adquisiciones de automóviles y otros vehículos, y artículos de lujo y vacacionales) y otros gastos (como sanidad, educación, artículos de vestir y calzado, y otros bienes). La información sobre el gasto en bienes duraderos lleva recopilándose desde enero de 2021. Para minimizar el impacto de los cambios en la composición de la muestra, el análisis se centra en las tasas de crecimiento interanual del consumo nominal individual.

Gráfico A

Crecimiento del consumo nominal y confianza de los consumidores

(escala izquierda: tasas de crecimiento interanual; escala derecha: puntos)



Fuentes: CES, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las barras azules muestran el crecimiento del consumo total basado en la CES, mientras que los puntos amarillos indican la tasa de crecimiento interanual del consumo nominal obtenida de la contabilidad nacional. El crecimiento del consumo basado en la CES se calcula como la media ponderada de las tasas de crecimiento del consumo individual, utilizando las ponderaciones para la encuesta, la renta y el consumo, y se basa en observaciones dentro de una banda de ± 1 desviación típica de la distribución subyacente. Las observaciones hasta abril de 2026 inclusive son trimestrales y las correspondientes a mayo y junio de 2026 son mensuales. Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026 para el crecimiento del consumo basado en la CES, al primer trimestre de 2026 para el crecimiento del consumo obtenido de la contabilidad nacional y a junio de 2026 para el índice de confianza de los consumidores de la CES.

Esta desaceleración estuvo determinada principalmente por el menor crecimiento de las categorías de gasto discrecional. El gráfico B muestra la variación del crecimiento interanual del consumo en las distintas categorías de gasto en relación con la media de los doce meses anteriores al inicio de la guerra. El ajuste no fue uniforme. Las categorías discrecionales —en las que el gasto es más fácil de aplazar— fueron las que más descendieron, mientras que el gasto nominal en energía aumentó, debido fundamentalmente a la subida de los costes de transporte, incluido el combustible. El gasto en otros bienes de primera necesidad, sobre todo en vivienda y alimentación, mostraron capacidad de resistencia[3]. Además, los hogares con rentas más altas parecen haber ajustado su gasto más que los de rentas más bajas. Esta evolución es coherente con el mayor margen de ajuste del gasto de que disponen los primeros, en particular mediante el aplazamiento de compras discrecionales como las de artículos de vestir y calzado de lujo o de material deportivo, la reducción de los viajes o el recorte del gasto en servicios no esenciales, como los tratamientos de bienestar discrecionales y otros servicios similares. En cambio, los hogares con rentas más bajas ajustaron principalmente el gasto en bienes duraderos y en restaurantes y bares y cafeterías. Es probable que esta dinámica obedezca a que el margen de ajuste de estos últimos es más limitado, ya que una mayor proporción de su presupuesto es absorbido por los bienes de primera necesidad. En general, el debilitamiento del consumo nominal parece haber estado determinado, en gran medida, por los hogares que no están sujetos a restricciones de presupuesto, pero que están

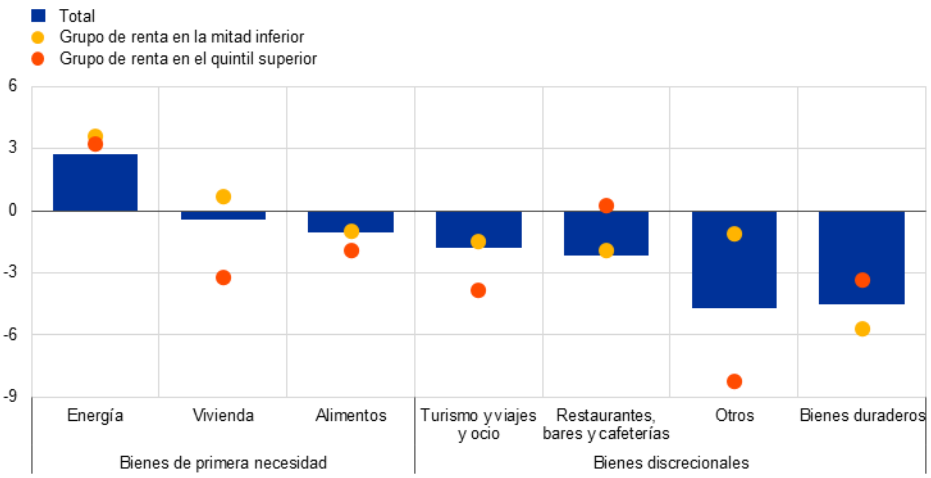
[3] Esta evolución es acorde con las conclusiones obtenidas para Estados Unidos en Andreolli *et al.* (2024) y para la zona del euro en Andreolli *et al.* (2025) y Bobasu (2026).

optando por posponer el gasto en respuesta al aumento de la incertidumbre[4]. Aunque el incremento de los precios asociado a la guerra en Oriente Próximo también puede haber influido, el análisis que se presenta a continuación apunta a la existencia de un canal de confianza que persiste incluso después de controlar por la renta efectivamente obtenida.

Gráfico B

Desviaciones del crecimiento interanual del consumo por categorías de gasto y grupos de renta

(desviaciones en puntos porcentuales con respecto a la media de los doce meses anteriores)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.
Notas: Las barras azules muestran la desviación en puntos porcentuales de la tasa de crecimiento interanual del consumo nominal en abril de 2026 con respecto a la media registrada en los doce meses anteriores al inicio de la guerra. Los puntos indican las desviaciones en puntos porcentuales correspondientes al grupo de renta situado en la mitad inferior de la distribución y al grupo de renta situado en el quintil superior. Los grupos de renta se calculan en cada ola (mensual) de la encuesta y país. Para las definiciones de las categorías de gasto, véase la nota 2 a pie de página.

La relación entre el *shock* de confianza reciente y el consumo ha sido más estrecha de lo que sugerirían los patrones históricos. Utilizando microdatos de la CES es posible estimar la relación entre los cambios en la confianza de los consumidores individuales y el crecimiento del consumo[5]. El gráfico C muestra que los hogares que experimentaron un deterioro mayor de la confianza también redujeron más su consumo. En la encuesta de abril de 2026, una caída de la confianza de 10 puntos en términos interanuales se asoció, en promedio, a una disminución de alrededor de 0,4 puntos porcentuales del crecimiento interanual del consumo nominal individual. Este efecto es sustancialmente mayor que la relación estimada durante todo el período muestral —que apunta a un descenso de unos 0,2 puntos porcentuales— y de una magnitud comparable a la observada tras el inicio de la guerra de Rusia en Ucrania en abril de 2022. Esto sugiere que el canal de confianza es especialmente intenso cuando se producen perturbaciones importantes que son percibidas de forma generalizada como tales por los consumidores. En tiempos normales, los cambios en la confianza pueden reflejar, en parte, ruido o percepciones idiosincrásicas de los hogares. Sin embargo, en el

4 Los hogares se clasifican como sujetos a restricciones de presupuesto si el gasto en bienes de primera necesidad (alimentos, vivienda y suministros básicos) representa más del 60 % de la renta mensual.

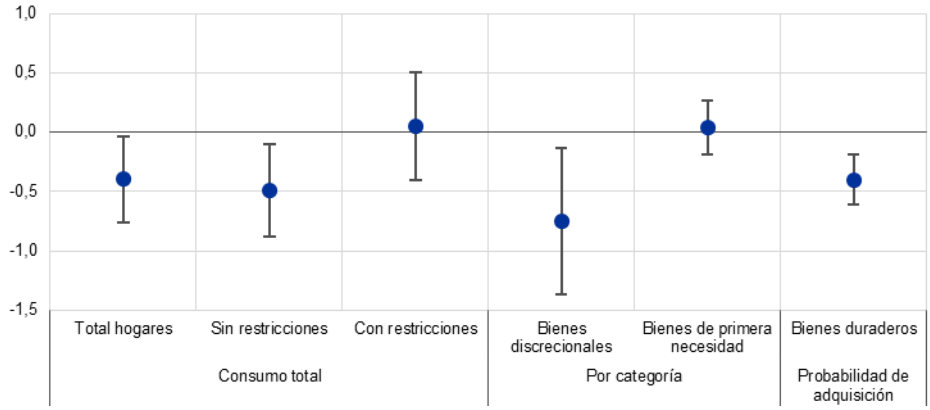
5 El CCI de la CES se construye a nivel de encuestado; véase Baumann *et al.* (2025b).

contexto de la guerra en Oriente Próximo, la perturbación es común y significativa, y está directamente vinculada a riesgos para los precios de la energía, la inflación y las rentas reales. Por tanto, el deterioro de la confianza parece tener un impacto más acusado y más inmediato sobre el consumo. Este efecto tiene su origen fundamentalmente en los hogares sin restricciones y en el consumo discrecional, y refuerza la opinión de que la desaceleración no es resultado de limitaciones efectivas de renta, sino de que los hogares aplazan compras cuando tienen margen para ajustar el momento del gasto[6].

Gráfico C

Índice de confianza de los consumidores y crecimiento del consumo tras el inicio de la guerra en Oriente Próximo

(coeficientes de regresión)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico muestra los coeficientes de las regresiones de sección cruzada en las que las tasas de crecimiento interanual de cada variable del consumo individual en abril de 2026 se regresan sobre las variaciones interanuales de la confianza de los consumidores, con efectos fijos de tiempo, país, renta efectivamente obtenida, educación, género y grupo de edad. Se muestran los coeficientes para una disminución de 10 puntos de la confianza de los consumidores. La última columna muestra el efecto marginal de un modelo *probit* en el que se realiza una regresión de una variable ficticia (*dummy*) que indica la probabilidad de adquisición de un bien duradero en el mes anterior utilizando las mismas variables. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 90 %.

Las pérdidas percibidas de renta real podrían plantear un riesgo adicional a la baja. En abril también se preguntó a los participantes en la CES acerca de sus expectativas sobre la evolución de la renta real en un escenario en el que la guerra en Oriente Próximo da lugar a una inflación persistente[7]. Alrededor del 40 % de los encuestados indicaron que no esperaban una recuperación. Esto es relevante para la dinámica del consumo, ya que, según la hipótesis de la renta permanente, los hogares deberían ajustar el consumo en mayor medida cuando perciben que las pérdidas de renta son de carácter duradero en lugar de temporal. La evidencia previa es acorde con este mecanismo (Baumann *et al.*, 2025a). El gráfico D muestra

6 La relación entre la confianza de los consumidores individuales y el consumo que se documenta en este recuadro se basa en los cambios en la confianza de los consumidores tras una perturbación y en su asociación con el consumo efectivo, controlando por las características individuales. Por lo tanto, difiere de las respuestas del consumo en modelos de equilibrio general obtenidas con expectativas racionales en modelos HANK cuantitativos, en los que las respuestas del consumo agregado suelen atribuirse al canal de renta real; véase Bobasu y Dobrew (2026).

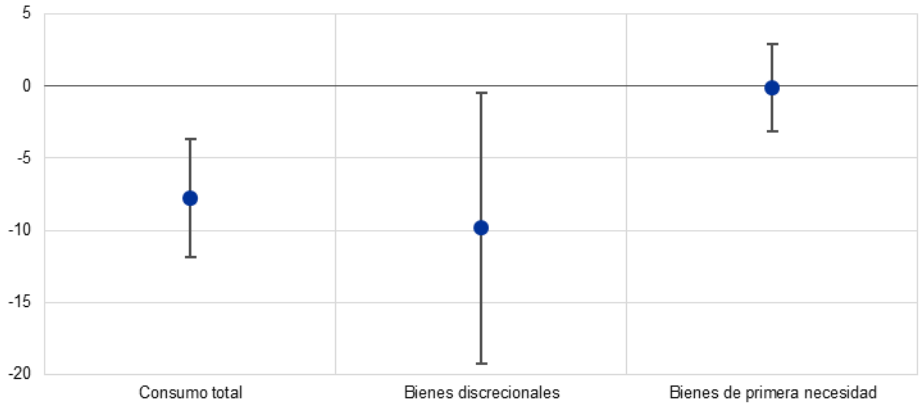
7 La pregunta era la siguiente: «Imagine que la guerra en Oriente Próximo provoca un aumento sostenido de los precios en general en los próximos doce meses en el país en el que reside actualmente. En ese escenario, ¿qué cree que ocurriría con su renta neta personal procedente de su principal fuente de ingresos?» Las opciones de respuesta eran: i) que empiece a recuperarse ya en 2026, ii) que empiece a recuperarse en 2027, iii) que no empiece a recuperarse hasta 2028 o más tarde y, iv) no espero que mi renta neta personal llegue a recuperarse.

que los hogares que esperaban pérdidas permanentes de renta real ya exhibían señales más claras de ajuste del gasto. Esto apunta a un riesgo importante: si los hogares percibieran las pérdidas de renta real derivadas del conflicto como duraderas y las asociaran a un menor poder adquisitivo real, la desaceleración inicial impulsada por el canal de confianza podría enquistarse.

Gráfico D

Pérdidas permanentes de renta real esperadas y crecimiento del consumo

(variaciones en puntos porcentuales de las tasas de crecimiento interanual)



Fuentes: CES y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico muestra los coeficientes de regresiones a través de diferencias en diferencias en las que las tasas de crecimiento interanual del consumo individual en abril de 2026 se regresan sobre una variable ficticia (*dummy*) igual a 1 si el encuestado indicó que no esperaba una recuperación posterior de la renta real. Las regresiones incluyen controles por período, por país y a nivel individual. Las líneas verticales representan intervalos de confianza del 90 %.

En general, la estrecha relación existente entre la confianza de los consumidores y el crecimiento del consumo sugiere que podrían surgir nuevos retos para el consumo si la reciente recuperación de la confianza resultara ser transitoria. La perturbación de confianza que se ha generado en el contexto de la guerra en Oriente Próximo parece haber ejercido un efecto de freno sobre la demanda que podría lastrar el dinamismo subyacente del consumo. Podrían materializarse riesgos adicionales a la baja si los hogares percibieran como duraderas las pérdidas de renta real derivadas del conflicto. Sin embargo, dado que gran parte del ajuste del consumo parece haber estado determinado por el canal de confianza más que por la renta, podría ser reversible si las tensiones se relajasen y la recuperación de la confianza fuera sostenida. En ese caso, parte del gasto discrecional que se ha aplazado podría realizarse. En el momento de redactar este recuadro, los últimos datos disponibles apuntan a una mejora parcial de la confianza entre los consumidores de la zona del euro[8]. No obstante, la confianza continúa situándose significativamente por debajo de su nivel anterior a la guerra y las perspectivas económicas están sujetas a una incertidumbre considerable.

8 Véanse, por ejemplo, los resultados de las encuestas de opinión de la Comisión Europea correspondientes a junio de 2026.

Bibliografía

M. Andreolli, N. Rickard y P. Surico (2024), «Non-Essential Business Cycles», *Discussion Paper*, n.º 19773, CEPR, 15 de diciembre.

M. Andreolli, N. Rickard, P. Surico y C. Vergeat (2025), «Discretionary Spending is the Cycle, and Why it Matters for Monetary Policy*», Adapting to change: macroeconomic shifts and policy responses — ECB Forum on Central Banking, 30 de junio-2 de julio de 2025,* BCE, Frankfurt am Main.

A. Baumann, L. Caprari, G. Kocharkov y O. Kouvavas (2025a), «¿Están aumentando las rentas reales? La percepción de los hogares y su impacto en el consumo», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

A. Baumann, L. Caprari, M. Dossche, G. Kocharkov y O. Kouvavas (2025b), «La confianza de los consumidores y las decisiones de consumo de los hogares», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

A. Bobasu (2026), «Does uncertainty affect household spending on goods and services?» en M. Andersson, A. Bobasu, L. Saiz y S. Scrofani, «The cost of not knowing: how uncertainty weighs on the euro area economy», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

A. Bobasu y M. Dobrew (2026), «Sentir el impacto de forma desigual: precios de la energía y consumo de los hogares», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

C. D. Carroll, J. C. Fuhrer y D. W. Wilcox (1994), «Does Consumer Sentiment Forecast Household Spending? If So, Why?», *The American Economic Review*, vol. 84, n.º 5, pp. 1397-1408.

S.C. Ludvigson (2004), «Consumer Confidence and Consumer Spending», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 18, n.º 2, pp. 29-50.

3 Sentir el impacto de forma desigual: precios de la energía y consumo de los hogares

Alina Bobasu y Michael Dobrew

La guerra en Oriente Próximo ha provocado un aumento acusado de los precios reales de la energía que probablemente lastrará la actividad económica de la zona del euro. El conflicto ha puesto de relieve, una vez más, la vulnerabilidad de la zona del euro a las perturbaciones de los precios energéticos. Los precios del Brent registraron un fuerte incremento tras el estallido de la guerra a finales de febrero, como consecuencia de las disrupciones en el suministro de crudo a través del estrecho de Ormuz y del descenso de su producción en Oriente Próximo. Como gran importador neto de energía, la zona del euro experimenta una perturbación de este tipo como una transferencia efectiva de renta real al resto del mundo —una carga económica que se distribuye de forma desigual entre los hogares—[1]. En este recuadro se examinan los mecanismos que determinan los efectos agregados y distributivos de las perturbaciones de los precios de la energía sobre el consumo de los hogares de la zona del euro, a partir de un modelo neokeynesiano cuantitativo de agentes heterogéneos.

La subida de los precios energéticos afecta a la relación real de intercambio de las economías importadoras de energía y erosiona su poder adquisitivo. En una gran economía abierta que es importadora neta de energía, como la zona del euro, una perturbación de los precios energéticos actúa como una transferencia de renta real al resto del mundo, empeorando la relación real de intercambio y reduciendo las rentas reales[2]. Como se muestra en el gráfico A, el acusado aumento de los precios reales de la energía desde su mínimo de 2020 estuvo acompañado de un notable deterioro de la relación real de intercambio, reflejo del creciente coste de las materias primas energéticas importadas en comparación con el de los bienes producidos internamente[3]. Este deterioro afectó significativamente a la renta real disponible de los hogares y, a su vez, al consumo privado.

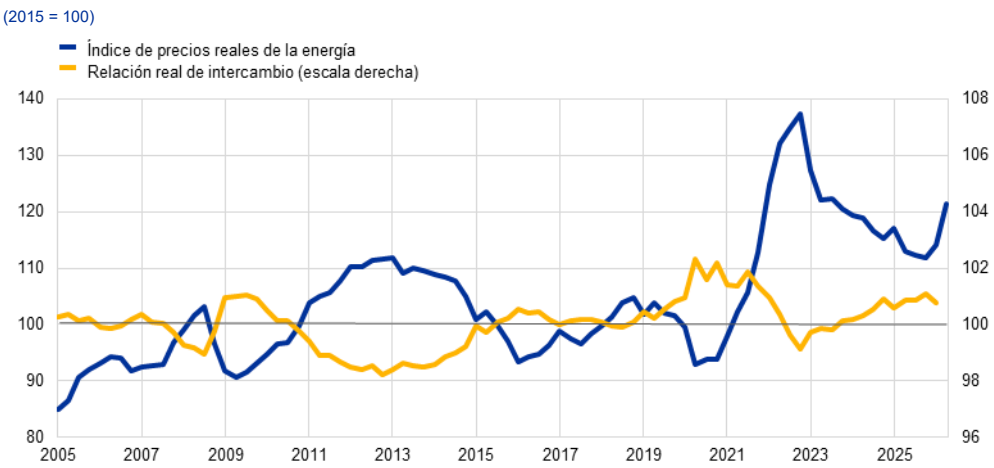
1 Aunque las perturbaciones energéticas procedentes del exterior son absorbidas de forma diferente por los distintos sectores de la economía, este recuadro se centra en el sector hogares, dada la heterogeneidad existente en el modelo utilizado. Véase también Battistini *et al.* (2026).

2 Véase también Arce *et al.* (2026).

3 Véanse también Bokan *et al.* (2018) y Battistini *et al.* (2023).

Gráfico A

Índice de precios reales de la energía y relación real de intercambio



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.
Notas: El «índice de precios reales de la energía» es la ratio entre el componente energético del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC) y el IAPC general. La relación real de intercambio se aproxima mediante la ratio entre el deflactor del PIB y el deflactor del consumo privado. Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026 para la relación real de intercambio y al segundo trimestre de 2026 para el índice de precios reales de la energía.

Este impacto adverso sobre la relación real de intercambio y las rentas reales se siente de forma muy diferente de unos hogares a otros, ya que los de menor renta gastan una proporción mayor de su presupuesto familiar en energía y disponen de menos recursos para absorber estas perturbaciones de precios[4]**.** El quintil de renta más bajo gasta alrededor del 9 % de su renta disponible en energía, frente a una media de aproximadamente el 5,5 % (panel a del gráfico B). Estos hogares también tienen una menor capacidad para absorber estas perturbaciones de precios ya que desahorran, con una tasa de ahorro mediana de alrededor del –5,8 % de la renta disponible en el quintil de renta inferior. Por tanto, carecen del ahorro necesario para suavizar el consumo y dependen casi por completo de las rentas del trabajo, lo que les expone a efectos negativos sobre el crecimiento (panel b del gráfico B).

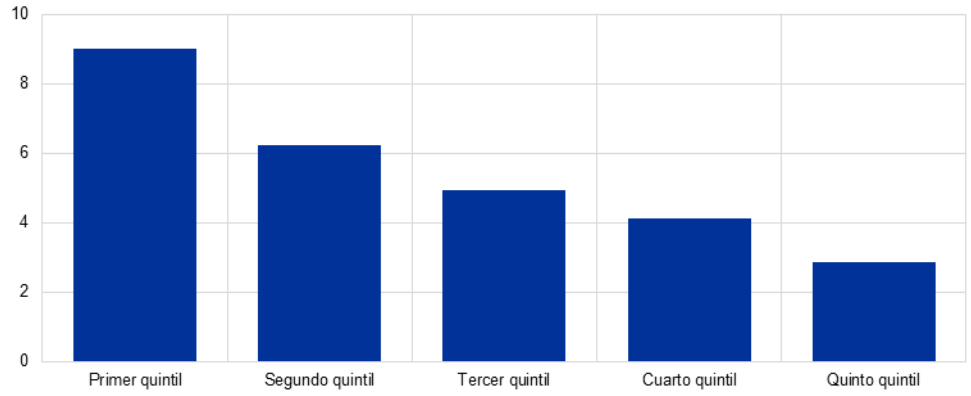
4 Véanse, por ejemplo, Battistini *et al.* (2022) y Bobasu *et al.* (2025).

Gráfico B

Gasto en energía y ahorro de los hogares

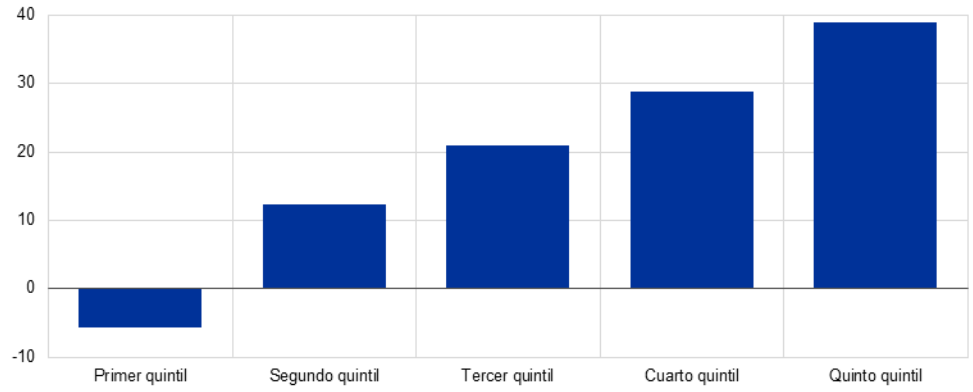
a) Gasto en energía por quintil de renta de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible)



b) Ahorro por quintil de renta de los hogares

(en porcentaje de la renta disponible)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico se basa en estadísticas distributivas de la «Encuesta de presupuestos familiares» y en las estadísticas experimentales de la base de datos «Renta, consumo y riqueza» proporcionadas por Eurostat. Los datos se refieren a medias anuales para 2020.

Se utiliza un modelo cuantitativo neokeynesiano de agentes heterogéneos calibrado para la zona del euro con el fin de controlar cómo la exposición del ahorro de los hogares se traduce en una respuesta dinámica del consumo[5]**.** En este modelo, la energía se trata como un bien de consumo y como un insumo de producción y se importa en su totalidad, de modo que cualquier aumento de precios da lugar directamente a una pérdida de poder adquisitivo interno. Los hogares difieren en cuanto a su renta y riqueza y, por tanto, también en la proporción de sus presupuestos destinada a energía, siendo esta mayor, en términos relativos, en los hogares de menor renta que en los de mayor renta. El modelo se calibra para ajustarse a estas características, así como a la proporción significativa de hogares de la zona del euro que tienen escaso o ningún ahorro. Como resultado, algunos hogares tienen restricciones de liquidez y, por tanto, son incapaces de suavizar el consumo a lo largo del tiempo, lo que da lugar a una mayor propensión marginal a

[5] Un modelo de agentes representativos, haciendo abstracción de las heterogeneidades entre hogares, no detectaría el impacto desigual de las perturbaciones de precios.

consumir haciendo uso de sus rentas del trabajo actuales[6]. Se calibra una perturbación de los precios de la energía para ajustarse al incremento del índice de precios reales de la energía en el segundo trimestre de 2026 con respecto a la media de este índice en 2025. El análisis parte del supuesto de que los tipos de interés reales no varían. En consecuencia, se centra en la forma en que la perturbación de los precios de la energía se transmite al consumo a través de los canales de las rentas del trabajo y de los precios relativos.

La perturbación de los precios de la energía es inequívocamente recesiva y modera el consumo agregado principalmente a través de la pérdida de renta real disponible. Dado que la mayoría de las materias primas energéticas de la zona del euro son importadas, el encarecimiento de la energía actúa como una transferencia de renta al resto del mundo, que, a su vez, tiene que distribuirse entre los hogares y las empresas. Teniendo en cuenta que la energía y el trabajo son factores de producción complementarios, las empresas no pueden sustituir fácilmente esa energía más costosa y, por tanto, reducen la producción y la demanda de trabajo. Esto se traduce en una disminución de los salarios reales y de los niveles de empleo, lo que amplifica la pérdida inicial de renta (gráfico C). Alrededor del 80 % de la caída del consumo agregado refleja estas pérdidas indirectas de renta real, y solo el 20 % se debe a la pérdida directa de poder adquisitivo derivada del encarecimiento de la energía. Es importante señalar que el modelo no tiene en cuenta otros canales, como el de la confianza y el de la incertidumbre, que pueden amplificar o alterar la transmisión de la perturbación de los precios de la energía, dependiendo del contexto económico y geopolítico general[7].

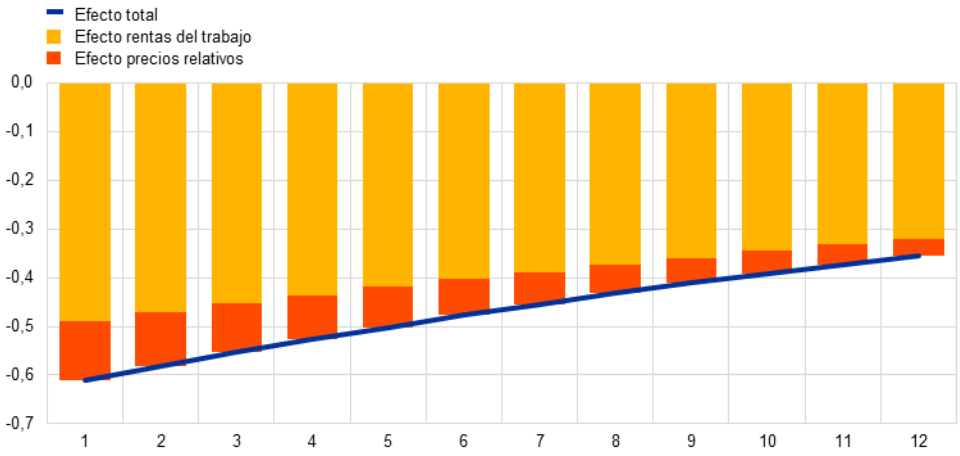
6 A lo largo de este recuadro, se considera que los hogares con restricciones de liquidez son aquellos situados en el quintil de riqueza inferior, con pocos activos líquidos o ninguno, y que dependen principalmente de las rentas del trabajo. En cambio, los hogares sin restricciones son aquellos que tienen una riqueza suficiente para suavizar el consumo a lo largo del tiempo. Las estadísticas descriptivas presentadas en el gráfico B clasifican los hogares por quintil de renta; sin embargo, el modelo se calibra para ajustarlo a la distribución de la riqueza.

7 Véase Andersson *et al.* (2026) en este Boletín Económico.

Gráfico C

Respuesta del consumo agregado a la subida de los precios de la energía

(desviación porcentual con respecto al escenario base)



Fuente: Cálculos del BCE.
Notas: El gráfico muestra la descomposición de la respuesta del consumo agregado a una perturbación de los precios reales de la energía. Esta perturbación se calibra para ajustarla al aumento del índice de precios reales de la energía en el segundo trimestre de 2026 con respecto a la media de este índice en 2025. El «efecto rentas del trabajo» refleja los cambios en el consumo derivados de las variaciones en la senda de los salarios reales y el empleo. El «efecto precios relativos» refleja los cambios en el consumo derivados de una variación en los precios relativos de la energía. Para más detalles, véase también el Apéndice B en Bobasu *et al.* (2025). El eje de abscisas muestra los trimestres posteriores a la perturbación inicial.

El descenso del consumo agregado oculta importantes heterogeneidades, ya que los hogares con restricciones de liquidez soportan una carga desproporcionadamente mayor que los que no las tienen. Los hogares con restricciones de liquidez se ven más afectados por la subida de los precios de la energía a través de dos canales que se refuerzan mutuamente[8]. En primer lugar, para estos hogares, la energía representa una proporción mayor de su gasto y, dado que a menudo se encuentran cerca del nivel de subsistencia, no pueden sustituir fácilmente estos consumos. En consecuencia, cualquier encarecimiento de la energía consume una proporción de su renta disponible mayor que en el caso de los hogares sin restricciones. En segundo lugar, los hogares con restricciones de liquidez dependen en mayor medida de las rentas del trabajo y suelen tener menos ahorros, lo que les deja con escasa capacidad para suavizar el consumo a lo largo del tiempo a medida que se reducen el empleo y los salarios. En cambio, los hogares sin restricciones pueden recurrir a una gama más amplia de fuentes de ingresos y suelen disponer de ahorros suficientes para amortiguar una perturbación de esta naturaleza. Por consiguiente, el consumo disminuye dos veces más para los hogares con restricciones de liquidez —aproximadamente un 1,4 %, frente al 0,7 % en el caso de los hogares sin restricciones cuando se produce la perturbación inicial—, lo que pone de relieve el impacto regresivo de las perturbaciones de los precios de la energía sobre el consumo privado (gráfico D)[9].

8 Véase también Bobasu *et al.* (2024).

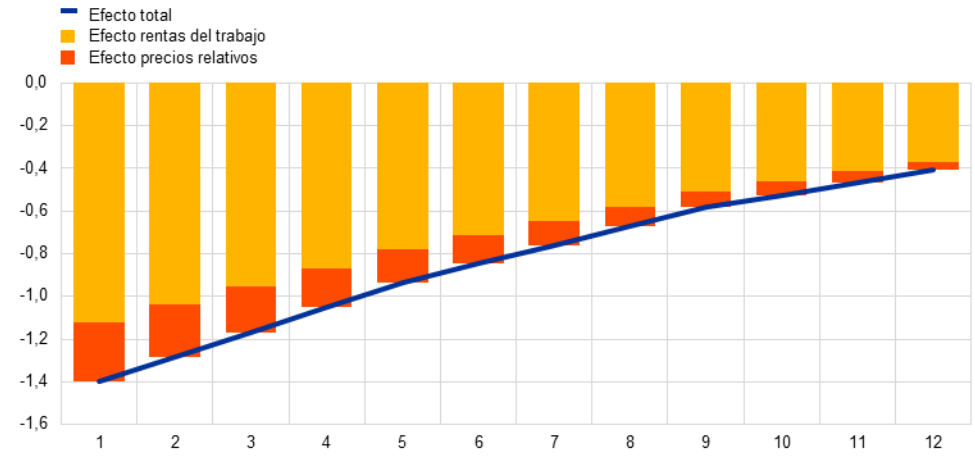
9 En este análisis no se tienen en cuenta otros canales de impacto, como los canales de la incertidumbre o de la confianza. Para un análisis de cómo los efectos de la baja confianza se reflejarían en el gasto agregado y su distribución, véase Dausà i Noguera *et al.* (2026) en este Boletín Económico.

Gráfico D

Descomposición del consumo de los hogares con restricciones de liquidez y sin restricciones en respuesta al aumento de los precios de la energía

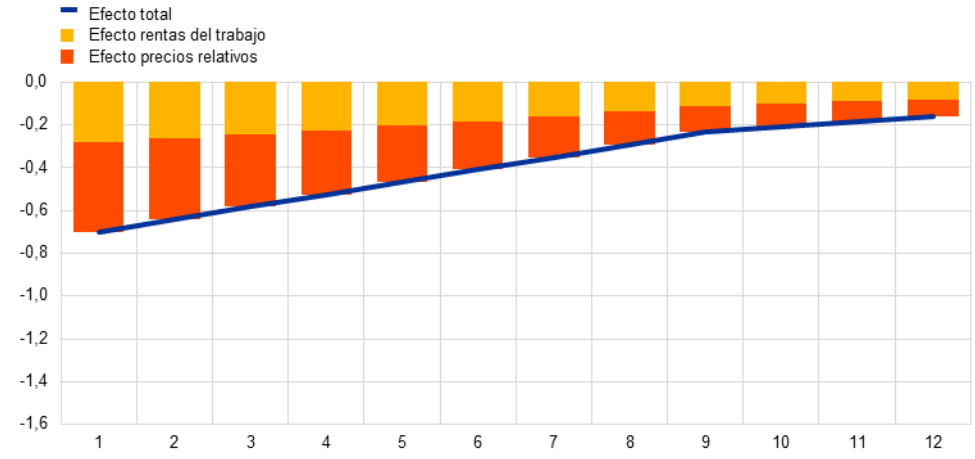
a) Hogares con restricciones de liquidez

(desviación porcentual con respecto al estado estacionario)



b) Hogares sin restricciones

(desviación porcentual con respecto al estado estacionario)



Fuente: Cálculos del BCE.
Notas: El gráfico muestra la descomposición de la respuesta del consumo de los hogares con restricciones de liquidez y sin restricciones con una orientación neutral de la política monetaria. Los hogares con restricciones de liquidez son aquellos situados en el quintil de riqueza inferior, mientras que los hogares sin restricciones son los del segundo quintil de riqueza más alto. La perturbación de los precios de la energía se calibra para ajustarla al aumento del índice de precios reales de la energía en el segundo trimestre de 2026 con respecto a la media de este índice en 2025. El «efecto rentas del trabajo» refleja los cambios en el consumo derivados de las variaciones en la senda de los salarios reales y el empleo. El «efecto precios relativos» refleja los cambios en el consumo derivados de una variación en los precios relativos de la energía. El eje de abscisas muestra los trimestres posteriores a la perturbación inicial.

El encarecimiento de la energía tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo ha tendido a tener un impacto regresivo sobre los presupuestos de los hogares, lo que, a su vez, ha afectado a la forma en que la perturbación de los precios se ha transmitido al consumo agregado. Dado que la mayoría de las materias primas energéticas de la zona del euro son importadas, la subida de los precios de la energía actúa como una transferencia de renta al resto del mundo, que afecta a los hogares de forma desigual[10]. Si estos precios se mantienen en niveles elevados, es probable que estas presiones distributivas influyan en la respuesta del consumo agregado. Al mismo tiempo, otros canales, como el de la confianza y el de la incertidumbre, parecen ser importantes en la transmisión de la última perturbación de los precios de la energía, ya que la guerra en Oriente Próximo ha intensificado la incertidumbre geopolítica[11]. Por último, aunque el memorando de entendimiento entre Estados Unidos e Irán inicialmente mejoró las perspectivas de una reversión duradera de los precios del petróleo, reduciendo con ello la pérdida de poder adquisitivo y su impacto sobre el consumo privado, los últimos acontecimientos han ensombrecido estas perspectivas. En consecuencia, es probable que los precios de la energía permanezcan elevados durante más tiempo, prolongando el lastre para la renta real y el gasto en consumo de los hogares.

Bibliografía

M. Andersson, A. Bobasu, L. Saiz y S. Scrofani (2026), «The cost of not knowing: how uncertainty weighs on the euro area economy», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

Ó. Arce, N. Battistini, O. Bouabdallah, E. Lis y M. Mohr (2026), «A tale of two energy crises – initial conditions matter», *The ECB Blog*, BCE, 3 de junio.

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

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

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

N. Battistini, A. Bobasu, R. Dinis Rigato y H. Kase (2026), «Ahorra tu energía: cómo podría afectar la guerra en Oriente Próximo al ahorro de los hogares y a la economía», *Boletín Económico*, número 3, BCE.

[10] Al mismo tiempo, las medidas de política fiscal focalizadas pueden proporcionar cierto alivio y mitigar los efectos negativos para los hogares con restricciones de liquidez. Véase Bankowski *et al.* (2023).

[11] Véanse Dausà i Noguera *et al.* (2026) y Gareis (2026).

A. Bobasu, E. Charalambakis y O. Kouvavas (2024), «¿Cómo han ajustado los hogares su comportamiento de gasto y de ahorro para hacer frente a la elevada inflación?», *Boletín Económico*, número 2, BCE.

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

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

N. Dausà i Noguera, M. Dimou y O. Kouvavas (2026), «Análisis de los efectos de la guerra en Oriente Próximo sobre el consumo de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 5, BCE.

J. Gareis (2026), «La subida de los precios del petróleo como consecuencia de la guerra en Oriente Próximo: evaluación de los factores adversos para el crecimiento de la zona del euro», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

4 El empleo juvenil en un contexto de enfriamiento de la demanda de trabajo

David Chaloupka y António Dias da Silva

En este recuadro se analizan las últimas tendencias observadas en la zona del euro para arrojar luz sobre el deterioro reciente de las perspectivas laborales de los trabajadores jóvenes. La preocupación por el empleo juvenil se ha generalizado sobre todo desde 2023, tras la aparición de la inteligencia artificial (IA) generativa. Una hipótesis que se plantea con frecuencia es que los avances en la IA están acabando con puestos de trabajo que servían de entrada al mercado laboral, limitando las oportunidades de empleo de los trabajadores jóvenes. En este recuadro se analiza en qué medida influyen los factores cíclicos o de carácter más estructural en el mercado de trabajo de la zona del euro.

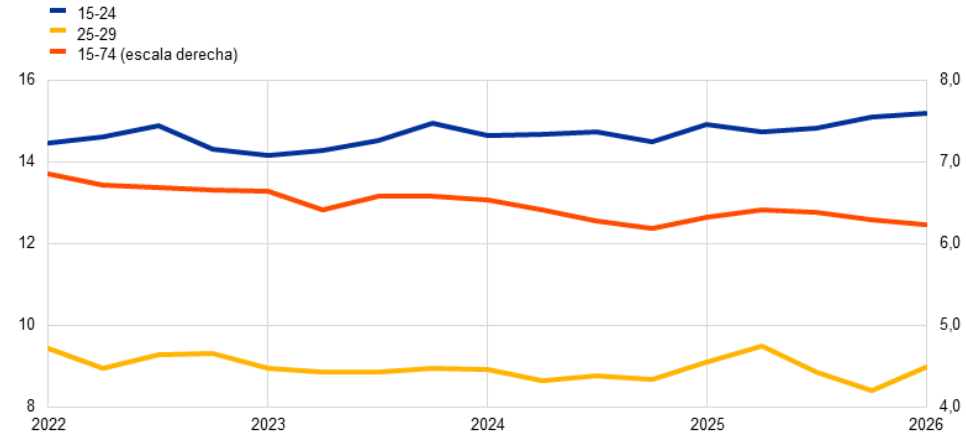
La desaceleración del mercado de trabajo en la zona del euro desde 2023 ha tenido un impacto más pronunciado en los trabajadores jóvenes que en el conjunto de la población activa. La tasa de paro juvenil en relación con la tasa de desempleo total se elevó hasta el 2,4 en el primer trimestre de 2026, desde el 2,1 registrado en el primer trimestre de 2023, lo que pone de relieve que la situación de los trabajadores jóvenes en el mercado de trabajo se ha debilitado en términos relativos. Durante este período, la tasa de paro de la zona del euro (trabajadores con edades comprendidas entre 15 y 74 años) se redujo 0,3 puntos porcentuales, hasta el 6,3 % (panel a del gráfico A). En cambio, la tasa de desempleo juvenil (correspondiente al grupo de entre 15 y 24 años) se situó en el 15,1 % en el primer trimestre de 2026, 0,6 puntos porcentuales por encima de su media de 2023, lo que sugiere que los trabajadores jóvenes no se han beneficiado en la misma medida, en términos relativos, de la mejora generalizada observada en el mercado laboral durante ese período. Esta valoración se ve corroborada por la evolución de la población activa. La población activa juvenil creció solo un 0,5 % entre el primer trimestre de 2023 y el mismo período de 2026, frente al 2,6 % de la población activa en su conjunto, y la tasa de actividad de los jóvenes descendió 0,8 puntos porcentuales, cuando la tasa de actividad agregada aumentó en una magnitud similar. Si se considera el grupo de edades comprendidas entre 25 y 29 años, cuya vinculación con el mercado de trabajo es mucho más estrecha, la tasa de paro correspondiente se incrementó desde el 8,9 % en el primer trimestre de 2023 hasta el 9 % en el primer trimestre de 2026. Del mismo modo, el crecimiento del empleo entre los trabajadores jóvenes también se ha desacelerado sensiblemente, tornándose negativo en los últimos trimestres, tras avanzar de forma relativamente vigorosa hasta mediados de 2023 (panel b del gráfico A), mientras que el del colectivo de 25 a 29 años ha repuntado en los últimos trimestres.

Gráfico A

Tasa de paro y crecimiento del empleo por grupos de edad

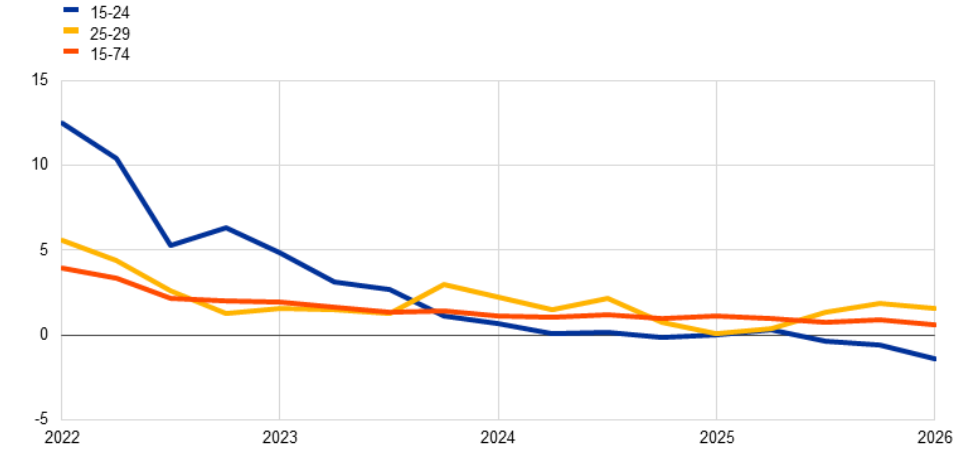
a) Paro

(porcentajes de la población activa)



b) Empleo

(tasas de variación interanual)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026. Datos trimestrales desestacionalizados.

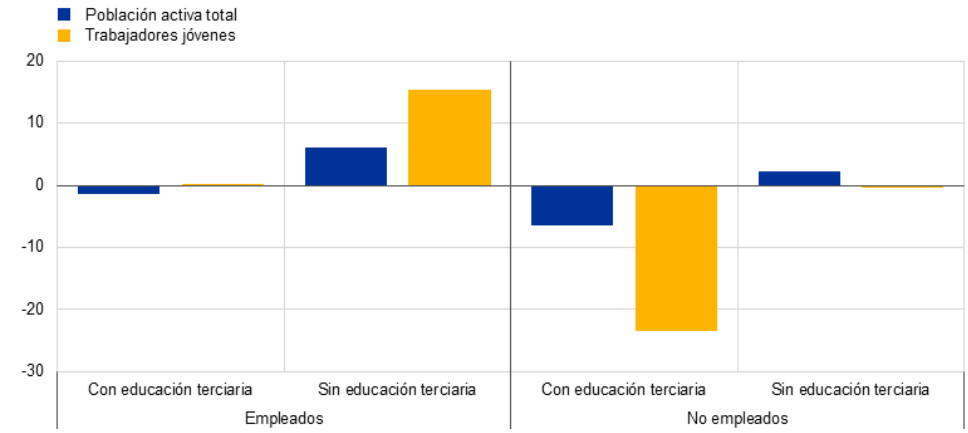
La evolución menos favorable de los trabajadores jóvenes en el mercado de trabajo se refleja en su percepción de sus propias perspectivas de empleo. En la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) de octubre de 2025 se preguntó a los encuestados si, en comparación con el mismo período del año anterior, consideraban que era un buen o un mal momento para buscar empleo. La mayoría de los participantes en la encuesta estimaba que las condiciones de búsqueda de empleo en ese momento no eran peores que un año antes. Sin embargo, la valoración de los jóvenes no empleados con educación terciaria era bastante más negativa y el saldo neto de respuestas positivas y negativas se situaba en el –23 %, mientras que las opiniones de los trabajadores sin educación terciaria tendían a ser menos desfavorables (gráfico B). Los trabajadores jóvenes con un nivel educativo elevado atribuían su valoración más negativa principalmente a la percepción de escasez de oportunidades laborales adecuadas. En cambio, los trabajadores de este grupo de

edad, con o sin educación terciaria, se expresaban en términos bastantes similares sobre las condiciones económicas generales y las ofertas salariales.

Gráfico B

Perspectivas del mercado de trabajo

(saldo neto, puntos porcentuales)



Fuente: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.
Nota: El gráfico se basa en las respuestas a la siguiente pregunta, formulada en octubre de 2025: «En comparación con el mismo período del año anterior, ¿cree que el momento actual es bueno o malo para buscar empleo?».

En general, los trabajadores jóvenes tienden a estar más expuestos a un deterioro de la situación económica. Cuando la actividad económica se debilita, estos trabajadores suelen verse afectados de forma desproporcionada por la disminución de las oportunidades de contratación. Además, tienden a ser los primeros en ser despedidos en fases recesivas debido a su menor antigüedad en el puesto y a la mayor incidencia de los contratos de duración determinada y de otras formas de empleo precario. La mayor sensibilidad cíclica del empleo juvenil en comparación con el de otros grupos de edades está bien documentada (véase, por ejemplo, BCE, 2021).

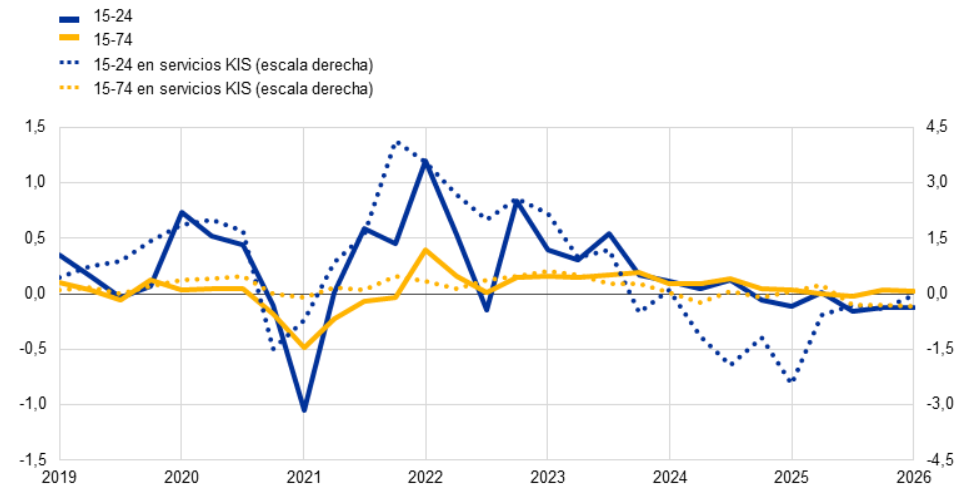
Para evaluar si las perspectivas de empleo de los trabajadores jóvenes son inusualmente débiles, debe tenerse en cuenta la fortaleza de la economía en su conjunto. Una versión dinámica de la ley de Okun relaciona el crecimiento del empleo tanto de los trabajadores jóvenes como del conjunto de trabajadores con el crecimiento del PIB real, teniendo en cuenta retardos en ambas variables. Cuando estas variables evolucionan de acuerdo con patrones históricos, el residuo de la ecuación es igual a cero. Un residuo positivo indica fortaleza del empleo, mientras que un residuo negativo señala debilidad.

Si se compara con el crecimiento del PIB, la evolución reciente del empleo juvenil es acorde, en líneas generales, con la dinámica cíclica normal. El crecimiento del empleo agregado fue vigoroso en 2022-2023, pero muestra una normalización progresiva hacia finales de 2024 (gráfico C). En el caso de los trabajadores jóvenes, el residuo ha presentado una amplitud significativamente mayor, con una fuerte creación de empleo en 2022-2023, seguida de residuos ligeramente negativos desde finales de 2024, en consonancia con un proceso de normalización tras un período de intensa creación de empleo.

Gráfico C

Residuos de las estimaciones de una versión dinámica de la ley de Okun

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026. Media móvil de cuatro trimestres. Los servicios intensivos en conocimiento (KIS, por sus siglas en inglés) incluyen tecnologías de la información y la comunicación (TIC), servicios financieros y servicios profesionales. Las estimaciones se basan en datos del período comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2026. Los residuos se obtienen de una relación dinámica basada en la ley de Okun que relaciona la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo total con la tasa de crecimiento intertrimestral contemporánea del PIB real, incluyendo adicionalmente un retardo en ambas variables.

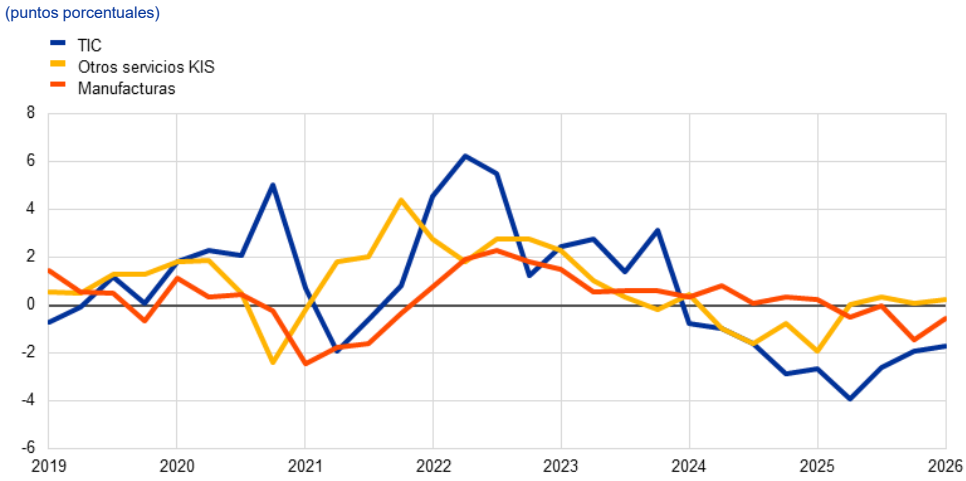
El empleo en los servicios intensivos en conocimiento se ha moderado tras varios años de expansión inusualmente intensa. Las ramas de tecnologías de la información y la comunicación (TIC), servicios financieros y servicios profesionales revisten especial interés, ya que, potencialmente, están más expuestas a la automatización de las tareas cognitivas y han registrado caídas acusadas del empleo en los últimos trimestres. Tras dos años de fuerte creación de empleo en relación con el crecimiento del PIB real, el residuo pasó a ser negativo a mediados de 2024 y solo se ha recuperado recientemente. Esta evolución es coherente con la corrección de la intensa expansión del empleo tras la pandemia y se refleja en el pesimismo expresado por los trabajadores jóvenes con un nivel educativo elevado en la CES de octubre de 2025. Los residuos en el caso de los trabajadores con educación terciaria siguieron un patrón similar, pasando a ser negativos durante cuatro trimestres, antes de volver a situarse en terreno positivo desde mediados de 2025.

Se aprecia una dispersión considerable en la evolución del empleo en los distintos servicios intensivos en conocimiento. Entre el primer trimestre de 2023 y el mismo período de 2026, el empleo de los trabajadores jóvenes disminuyó un 18,6 % en las TIC, un 5,3 % en los servicios profesionales y un 3,1 % en los servicios financieros. Si se analiza esta evolución frente al crecimiento agregado de sus respectivos sectores, los residuos de la regresión de la ley de Okun son particularmente negativos en el segmento de las TIC, lo que sugiere una moderación que se extiende más allá de la evolución cíclica actual (gráfico D). En cambio, la dinámica del empleo en los servicios profesionales y en los financieros está ahora más estrechamente alineada con la de la actividad sectorial, tras la evolución negativa observada desde 2024. La normalización reciente descansa

sobre todo en el sector financiero, mientras que los servicios profesionales aún muestran debilidad. El empleo entre los trabajadores jóvenes también ha ido disminuyendo en el sector industrial, básicamente en consonancia con la debilidad del propio sector, pero recientemente se ha deteriorado en mayor medida, y los residuos de Okun sugieren una dinámica del empleo más negativa de la que se desprendería de la evolución cíclica por sí sola.

Gráfico D

Residuos de las estimaciones de la versión dinámica de la ley de Okun en el caso de los trabajadores jóvenes — dispersión sectorial



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Las últimas observaciones corresponden al primer trimestre de 2026. Grupo de edades comprendidas entre 15 y 24 años. Media móvil de cuatro trimestres. «Otros servicios KIS» comprende servicios financieros y servicios profesionales. Las estimaciones se basan en datos correspondientes al período comprendido entre el primer trimestre de 2008 y el primer trimestre de 2026. Los residuos se obtienen de una relación dinámica basada en la ley de Okun que relaciona la tasa de crecimiento intertrimestral del empleo con la tasa de crecimiento intertrimestral contemporánea del valor añadido bruto (VAB) real de cada sector, incluyendo adicionalmente un retardo en ambas variables.

En general, el enfriamiento de la economía de la zona del euro y, por tanto, del mercado de trabajo, ha afectado a los trabajadores jóvenes. Si se tiene en cuenta la evolución del PIB real, las perspectivas actuales del mercado laboral siguen siendo débiles. Al mismo tiempo, esta debilidad se ha registrado tras un período de creación de empleo inusualmente intensa y, en parte, podría considerarse como un proceso de reequilibrio normal (Arce y Sondermann, 2024; Berson *et al*., 2024). La evidencia empírica aún no permite atribuir este patrón específicamente a la IA generativa o al trabajo en remoto. Diversos estudios centrados en Estados Unidos aportan evidencia compatible con la hipótesis de que la IA generativa está teniendo un impacto adverso en el empleo de los trabajadores jóvenes (Brynjolfsson *et al*., 2025; Dominski y Lee, 2025; Massenkoff y McCrory, 2026), mientras que, por su parte, Lambert y Schindler (2026) atribuyen la menor contratación al inicio de la carrera profesional al aumento del trabajo a distancia más que a la IA generativa. Para la zona del euro, los datos de las encuestas muestran que los trabajadores jóvenes y con un nivel educativo alto tienden a valorar de forma mayoritariamente positiva el impacto de la IA en sus perspectivas laborales, y que las empresas que invierten en IA informan de un mayor crecimiento del empleo (Dias da Silva y Weissler, 2025; Lebastard y Sondermann, 2026). Además, durante el período 2011-2019, caracterizado por los avances en el aprendizaje profundo

(*deep learning*) previos a la aparición de la IA generativa, el aumento del empleo se concentró en las ocupaciones más expuestas a la IA, en particular en aquellas con una proporción relativamente mayor de trabajadores más jóvenes y cualificados (Albanesi *et al*., 2025). Es necesario seguir de cerca estos desarrollos a medida que la IA generativa vaya madurando y sus efectos en el mercado laboral se vayan haciendo más evidentes.

Bibliografía

S. Albanesi, A. Dias da Silva, J. F. Jimeno, A. Lamo y A. Wabitsch (2025), «New technologies and jobs in Europe», *Economic Policy*, vol. 40, n.º 121, enero, pp. 71-139.

Ó. Arce y D. Sondermann (2024), «Low for long? Reasons for the recent decline in productivity», *The ECB Blog*, BCE, Frankfurt am Main, 6 de mayo.

C. Berson, V. Botelho, A. Dias da Silva, C. Foroni, M. Mohr, C. Schroeder y M. Weissler (2024), «Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024», *Boletín Económico*, BCE, número 8.

E. Brynjolfsson, B. Chandar y R. Chen (2025), «Canaries in the Coal Mine? 6 Facts about the Recent Employment Effects of Artificial Intelligence», *Stanford Digital Economy Lab,* noviembre.

A. Dias da Silva y M. Weissler (2025), «AI adoption and employment prospects», *The ECB Blog*, BCE, Frankfurt am Main, 21 de marzo.

J. Dominski y Y. S. Lee. (2025), «Advancing AI Capabilities and Evolving Labor Outcomes», arXiv, n.º 2507.08244.

Banco Central Europeo (BCE) (2021), «Employment and the conduct of monetary policy in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 275, septiembre.

P. J. Lambert e Y. Schindler (2026), «The Broken Ladder: AI, Remote Work, and Early-Career Hiring», *SSRN Working Paper*, mayo.

L. Lebastard y D. Sondermann (2026), «Artificial Intelligence: friend or foe for recruitment in Europe today?», *The ECB Blog*, BCE, Frankfurt am Main, 4 de marzo.

M. Massenkoff y P. McCrory (2026), «Labor market impacts of AI: A new measure and early evidence», *Anthropic*, Washington D.C., 5 de marzo.

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

Catherine Elding, Richard Morris, Zsuzsanna Riedel y Moreno Roma

En este recuadro se resumen los resultados principales de los contactos recientes entre el BCE y representantes de 76 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro[1]. La mayoría de los intercambios tuvieron lugar entre el 22 de junio y el 1 de julio de 2026, es decir, poco después de que Estados Unidos e Irán firmasen el memorando de entendimiento a mediados de junio, que terminó rompiéndose a comienzos de julio, en un contexto de resurgimiento de las hostilidades en torno al estrecho de Ormuz.

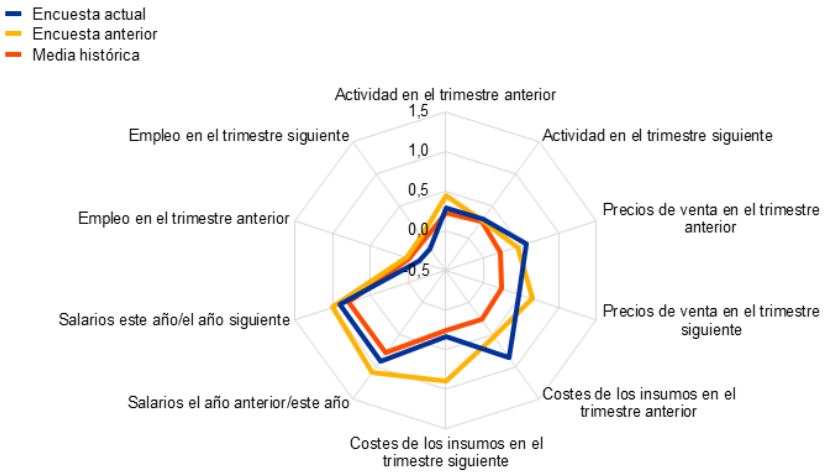
Los contactos indicaron un crecimiento moderado de la actividad durante el segundo trimestre y prácticamente el mismo dinamismo en el tercer trimestre. Aunque la guerra en Oriente Próximo y el consiguiente aumento de los precios de los combustibles habían reducido los desplazamientos y estaban lastrando ligeramente el gasto en consumo, el impacto global en la actividad parecía bastante limitado. Esto se debió en parte a que algunas empresas se habían beneficiado de la menor competencia de las compañías asiáticas (cuyos costes se habían incrementado en mayor medida o habían sufrido disrupciones temporales en el suministro) y de las compras por motivos de precaución ante la previsión de subidas de los precios. Esta situación había generado un cambio en la composición del crecimiento en favor de las manufacturas y en detrimento de los servicios. No obstante, la economía mundial había mostrado resiliencia, y las economías asiáticas una flexibilidad notable, para superar las perturbaciones causadas por el bloqueo del estrecho de Ormuz, y el comercio mundial volvía a crecer con solidez.

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

Gráfico A

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

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



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

Los contactos manifestaron que el crecimiento del gasto en consumo había sido modesto. En el sector alimentario, los comerciantes indicaron que la subida de los precios de los combustibles durante el segundo trimestre había reducido el dinero disponible para otros fines y había reforzado la tendencia de los consumidores a optar por productos de marca blanca en vez de por artículos de marca. En el sector minorista de la moda, la demanda en la gama de precios medios estaba cayendo, mientras que las ventas de artículos sin marca, de lujo y en *outlets* seguían creciendo. En el sector de la electrónica de consumo, la demanda de productos de tamaño mediano se estaba beneficiando de un ciclo de recuperación (dada la necesidad de sustituir bienes adquiridos durante la pandemia). Sin embargo, las condiciones generales en los mercados eran difíciles, ya que estaba creciendo la oferta de productos innovadores a precios bajos por parte de fabricantes chinos. Aproximadamente la mitad de los comerciantes contactados opinaba que el conflicto en Oriente Próximo había reducido la demanda de consumo. No obstante, las valoraciones de otros contactos eran más optimistas al considerar que el gasto en consumo había mostrado una resiliencia sorprendente. Esta última valoración era aplicable a las ventas de automóviles, que habían ido repuntando gracias a las subvenciones a los vehículos eléctricos reestablecidas por algunos Gobiernos, a la introducción de modelos más asequibles en un contexto de creciente competencia de los fabricantes chinos y al incremento de los precios de los combustibles, que había generado una mejora de la confianza en esta clase de vehículos.

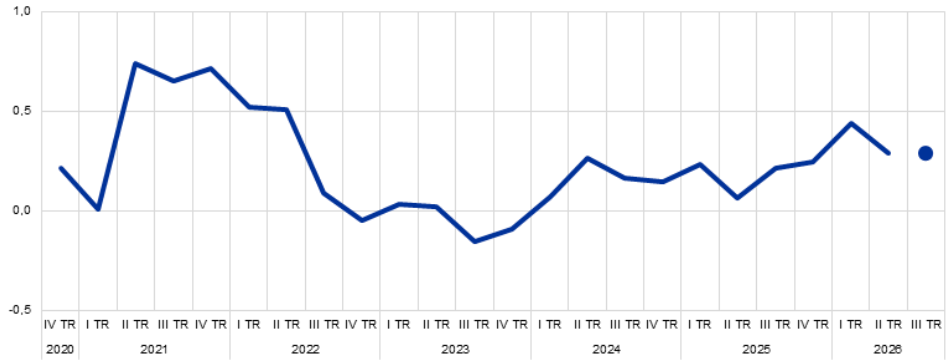
La guerra en Oriente Próximo redujo los viajes en avión, aunque con cambios en la demanda que podrían beneficiar a la temporada turística de verano en la zona del euro. Según los contactos del sector aeronáutico, los desplazamientos con origen y destino en aeropuertos de la zona del euro fueron entre un 2 % y un 4 % inferiores a los que se habrían registrado en otras circunstancias en el segundo trimestre. Ello se debió en parte a que las aerolíneas redujeron la capacidad de las rutas menos rentables, y en parte a que la demanda de pasajeros disminuyó (más de lo esperado) en respuesta a la subida de los precios de los billetes. No obstante, como los precios de los pasajes habían vuelto a caer y la escasez de combustible estaba generando menor preocupación, las perspectivas para el verano eran buenas. Además, se había producido un cambio evidente en los desplazamientos, en detrimento de los destinos del Mediterráneo oriental y en favor de los destinos de veraneo en la zona del euro.

Los contactos señalaron el auge de la inteligencia artificial (IA) como motor del gasto y la inversión empresarial, mientras que las preocupaciones por la competitividad estaban lastrando los gastos de capital tradicionales. Los contactos manifestaron un sólido crecimiento de la demanda de infraestructura soberana en la nube e independencia tecnológica, que estaba animando a las empresas europeas a asociarse con proveedores estadounidenses para ofrecer soluciones localizadas. La inversión en centros de datos estaba impulsando la demanda de materiales de construcción relacionados, así como un auge en toda la cadena de suministro de semiconductores. La adopción de la IA estaba transformando el modelo de negocio en el sector de la consultoría, y sus usos se estaban investigando ampliamente en otros sectores. La inversión en energías renovables era otro de los factores determinantes del crecimiento (ante el nuevo estímulo proporcionado por el conflicto en Oriente Próximo), al igual que la industria aeroespacial. La construcción residencial había repuntado en el segundo trimestre, tras haberse visto afectada por las malas condiciones meteorológicas en el primer trimestre, y estaba creciendo gracias a las mejoras en la accesibilidad en 2025 (tipos de interés de las hipotecas, precios de los materiales de construcción). Sin embargo, los indicadores de accesibilidad a la vivienda se estaban deteriorando de nuevo. Según los contactos, las perspectivas de la inversión en maquinaria y bienes de equipo eran dispares: algunos de ellos señalaron un repunte sostenido de los pedidos desde finales de 2025, mientras que otros consideraron que el gasto de capital tradicional se mantenía bastante estable y se veía lastrado por los altos costes energéticos, laborales y regulatorios, así como por la elevada incertidumbre. En consecuencia, las empresas manufactureras europeas estaban centrando cada vez más sus inversiones en Asia o en el este de Europa, en lugar de en la zona del euro.

Gráfico B

Valoraciones sobre la evolución y las perspectivas relativas a la actividad

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



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

El dinamismo del empleo fue bastante débil y muchas empresas recortaron costes. Este fue el caso concreto de las empresas manufactureras para las que la producción en la zona del euro ya no era competitiva y que, por tanto, estaban reduciendo su huella de empleo en la región. En el sector servicios, el empleo fue más estable. En el conjunto de la economía, las empresas siguieron declarando que hacían pruebas generalizadas de casos de uso de la IA para incrementar la productividad y rebajar los costes laborales, si bien, por el momento, sus efectos sobre el empleo agregado eran limitados. En consonancia con las opiniones manifestadas en la encuesta anterior, las agencias de contratación indicaron que su actividad estaba remontando (después de varios trimestres de contracción), aunque impulsada por un repunte de las contrataciones temporales, más que de las indefinidas.

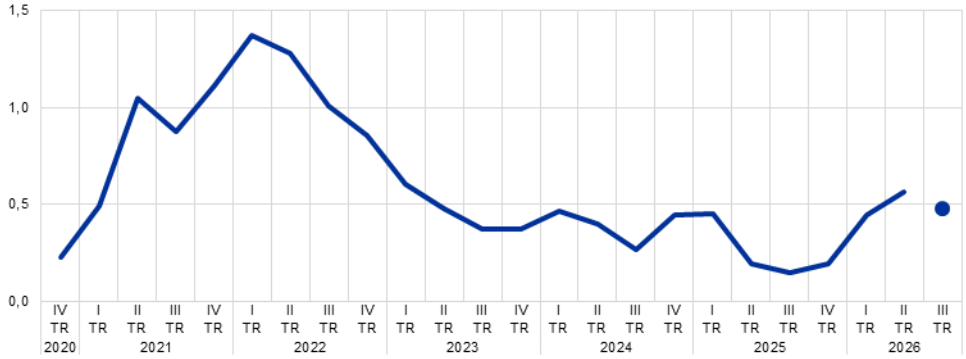
Los contactos señalaron mayores incrementos de los precios de venta en el segundo trimestre, aunque inferiores a los previstos en la encuesta anterior, y esperaban una ligera moderación en el tercer trimestre. Tanto la evolución de los precios y costes como las expectativas en torno a ellos se vieron gravemente afectadas por los acontecimientos en Oriente Próximo y las consiguientes variaciones de los precios del petróleo. En torno al 40 % de los contactos señalaron que los precios habían aumentado en su sector en respuesta a dichos acontecimientos y un porcentaje similar indicó que los márgenes se habían contraído. El ascenso de los precios había sido mayor en los sectores de bienes intermedios y de transporte, al ser los que se ven afectados de forma más directa por el precio del petróleo y sus derivados. Los precios de los productos petroquímicos, por ejemplo, se habían incrementado entre un 20 % y un 30 %. En las industrias manufactureras que operan en las fases iniciales de la cadena (bienes intermedios y de capital), la traslación de los costes a los precios había sido relativamente rápida, ya que algunas empresas habían reaccionado ajustando los precios con mayor frecuencia de lo habitual, mientras que otras (tras las lecciones extraídas de la escalada de la inflación provocada por la pandemia y por la invasión

rusa de Ucrania) habían introducido cláusulas contractuales que prevén la traslación automática de los costes de los materiales, la energía y la logística. No obstante, en las empresas más cercanas al consumidor, el entorno de precios presentaba mayor complejidad y, hasta la fecha, los ajustes habían sido menores. En el sector de comercio minorista no alimentario (y más concretamente el de electrónica de consumo), la competencia de las importaciones procedentes de Asia había contenido los precios o ejercido presiones a la baja sobre ellos. Además, los consumidores habían mantenido su elevada sensibilidad a los precios. Si los precios del petróleo hubiesen permanecido en los niveles observados durante el alto el fuego entre Estados Unidos e Irán, probablemente la traslación a los precios finales de consumo habría sido limitada.

Gráfico C

Valoraciones sobre la evolución y las perspectivas de los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)



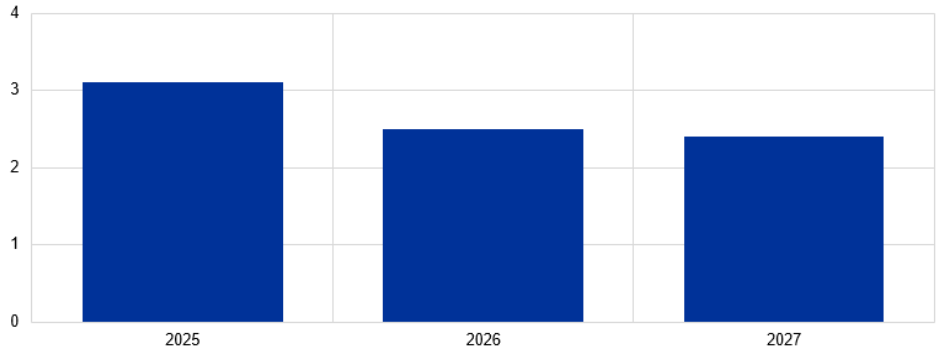
Fuente: BCE.
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde –2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento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

Los contactos continuaban anticipando una desaceleración del crecimiento de los salarios. En promedio, las indicaciones cuantitativas proporcionadas apuntan a expectativas de que el crecimiento salarial se desacelerará desde el 3,1 % en 2025 hasta el 2,5 % en 2026 y el 2,4 % en 2027. Estas percepciones y expectativas son ligeramente inferiores a las expresadas en la encuesta anterior, lo que puede reflejar, en parte, una composición diferente del panel más que un cambio en las perspectivas. En torno al 20 % de los contactos opinaba que el repunte de la inflación provocado por el conflicto en Oriente Próximo se traduciría en un aumento de las demandas salariales, y aproximadamente el 10 % esperaba que sus empresas aplicasen medidas para compensar la inflación. Sin embargo, la mayoría de los contactos no preveía un impacto notable sobre el crecimiento de los salarios, citando las débiles condiciones económicas y perspectivas de empleo.

Gráfico D

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.
Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2025 y de sus expectativas para 2026 y 2027. Las medias correspondientes a 2025, 2026 y 2027 se basan en las indicaciones facilitadas por 67, 70 y 52 contactos, respectivamente.

Bibliografía

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

6 Medición del (des)anclaje de las expectativas de inflación y qué revelan los indicadores basados en encuestas

Colm Bates, Aidan Meyler, Giovanni Trebbi y Zivile Zekaite

Tras la importante perturbación de los precios de la energía sufrida recientemente, este recuadro reevalúa el anclaje de las expectativas de inflación a más largo plazo (las más relevantes para el mantenimiento de la estabilidad de precios), atendiendo a las encuestas a consumidores, a empresas y a expertos en previsión económica[1,2]**.** La literatura económica sobre las expectativas de inflación sugiere un amplio abanico de indicadores para analizar si existe un anclaje a largo plazo (Reis, 2021 y 2026; Neri *et al.*, 2022; Work stream on inflation expectations, 2021). Una métrica de evaluación esencial es la coherencia de la media o de la mediana de las expectativas de inflación a más largo plazo con la estabilidad de precios («anclaje de nivel»). Otros indicadores también pueden aportar información útil y actuar como posibles señales de desanclaje, especialmente después de una perturbación significativa. Por ejemplo, los desacuerdos entre agentes, la incertidumbre en torno a las expectativas a más largo plazo y los riesgos de cola —la probabilidad de una inflación muy baja o muy elevada— deberían mantenerse contenidos («anclaje de los momentos de orden superior»). Además, unas expectativas a más largo plazo bien ancladas no deberían mostrar una correlación excesiva con las expectativas a corto plazo ni con las perturbaciones transitorias («anclaje frente a perturbaciones»). La evaluación del anclaje debe ser integral y no centrarse en un único indicador o categoría de agentes económicos, y debe tener en cuenta las características de los agentes, ya que las expectativas de los consumidores y las empresas suelen estar más dispersas que las de los expertos en previsión económica y presentan un sesgo sistemático al alza (un fenómeno observado a escala global)[3].

En la actualidad, el anclaje de nivel de las expectativas de inflación a más largo plazo se mantiene, en términos generales. Por grupos de agentes, los consumidores fueron los que más reaccionaron a la reciente perturbación de los precios de la energía, aunque la estructura por horizontes temporales mostró una pendiente descendente pronunciada, dado que las expectativas a más largo plazo se revisaron al alza solo ligeramente. Las expectativas de inflación a más largo plazo de las empresas y de los expertos en previsión económica apenas variaron

---

1 Las expectativas de inflación procedentes de encuestas complementan las expectativas de inflación que se basan en datos de los mercados financieros. Aunque tanto unas como otras tienen ventajas e inconvenientes, ambas fuentes de expectativas proporcionan información útil a los responsables de elaborar las políticas. Para un análisis más detallado, véanse, por ejemplo, Work stream on inflation expectations (2021), en particular la sección 2.1, y Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), en particular el recuadro 4.

2 En este recuadro las expectativas de inflación tanto a medio como a largo plazo (a tres y a cinco años vista) se denominan «expectativas a más largo plazo».

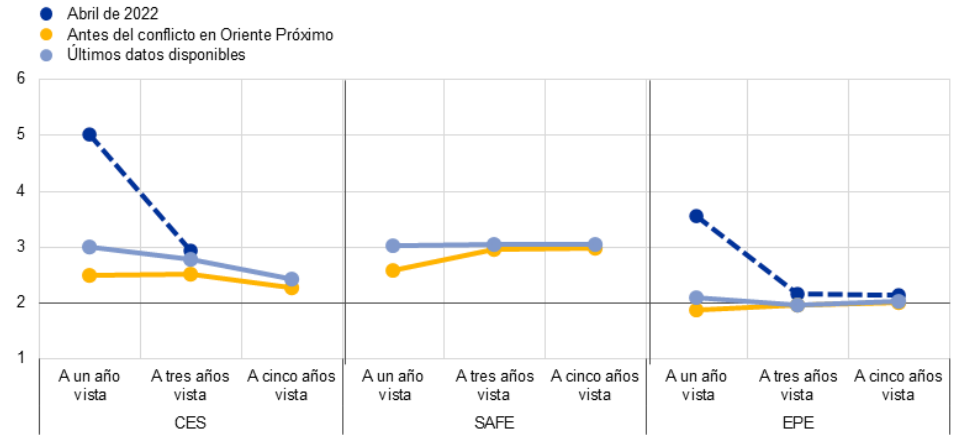
3 En este recuadro se utilizan los datos de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés), la encuesta de la Comisión Europea y el BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) y la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE). En la EPE participan expertos en previsión macroeconómica pertenecientes a instituciones financieras y no financieras radicadas en Europa.

tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo (gráfico A). Aunque, a primera vista, el anclaje de nivel es más débil para los consumidores y las empresas, esto puede atribuirse en parte al sesgo sistemático al alza de ambos grupos[4]. Si se comparan los desarrollos recientes con la situación posterior a la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia, esta última perturbación inflacionista también se percibió como transitoria, pero partió de un nivel de expectativas de inflación más elevado y finalmente fue más persistente de lo previsto originalmente (los precios del gas natural no alcanzaron máximos hasta alrededor de agosto-octubre de 2022). En cambio, por el momento, el episodio actual ha generado revisiones menores de las expectativas de inflación a más largo plazo, y las expectativas de todos los agentes se han estabilizado o moderado en las encuestas más recientes.

Gráfico A

Estructura de las expectativas por horizontes temporales

(tasas de variación interanual)



Fuentes: CES, SAFE, EPE y cálculos del BCE.
Notas: En el caso de la CES y la SAFE, la estructura por horizontes temporales se refiere a la mediana de las expectativas de inflación; en el caso de la EPE, a la media de dichas expectativas. En 2022 no se disponía de datos de las expectativas de inflación de la SAFE. Los últimos datos disponibles recogen las expectativas de junio de 2026 para la SAFE y la CES, y las correspondientes al tercer trimestre de 2026 para la EPE.

Hasta ahora, el porcentaje de expectativas coherentes con el objetivo de inflación se mantiene por encima de los niveles observados en 2022-2023.

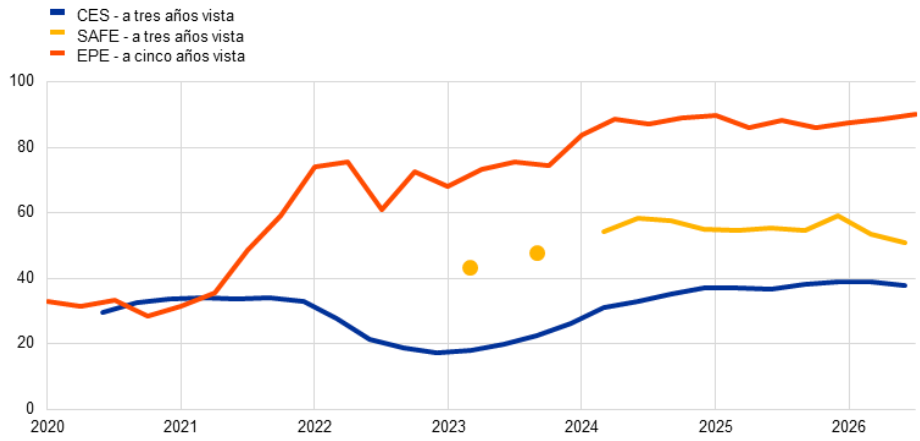
Dadas las diferencias entre agentes, resulta útil hacer un seguimiento del porcentaje de encuestados cuyas expectativas de inflación son coherentes con el objetivo a lo largo del tiempo (gráfico B). En el episodio actual, estos porcentajes, que difieren en nivel según el tipo de agente, no han variado mucho por el momento. Se mantuvieron relativamente elevados entre los expertos y solo descendieron ligeramente entre los consumidores, mientras que el porcentaje correspondiente a las empresas cayó de forma más apreciable. Con todo, en los tres grupos estos porcentajes se sitúan por encima de los registrados en 2022-2023.

[4] Véase el gráfico 22 en Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025).

Gráfico B

Porcentaje de expectativas de inflación coherentes con el objetivo

(porcentajes de encuestados)



Fuentes: CES, SAFE, EPE y cálculos del BCE.
Notas: Para la CES y la SAFE, el intervalo de las expectativas de inflación a tres años vista coherente con el objetivo se establece entre el 1 % y el 3 %. Para la EPE, el intervalo de las expectativas de inflación a cinco años vista coherente con el objetivo se establece entre el 1,8 % y el 2,2 %. El intervalo más amplio para los consumidores y las empresas refleja la mayor dispersión y el mayor ruido de medición que suelen observarse en las expectativas de los no expertos.

Tras la perturbación de los precios de la energía más reciente, la dinámica conjunta de las expectativas a corto y a más largo plazo no apunta a un mayor desanclaje frente a perturbaciones en los distintos grupos de agentes. Si una perturbación se percibe como transitoria, los cambios en las expectativas a más largo plazo no deberían ser excesivamente sensibles a las variaciones en las expectativas a corto plazo[5]. En el caso de los consumidores, el análisis de regresión sugiere que los cambios en las expectativas a más largo plazo suelen ser positiva y significativamente sensibles a las variaciones en las expectativas a corto plazo (gráfico C)[6]. Recientemente, esta sensibilidad se ha reducido algo (las expectativas a más largo plazo no se han revisado con tanta intensidad como las de corto plazo). En el caso de los expertos en previsión económica, los cambios en las expectativas a más largo plazo suelen ser insensibles a las variaciones en las expectativas a corto plazo. Aunque hubo excepciones en los dos últimos trimestres de 2021 (en torno a la revisión de la estrategia), esos cambios supusieron un acercamiento al objetivo de estabilidad de precios del BCE.

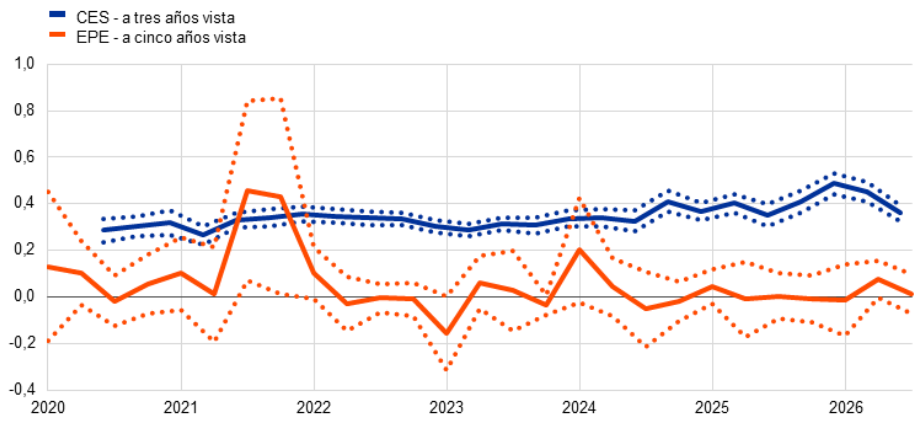
5 Puede haber diferencias de nivel en las sensibilidades estimadas entre los distintos agentes, debido a las diferencias entre grupos (Weber *et al.*, 2022).

6 No se presentan las sensibilidades estimadas de las empresas debido al porcentaje relativamente reducido y al bajo número absoluto de empresas que respondieron en encuestas consecutivas. No obstante, en el primer trimestre de 2026, mientras que las expectativas agregadas de inflación a un año vista se revisaron al alza en la SAFE (hasta el 3 %, desde el 2,6 %), las correspondientes a tres años vista se mantuvieron sin variación en el 3 %. Véase Fantino *et al.* (2026) para un análisis más detallado.

Gráfico C

Relación entre las variaciones en las expectativas de inflación a corto y a más largo plazo

(coeficientes de regresión estimados)



Fuentes: CES, EPE y cálculos del BCE.
Notas: Estimaciones de mínimos cuadrados ordinarios con intervalos de confianza del 95 % (líneas discontinuas), obtenidas al regresar las revisiones individuales, trimestre a trimestre (sobre la base de ediciones de tres meses agrupadas con efectos fijos individuales y de tiempo para la CES), de las expectativas a tres años (a cinco años en el caso de la EPE) entre dos encuestas consecutivas sobre las revisiones de las expectativas a un año vista.

La estabilidad de los niveles de desacuerdo y un porcentaje contenido de agentes que esperan una inflación elevada sugieren un anclaje de los momentos de orden superior, aunque la señal es más débil en el grupo de los no expertos. El anclaje de los momentos de orden superior se refiere a la dispersión, la asimetría y los valores atípicos. En cuanto a la dispersión, el desacuerdo entre agentes, medido por el rango intercuartílico de la distribución transversal de las expectativas a más largo plazo, no ha cambiado de forma sustancial. Se ha mantenido por debajo de su media de largo plazo entre los expertos en previsión y también ha permanecido estable, en general, entre los consumidores y las empresas[7]. En conjunto, el desacuerdo ha disminuido respecto a los máximos de 2022-2023 (panel a del gráfico D). Además, el desacuerdo es considerablemente mayor entre los consumidores y las empresas que entre los expertos. Más allá del desacuerdo, parece que la incertidumbre en torno a las expectativas indicadas por los encuestados (calculada con diversas métricas) aumentó inicialmente tras el estallido de la guerra, aunque los datos más recientes de los consumidores y las empresas muestran que ha empezado a remitir. En lo que respecta a la asimetría y los valores atípicos, el porcentaje de encuestados con expectativas elevadas (inflación esperada superior al 5 % para las empresas y los consumidores, y superior al 2,5 % para los expertos en previsión económica) se incrementó muy ligeramente entre los expertos y de forma más apreciable entre los consumidores y las empresas, aunque en el caso de estas últimas disminuyó en la última edición (panel b del gráfico D). No obstante, estos porcentajes siguen por debajo de los altos niveles de 2022-2023.

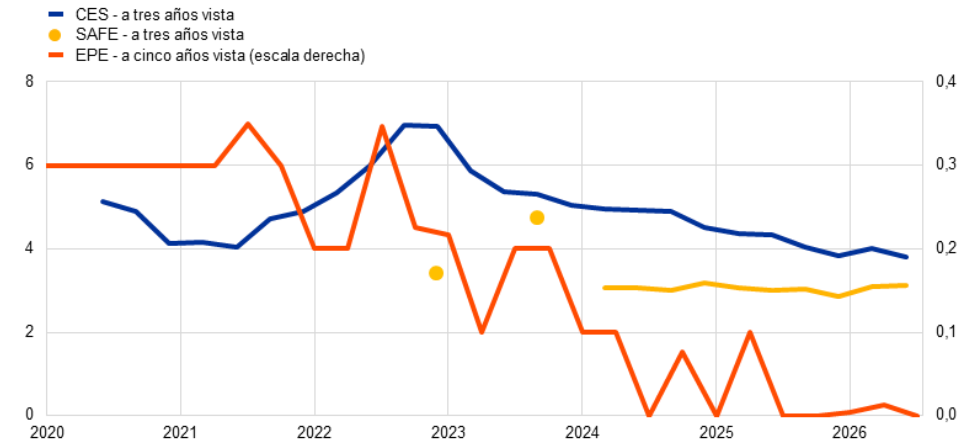
7 Las desviaciones típicas de las expectativas puntuales en la sección cruzada presentan un panorama bastante similar.

Gráfico D

Desacuerdo entre agentes y porcentaje de agentes que esperan una inflación elevada

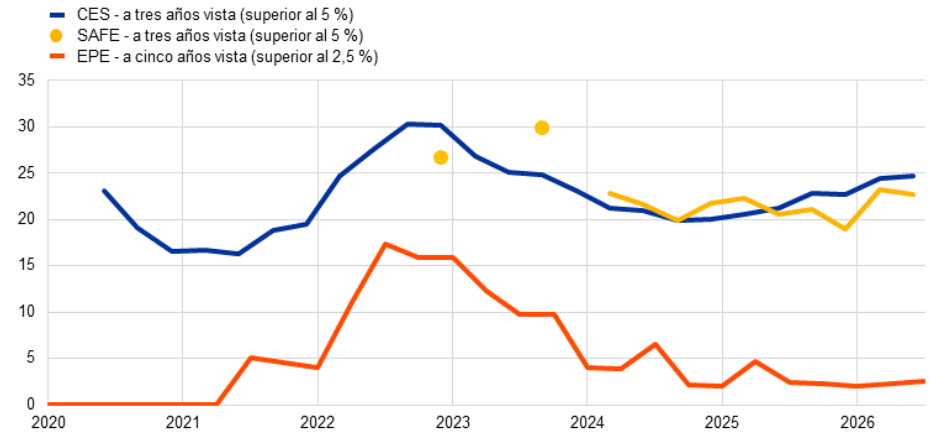
a) Rango intercuartílico de las expectativas de inflación de los agentes

(puntos porcentuales)



b) Porcentaje de agentes que esperan una inflación elevada

(porcentajes de encuestados)



Fuentes: CES, SAFE, EPE y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: Los rangos intercuartílicos se calculan como la diferencia entre el tercer y el primer cuartil de las previsiones puntuales. Panel b: Los porcentajes de quienes esperan una inflación elevada se calculan como los porcentajes de encuestados con expectativas a tres años superiores al 5 % para la CES y la SAFE, y el porcentaje con expectativas a cinco años superiores al 2,5 % para la EPE. En el tercer trimestre de 2026, solo un encuestado de la EPE declaró expectativas por encima del 2,5 % (3,5 %). Las últimas observaciones corresponden a junio de 2026 para la CES, al segundo trimestre de 2026 para la SAFE y al tercer trimestre de 2026 para la EPE.

Aunque el grado de anclaje de las expectativas a más largo plazo se mantiene cercano a los niveles observados antes de la perturbación energética de Oriente Próximo, es necesario realizar un estrecho seguimiento de las expectativas de inflación. Las expectativas de inflación a más corto plazo se desplazaron al alza inicialmente tras el estallido de la guerra en Oriente Próximo, al igual que algunos indicadores a más largo plazo, aunque de forma mucho más limitada. Desde la perturbación inicial, la información más reciente indica que las expectativas de inflación basadas en las encuestas se han estabilizado o corregido a la baja en cierta medida. Es preciso vigilar atentamente una amplia gama de indicadores, ya que algunos agentes económicos pueden estar mostrando una

mayor sensibilidad a la evolución reciente de la inflación debido al recuerdo del fuerte aumento que experimentó en 2022-2023.

Bibliografía

D. Fantino, A. Ferrando, J. Groß, S. Lamboglia, L. Lebastard, J. Rariga y M. Schmidt (2026), «How the war in the Middle East is reshaping euro area firms' expectations», *The ECB Blog*, BCE, 26 de mayo.

S. Neri, G. Bulligan, S. Cecchetti, F. Corsello, A. Papetti, M. Riggi, C. Rondinelli, y A. Tagliabracci (2022), «On the anchoring of inflation expectations in the euro area», *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n.º 712, Banca d'Italia, septiembre.

R. Reis (2021), «Losing the Inflation Anchor», *Brookings Papers on Economic Activity*, septiembre.

R. Reis (2026), «Why did Inflation Rise and Fall in 2021-24? Channels and Evidence from Expectations», *CEPR Discussion Paper*, n.º 21277, marzo.

M. Weber, F. D'Acunto, Y. Gorodnichenko y O. Coibion (2022), «The Subjective Inflation Expectations of Households and Firms: Measurement, Determinants, and Implications», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 36, n.º 3, pp. 157-184.

Work stream on inflation expectations (2021), «Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting», *Occasional Paper Series*, n.º 264, BCE, septiembre.

Workstream 1: Changing economic and inflation environment (2025), «A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 371, BCE, junio.

7 El índice ECB-BIG: seguimiento de las condiciones del crédito en la zona del euro

Anastasia Allayioti, Paola Di Casola y Giacomo Magistretti

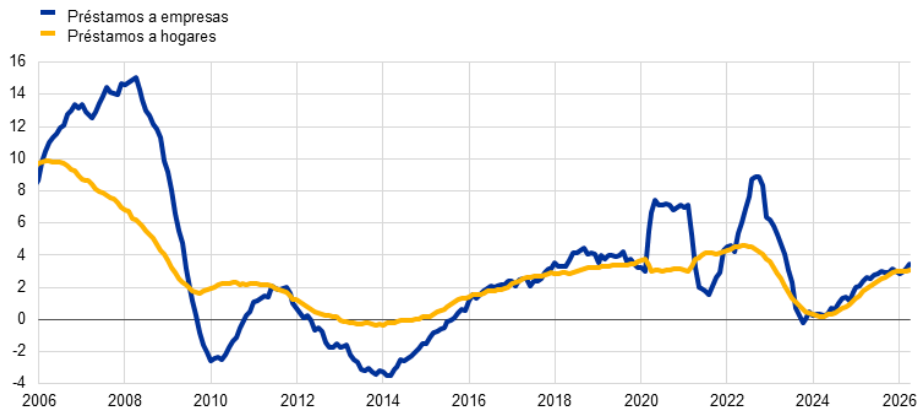
El índice European Central Bank Broad Intermediation Gauge (ECB-BIG) es un indicador nuevo que ofrece una valoración actualizada de la evolución de las condiciones de intermediación en las entidades de crédito y las entidades financieras no bancarias. El índice ECB-BIG realiza un seguimiento de las condiciones crediticias en la zona del euro utilizando un amplio conjunto de indicadores que arrojan luz sobre la disponibilidad, las necesidades y los costes del crédito en el conjunto de la economía. Proporciona un resumen útil de las condiciones crediticias, particularmente cuando los indicadores individuales parecen emitir señales contradictorias. Por ejemplo, al inicio de la crisis financiera global, el crecimiento de los préstamos bancarios a hogares ya había empezado a ralentizarse, mientras que el de los concedidos a empresas siguió avanzando a un ritmo sostenido durante los primeros meses de 2008, antes de experimentar una fuerte desaceleración (panel a del gráfico A). En los últimos meses, la financiación bancaria ha continuado creciendo a un ritmo estable, mientras que los tipos de interés del crédito han comenzado a aumentar, lo que sugiere que las condiciones crediticias podrían estar endureciéndose (panel b del gráfico A). El índice ECB-BIG ofrece el primer resumen completo de estos y otros indicadores de las condiciones del crédito en la zona del euro.

Gráfico A

Indicadores de las condiciones del crédito en la zona del euro

a) Crecimiento anual de los préstamos bancarios

(porcentajes anuales)



b) Coste de financiación

(porcentajes anuales)

Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a, los préstamos bancarios están ajustados de titulizaciones, otras transferencias y actividades de centralización de tesorería (*cash pooling*). Las últimas observaciones corresponden a abril de 2026.

El nuevo indicador combina las ventajas de las metodologías estructurales de forma reducida. Se construye mediante técnicas de previsión condicionada aplicadas dentro de un modelo de vectores autorregresivos bayesianos (BVAR, por sus siglas en inglés) capaz de manejar grandes conjuntos de datos de frecuencia mixta de variables financieras, crediticias y macroeconómicas. El enfoque se basa en Crump *et al.* (2025), que desarrollaron un índice de condiciones financieras en Estados Unidos basado en un ejercicio de previsiones condicionadas estructurales dentro de un modelo BVAR macrofinanciero trimestral. A diferencia de enfoques como los análisis de componentes principales o los modelos de factores dinámicos, esta metodología permite contemplar distintos canales de transmisión, en lugar de imponer una relación de adelantos y retardos idéntica a todas las variables. Este marco se ha ampliado para tener en cuenta: i) variables publicadas con distintas frecuencias, siguiendo los avances recientes en la literatura sobre modelos BVAR (Cimadomo *et al.*, 2022), y ii) unas condiciones de financiación más amplias. El índice ECB-BIG mide el impacto de las perturbaciones financieras y crediticias sobre la inversión (un indicador de la actividad económica estrechamente relacionado con las condiciones crediticias). Más concretamente, el índice puede definirse como la previsión dentro de la muestra de la inversión condicionada a las perturbaciones financieras y crediticias. Se normaliza, y los valores positivos (negativos) indican unas condiciones del crédito relativamente restrictivas (laxas).

El índice capta las interrelaciones entre las variables financieras y crediticias, por un lado, y las variables macroeconómicas, por otro. Esto es especialmente importante porque las variables macroeconómicas responden a las condiciones de financiación —normalmente con cierto retraso—, mientras que las variables financieras y crediticias reaccionan a las noticias macroeconómicas[1]. Las variables macroeconómicas incluidas en este modelo BVAR macrofinanciero-crediticio son el PIB, la inversión, el índice de directores de compras (PMI) compuesto, el nivel de

[1] Altavilla *et al.* (2017) muestran que las sorpresas macroeconómicas explican gran parte de las fluctuaciones de los precios de los activos.

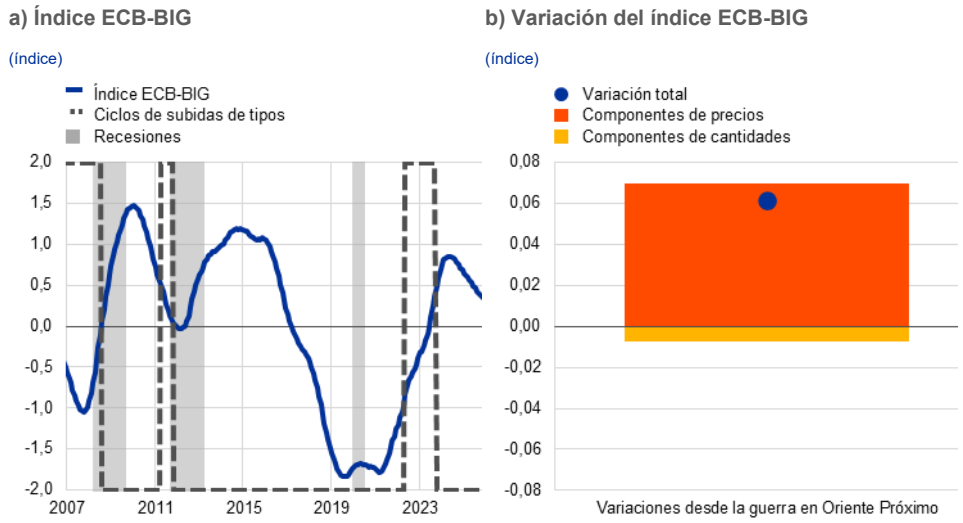
precios, el desempleo y un índice de incertidumbre de política económica[2]. Se recopila un conjunto diverso de variables mensuales y trimestrales que abarcan aspectos clave de las condiciones crediticias en la zona del euro: i) tipos de interés del crédito bancario y préstamos bancarios a hogares y a empresas, ii) préstamos a empresas de entidades financieras no bancarias y del resto del mundo, iii) valores representativos de deuda y acciones y participaciones emitidos por las empresas, iv) criterios de aprobación de los préstamos a hogares y a empresas obtenidos de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro, y v) condiciones de los mercados financieros aproximadas por el Índice Macrofinanciero de Condiciones Financieras (MF-FCI, por sus siglas en inglés) desarrollado en Bletzinger *et al.* (2026).

El índice ECB-BIG apunta actualmente a unas condiciones de intermediación más restrictivas que las observadas antes del inicio de la guerra en Oriente Próximo. El índice ha alcanzado máximos en tres períodos principales (panel a del gráfico B). En primer lugar, durante la crisis financiera global de 2007-2009, un período caracterizado por una acusada contracción de la oferta de crédito, como pone de manifiesto la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro. Durante ese período, las entidades financieras tuvieron que hacer frente a la escasez de liquidez, a una mayor aversión al riesgo y a un desapalancamiento generalizado. En segundo lugar, en el período posterior a la crisis de deuda soberana europea en torno a 2014, que estuvo marcado por el aumento de la fragmentación financiera entre los países de la zona del euro y la aparición de riesgos deflacionistas. Muchas entidades de crédito, especialmente las de los países más endeudados, redujeron el crédito en ese momento, en un contexto de acceso limitado a la financiación de mercado y de elevadas ratios de préstamos dudosos. En tercer lugar, durante el ciclo de subidas de tipos de 2022-2023, un período en el que el BCE incrementó rápidamente los tipos de interés en respuesta a la escalada de la inflación, tras la perturbación de los precios de la energía provocada por la invasión rusa de Ucrania. Más recientemente, el índice ha apuntado de nuevo a un cierto endurecimiento, aunque más limitado, de las condiciones crediticias tras las perturbaciones geopolíticas y de los precios de la energía desencadenadas por la guerra en Oriente Próximo. El reciente endurecimiento refleja las presiones derivadas de los componentes de precios, especialmente de los tipos de interés de los préstamos (panel b del gráfico B).

[2] Para más información sobre la importancia de la incertidumbre de política económica para el crédito y la inversión, véase Allayioti *et al.* (2025).

Gráfico B

Índice ECB-BIG, recesiones económicas y ciclos de subidas de tipos



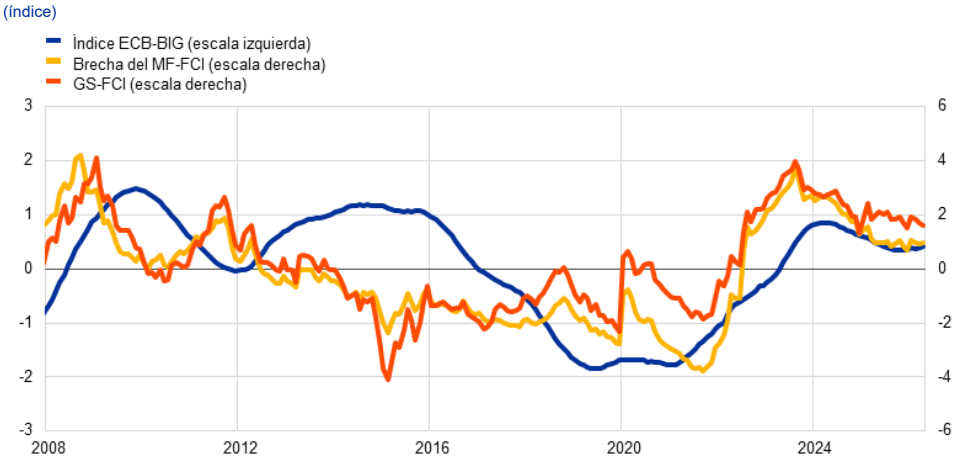
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Notas: Cuanto más positivo (negativo) es el índice, más restrictivas (laxas) son las condiciones del crédito. En el panel a, los valores más recientes se basan también en las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, ya que los datos observados todavía no están disponibles. En el panel b, «Componentes de precios» incluye los tipos de interés de los préstamos y el índice MF-FCI, «Componentes de cantidades» incluye volúmenes de crédito y cambios en los criterios de aprobación del crédito según la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro y «Variaciones desde la guerra en Oriente Próximo» se refiere a la variación entre la predicción a muy corto plazo (*nowcast*) de junio y la predicción a muy corto plazo de febrero. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2026.

El índice ECB-BIG complementa los indicadores de condiciones financieras definidos de forma más restringida, con resultados divergentes en algunos períodos (gráfico C). Por ejemplo, el MF-FCI y el Indicador de Condiciones Financieras de Goldman Sachs (GS-FCI, por sus siglas en inglés) muestran una relajación de las condiciones financieras en el período 2013-2014, mientras que el índice ECB-BIG señala un endurecimiento de las condiciones de intermediación. Esto refleja principalmente la evolución de los criterios de aprobación y de los volúmenes de crédito de las entidades bancarias en ese momento. Además, el índice ECB-BIG no registró un repunte en 2020 pese a la importante perturbación de la actividad económica provocada por la pandemia de COVID-19, probablemente como consecuencia de las actuaciones de política sin precedentes que mitigaron el posible deterioro de las condiciones crediticias[3].

[3] Para más detalles sobre cómo las políticas monetaria y prudencial respaldaron las condiciones del crédito bancario durante la pandemia de COVID-19, véase Altavilla *et al.* (2023).

Gráfico C

Índice ECB-BIG e índices de condiciones financieras

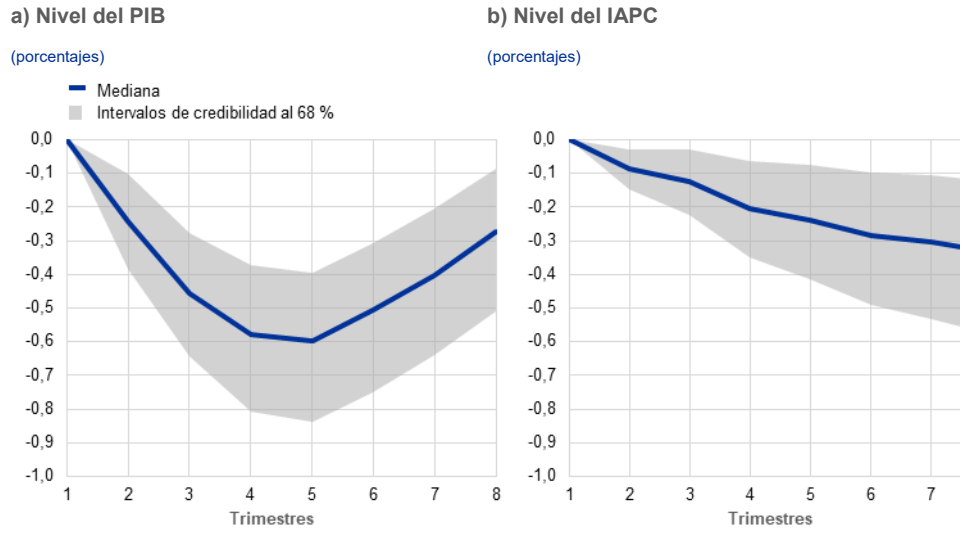


Fuentes: Cálculos del BCE y Bletzinger *et al.* (2026).
Notas: Cuanto más positivo (negativo) es el índice, más restrictivas (laxas) son las condiciones del crédito. El MF-FCI se muestra como la brecha respecto a su media neutral de largo plazo, que es el valor al que converge el índice cuando la inflación de la zona del euro se sitúa en su objetivo a medio plazo y la brecha de producción se cierra. El GS-FCI se reescala para tener la misma media y varianza que la brecha del MF-FCI desde 2005. Tanto el MF-FCI como el GS-FCI se refieren a la media mensual de los valores diarios. Las últimas observaciones corresponden a junio de 2026.

En conjunto, un episodio de endurecimiento del índice ECB-BIG tiene un impacto contractivo en la economía de la zona del euro. Una ventaja de contar con un indicador que resume las condiciones de intermediación es que permite evaluar los efectos de una perturbación sin tener que trabajar con múltiples variables, a menudo muy correlacionadas, que proporcionan señales difíciles de aislar. Utilizando un modelo BVAR trimestral, se pueden mostrar los efectos macroeconómicos de un episodio de endurecimiento del índice ECB-BIG: un aumento del índice de una desviación típica se traduce en un descenso del 0,6 % del PIB real aproximadamente cuatro trimestres después de la perturbación, que se revierte gradualmente a partir de entonces, y reduce el nivel de precios (medido por el Índice Armonizado de Precios de Consumo, IAPC) en torno a un 0,3 % al cabo de ocho trimestres (gráfico D).

Gráfico D

Impacto de un *shock* de endurecimiento del índice ECB-BIG



Fuente: Cálculos del BCE.
Notas: Los paneles muestran las funciones de impulso-respuesta a un *shock* de una desviación típica (una unidad) del índice ECB-BIG. El modelo BVAR incluye el PIB, la inversión, el IAPC, el tipo OIS (*overnight index swap*) a un año y el índice ECB-BIG, e identifica la perturbación mediante la ordenación de Cholesky.

El índice ECB-BIG que se presenta en este recuadro puede ser un instrumento valioso para guiar las decisiones de política monetaria. La evaluación de la fortaleza de la transmisión de la política monetaria es uno de los elementos centrales de la estrategia de política monetaria del BCE (BCE, 2025). El índice ECB-BIG puede ser una herramienta útil para determinar la calibración adecuada de la política monetaria, al proporcionar valoraciones actualizadas de las condiciones del crédito en la zona del euro, que son esenciales para entender la transmisión de dicha política.

Bibliografía

A. Allayioti, G. Bozzelli, P. Di Casola, C. Mendicino, A. Skoblar y S. Velasco (2025), «More uncertainty, less lending: how US policy affects firm financing in Europe», *The ECB Blog*, BCE, 2 de octubre.

C. Altavilla, F. Barbiero, M. Boucinha y L. Burlon (2023), «The Great Lockdown: Pandemic response policies and bank lending conditions», *European Economic Review*, vol. 156, julio.

C. Altavilla, D. Giannone y M. Modugno (2017), «Low frequency effects of macroeconomic news on government bond yields», *Journal of Monetary Economics*, vol. 92, diciembre, pp. 31-46.

T. Bletzinger, G. Martorana y J. Mistak (2026), «Looser, tighter, clearer: a new Financial Conditions Index for the euro area», *Working Paper Series*, n.º 3193, BCE, febrero.

J. Cimadomo, D. Giannone, M. Lenza, F. Monti y A. Sokol (2022), «Nowcasting with large Bayesian vector autoregressions», *Journal of Econometrics*, vol. 231, n.º 2, diciembre, pp. 500-519.

R. K. Crump, S. Eusepi, D. Giannone, E. Qian y A. Sbordone (2025), «A Large Bayesian VAR of the U.S. Economy», *International Journal of Central Banking*, vol. 21, n.º 2, abril, pp. 351-409.

Banco Central Europeo (BCE) (2025), «Declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE (2025)», 30 de junio.

8 Evaluación del margen para adoptar medidas fiscales compensatorias en respuesta a la reciente perturbación energética

Othman Bouabdallah, Cristina Checherita-Westphal y Philip Muggenthaler-Gerathewohl

La reciente perturbación energética a escala global ha afectado a las economías y a las finanzas públicas de los países de la zona del euro, pero se aprecian diferencias significativas con respecto a la crisis de la energía de 2022[1]**.** En este recuadro primero se analizan las diferencias entre las condiciones de política fiscal vigentes al inicio de la crisis energética reciente y las observadas tras la invasión rusa de Ucrania en febrero de 2022. A continuación, se presenta un resumen general del apoyo fiscal discrecional proporcionado por los Gobiernos de la zona del euro desde la perturbación de 2026 y se evalúa el margen de autofinanciación de las medidas.

Aunque las posiciones fiscales de la zona del euro parecían bastante similares al inicio de las perturbaciones energéticas de 2022 y de 2026, un análisis más detallado pone de manifiesto que, en la actualidad, el margen fiscal disponible es más reducido (panel a del gráfico A). Antes de las crisis de 2022 y 2026, se esperaba que los Gobiernos de la zona del euro registraran déficits agregados bastante similares, equivalentes al 3,2 % y el 3,3 % del PIB de la zona del euro, respectivamente. No obstante, en 2022, la demanda embalsada debido a un nivel de ahorro precautorio elevado como consecuencia de la pandemia de COVID-19 y las políticas de apoyo a las rentas contribuyeron a una fuerte recuperación del crecimiento, de las bases impositivas y de los ingresos públicos. Sin embargo, en 2026 estas condiciones no se dan. Si se eliminan los factores cíclicos y otros de naturaleza transitoria, el déficit fiscal estructural previsto para la zona del euro se sitúa en el 3,3 % en 2026, frente al 2,6 % proyectado para 2022 antes de la perturbación de la energía. En ese año, los planes públicos previos a la crisis conllevaban también un endurecimiento de la orientación de la política fiscal, dada la retirada de algunas medidas de apoyo frente a la pandemia, lo que generó margen para dar respuesta a una perturbación energética de mayor envergadura y más generalizada que la actual[2]. En cambio, antes incluso del estallido de la guerra en Oriente Próximo, se preveía que la política fiscal de la zona del euro se relajara en 2026, debido principalmente a los importantes planes de gasto en defensa e infraestructuras aprobados por Alemania y otros países más pequeños de la zona del euro miembros de la Organización del Tratado del Atlántico Norte.

1 Para una descripción de estas diferencias, véase Arce *et al.* (2026).

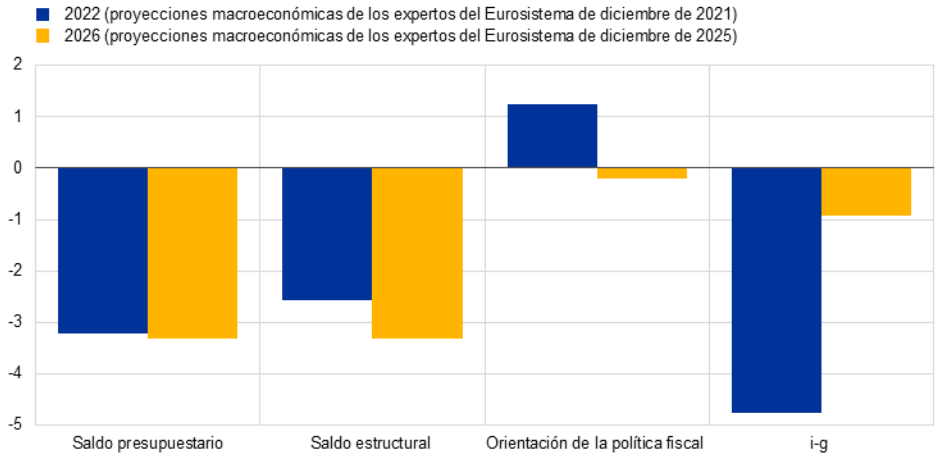
2 Véase Checherita-Westphal (2023) para más detalles.

Gráfico A

Posiciones fiscales previas a las perturbaciones energéticas de 2022 y 2026

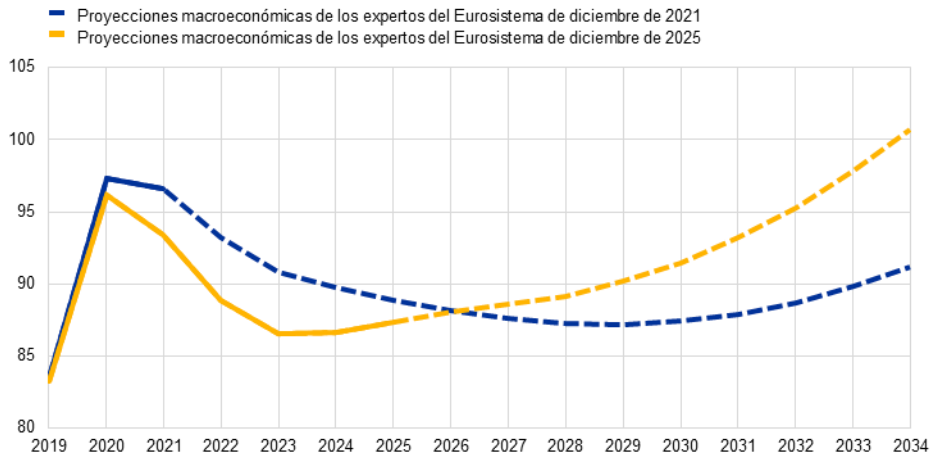
a) Indicadores presupuestarios de la zona del euro

(saldo presupuestario: porcentajes del PIB; saldo estructural y orientación de la política fiscal: porcentajes del PIB potencial; diferencial tipo de interés-crecimiento (i-g): puntos porcentuales)



b) Perspectivas de deuda de la zona del euro

(porcentajes del PIB)



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, diciembre de 2021 y diciembre de 2025, y análisis relacionados de sostenibilidad de la deuda.
Notas: Panel a: «i-g» se refiere a los diferenciales tipo de interés-crecimiento de la deuda pública. La orientación de la política fiscal se mide como la variación del saldo primario ajustado de ciclo (ajustado de subvenciones del programa Next Generation EU por el lado de los ingresos). Una cifra negativa (positiva) implica una relajación (un endurecimiento) de la orientación de la política fiscal. Panel b: los trazos discontinuos representan las ratios de deuda proyectadas, que reproducen el valor base hasta el final de los respectivos horizontes temporales (t+3) y se amplían suponiendo que los saldos estructurales, netos de los costes asociados al envejecimiento de la población, se mantienen constantes.

Las perspectivas de deuda también son ahora menos favorables, ya que el aumento de los costes de financiación deja a los Gobiernos menos margen de maniobra de lo que cabría inferir del *stock* de deuda por sí solo (panel b del gráfico A). Aunque las ratios agregadas de deuda pública de la zona del euro eran comparables, en líneas generales, al iniciarse los episodios de 2022 y de 2026 (cercanas al 89 % del PIB), el coste de refinanciación de la deuda ha aumentado sustancialmente. En 2022, los costes de financiación de la deuda soberana se situaron en niveles próximos a mínimos históricos y el fuerte repunte del crecimiento posterior a la pandemia contribuyó a que los diferenciales tipo de interés-crecimiento

fueran muy negativos (panel a del gráfico A). En cambio, con la subida de los tipos de interés oficiales y de las primas por plazo en 2026, ese colchón fiscal se ha reducido en gran parte y las proyecciones de deuda de la zona del euro a largo plazo en un escenario de mantenimiento de las políticas fiscales después de 2028 apuntan ahora a dinámicas significativamente más adversas.

Como consecuencia, en parte, de las consideraciones anteriores, el apoyo fiscal discrecional proporcionado por los Gobiernos de la zona del euro en respuesta a la guerra en Oriente Próximo ha sido mucho más limitado que en el pasado (gráfico B). El respaldo discrecional proporcionado desde el estallido de la guerra se cifra en alrededor del 0,1 % del PIB a nivel agregado de la zona del euro y ha consistido principalmente en medidas temporales para 2026 (barras rayadas de color azul y blanco del gráfico B; véase también gráfico C). Las medidas restantes para 2026 y 2027 aún siguen en vigor desde el episodio de 2022. El carácter limitado del apoyo fiscal reciente puede obedecer, en parte, a enseñanzas del pasado, en particular los costes elevados de las medidas compensatorias adoptadas en 2022 y 2023. Aunque estas medidas contribuyeron a moderar la inflación, también aumentaron su persistencia y reforzaron los argumentos a favor de preservar la señal que transmiten los precios de la energía y, con ello, apoyar la transición ecológica europea[3].

Gráfico B

Medidas compensatorias relacionadas con la energía y la inflación adoptadas en la zona del euro desde 2021

Fuentes: Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026 (fecha de cierre: 27 de mayo de 2026) y LSEG.
Notas: Los precios de la energía son los correspondientes a la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos (21 de mayo de 2026) en que se basan las proyecciones de junio de 2026. Para 2026 y 2027, las medidas de respaldo relacionadas con la energía aplicadas desde el estallido de la guerra en Oriente Próximo (barras rayadas de color azul y blanco) incluyen nuevas medidas y un impacto limitado del aumento de los precios de la energía en los programas de apoyo existentes en algunos países. El apoyo restante durante 2026 y 2027 se refiere a otros efectos duraderos de las medidas compensatorias relacionadas con la energía y la inflación aprobadas en el contexto de la crisis energética de 2022. El precio sintético de la energía se calcula como la media ponderada del precio del petróleo (convertido a USD/MWh) y del precio del gas (en USD/MWh), y las ponderaciones se basan en las cuotas de importación de petróleo y gas de la zona del euro.

[3] Véanse, por ejemplo, Bańkowski *et al.* (2023a) y Banco Central Europeo (BCE, 2025).

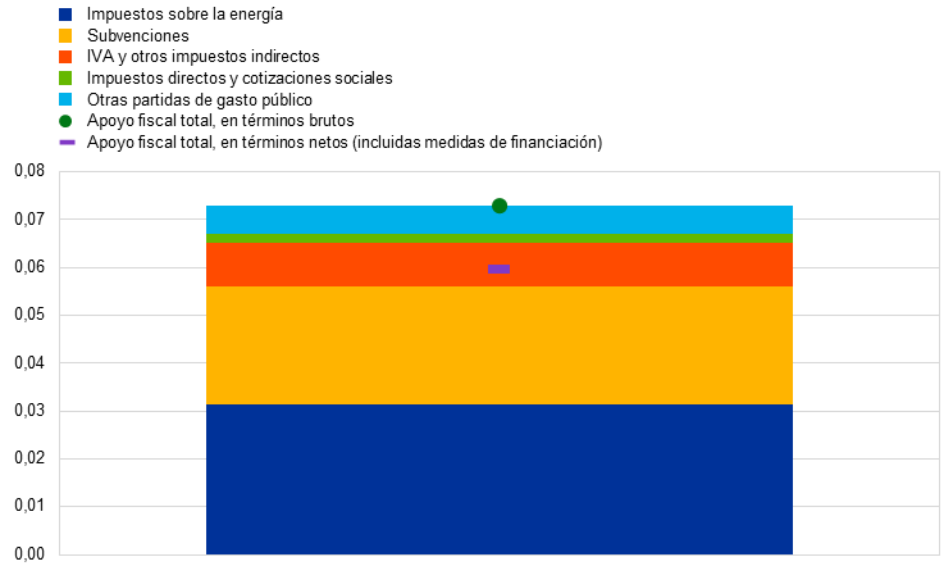
Las nuevas medidas fiscales incluyen principalmente rebajas temporales de los impuestos sobre la energía y aumentos de las subvenciones a los combustibles, al transporte y a la electricidad (panel a del gráfico C). Estas medidas se han complementado con reducciones de los tipos del impuesto sobre el valor añadido (IVA) aplicados a los productos energéticos en algunos países y con otras medidas impositivas y de gasto. Hasta el momento, alrededor del 60 % del coste fiscal bruto corresponde a medidas que actúan de forma directa sobre los precios (principalmente no focalizadas), mientras que el resto está asociado a medidas de apoyo a las rentas (algo focalizadas) u otros mecanismos de compensación. Alrededor de dos terceras partes del apoyo se destina a los hogares y el tercio restante a las empresas. Solo unos pocos países han adoptado medidas de financiación discrecionales, como la reducción de las transferencias fiscales o el aumento de otros impuestos indirectos, para sufragar parte del coste fiscal bruto.

Gráfico C

Medidas compensatorias relacionadas con la energía en la zona del euro en respuesta a la guerra en Oriente Próximo en 2026

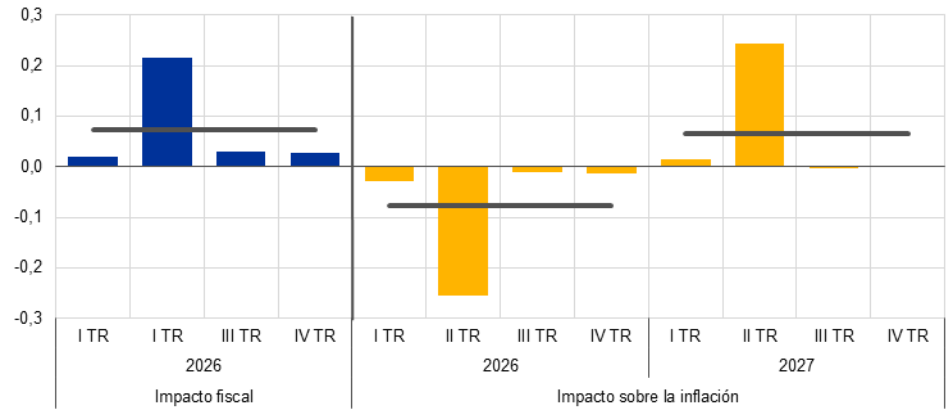
a) Magnitud y composición

(porcentajes del PIB)



b) Impacto fiscal y sobre la inflación

(impacto fiscal: porcentajes del PIB; impacto sobre la inflación: puntos porcentuales)



Fuente: Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026.
Notas: Panel a: Las medidas compensatorias relacionadas con la energía se refieren a las medidas adoptadas entre el estallido de la guerra en Oriente Próximo y la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de junio de 2026 (27 de mayo de 2026).
Panel b: Apoyo fiscal total en términos brutos y su impacto sobre la inflación. La inflación se mide mediante el índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC). Las barras representan el impacto interanual en cada trimestre y las líneas el impacto medio anual.

Hasta ahora, las nuevas medidas fiscales se han concentrado en el segundo trimestre de 2026, con un impacto transitorio a la baja sobre la inflación (panel b del gráfico C). En muchos países, las nuevas medidas discrecionales de política fiscal fueron aprobadas inicialmente solo para unos meses, aunque se han anunciado algunas prórrogas. En la fecha de cierre de las proyecciones de junio de 2026, los expertos del Eurosistema estimaban que la inflación interanual medida por el IAPC se reduciría unos 0,2 puntos porcentuales en el segundo trimestre de 2026 y que registraría un incremento comparable en el segundo trimestre de 2027 por el carácter transitorio de las medidas fiscales.

Probablemente, el margen de autofinanciación de las medidas energéticas discrecionales, actuales o futuras, mediante el aumento de la recaudación asociada a la inflación seguirá siendo limitado. En análisis anteriores del Eurosistema se llegaba a la conclusión de que es poco probable que las perturbaciones de oferta de energía impulsen a corto plazo las ratios de ingresos sobre el PIB y que es de esperar que las presiones sobre el gasto público aumenten a medio plazo[4]. Tras una perturbación adversa de oferta de petróleo (y en ausencia de medidas compensatorias relacionadas con la energía), los ingresos tributarios podrían beneficiarse inicialmente del incremento de los precios energéticos y de las bases imponibles nominales. Sin embargo, es probable que estas ganancias se compensen de forma gradual a medida que la inflación erosione la renta disponible y, por tanto, reduzca el consumo privado. Tras importantes perturbaciones adversas de oferta de petróleo en el pasado, la evolución de las ratios de impuestos indirectos en relación con el PIB fue muy dispar en los distintos países de la zona del euro, pero no se observó una tendencia general al alza a nivel agregado de la zona en los trimestres posteriores (panel a del gráfico D)[5].

4 Véase BCE (2025), Burriel Llombart *et al*. (2024) y Bańkowski *et al*. (2023b).

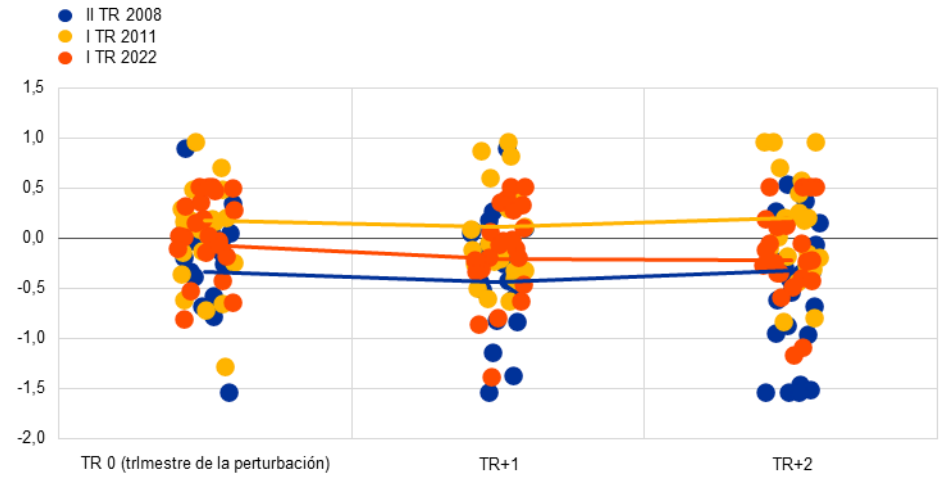
5 Las perturbaciones se han tomado de Gazzani *et al*. (2024), pero se limitan a las perturbaciones mensuales de oferta de petróleo de mayor magnitud, en las que los precios medios mensuales aumentaron por encima de los 100 dólares por barril, para asegurar su comparabilidad con la subida de precios observada en marzo de 2026.

Gráfico D

Evolución de la recaudación tributaria en la zona del euro tras importantes perturbaciones adversas de oferta de petróleo

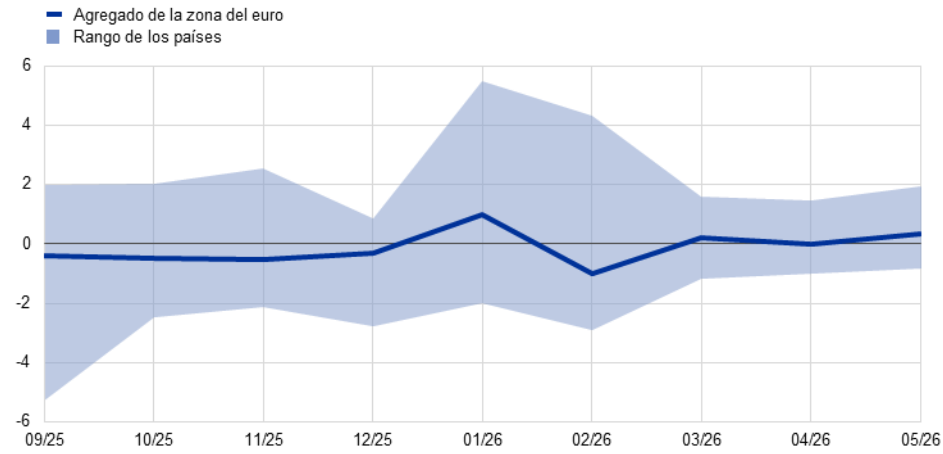
a) Variaciones de la ratio de impuestos indirectos en relación con el PIB tras importantes perturbaciones de oferta de petróleo en el pasado a nivel agregado de la zona del euro y en los distintos países que la integran

(puntos porcentuales del PIB)



b) Recaudación reciente del IVA

(desviaciones en puntos porcentuales con respecto a la media de los diez meses anteriores)



Fuentes: Eurostat, Proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema para la zona del euro de junio de 2026, Haver Analytics y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: Variaciones de las ratios de impuestos indirectos tras importantes perturbaciones de oferta de petróleo registradas en el pasado, en comparación con las ratios medias observadas en los cuatro trimestres anteriores a la perturbación. Los puntos representan los países de la zona del euro y las líneas, el agregado de la zona. Los datos se winsorizan en los percentiles 1 y 99. Panel b: Desviaciones del crecimiento interanual mensual del IVA con respecto a patrones históricos, calculadas a partir de distribuciones móviles de diez años ajustadas por la desviación típica. El período comprendido entre marzo de 2020 y junio de 2021 se ha excluido de la media de diez años debido a la significativa volatilidad de la recaudación del IVA durante ese período. En ambos paneles, el agregado de la zona del euro es la media ponderada por el PIB de los distintos países de la zona.

En el período transcurrido de 2026, los datos sobre el IVA a escala de la zona del euro no apuntan a un incremento de la recaudación a raíz del aumento de los precios del petróleo (panel b del gráfico D). Entre marzo y mayo de 2026, los ingresos por IVA en todos los países se mantuvieron dentro de sus rangos históricos. Es probable que otros ingresos procedentes de impuestos indirectos, como los impuestos especiales sobre los carburantes, se vean afectados

negativamente como consecuencia de la reducción de los tipos impositivos en muchos países y del hecho de que estos impuestos gravan cantidades y no valores sobre los que influye la subida de los precios.

De cara al futuro, la reciente perturbación de los precios de la energía plantea retos para las políticas fiscales. Actualmente, el espacio fiscal disponible es más reducido que en el pasado y el margen de autofinanciación de la medidas discrecionales de apoyo energético es escaso. Dado que la sostenibilidad de las finanzas públicas constituye un ancla fundamental para la estabilidad económica en sentido amplio, el apoyo fiscal debería ser temporal, específico y adaptado a las circunstancias. Este aspecto puede ser aún más relevante en la actualidad, habida cuenta de la necesidad de preservar el espacio fiscal y la señal que transmiten los precios de la energía, al tiempo que se protege a los hogares y las empresas más vulnerables.

Bibliografía

Ó. Arce, N. Battistini, O. Bouabdallah, E. Lis y M. Mohr (2026), «A tale of two energy crises — initial conditions matter», *The ECB Blog*, BCE, 3 de junio.

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

K. Bańkowski, C. Checherita-Westphal, J. Jesionek y P. Muggenthaler (2023b), «The effects of high inflation on public finances in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 332, BCE, diciembre.

P. Burriel Llombart, F. Odendahl y S. Párraga Rodríguez (2024), «Asimetrías en la traslación de los incrementos y de los descensos de los precios de la energía a la inflación subyacente del área del euro y de España», *Boletín Económico,* 2024/T1, Banco de España.

C. Checherita-Westphal (2023), «The impact of discretionary fiscal policy measures on real GDP growth from 2020 to 2022», en R. A. De Santis y G. Stoevsky, «The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area», *Boletín Económico*, número 4, BCE.

Banco Central Europeo (BCE) (2025), «A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area», *Occasional Paper Series*, n.º 371, BCE, junio.

A. Gazzani, F. Venditti y G. Veronese (2024), «Oil price shocks in real time», *Journal of Monetary Economics*, vol. 144, mayo.

Artículo

1 El coste de no saber: cómo la incertidumbre lastra la economía de la zona del euro

Malin Andersson, Alina Bobasu, Lorena Saiz y Stefania Scrofani

Introducción

La incertidumbre económica se ha ido convirtiendo en una característica definitoria del entorno macroeconómico. La economía de la zona del euro ha estado expuesta repetidamente en los últimos años a perturbaciones de gran magnitud y de naturaleza diversa, que han venido acompañadas de un notable aumento de la incertidumbre, así como de una apreciable moderación, o incluso contracción, de la actividad económica. Comprender el papel y el impacto económico de la incertidumbre es especialmente importante en el actual contexto geopolítico.

La relación entre la incertidumbre y la actividad económica está ampliamente respaldada tanto por la teoría como por estudios empíricos. Cuando el futuro resulta más difícil de predecir, los hogares tienden a recortar el gasto y a crear colchones de ahorro por motivos de precaución, mientras que las empresas retrasan o reducen sus decisiones de inversión y contratación. Las condiciones financieras suelen endurecerse, ya que los inversores exigen una mayor compensación por la incertidumbre asociada a sus inversiones, lo que eleva las primas de riesgo y encarece o dificulta el acceso al crédito. La incertidumbre puede aumentar de forma repentina y exógena, por ejemplo como consecuencia directa de un acontecimiento geopolítico. También puede incrementarse en respuesta a otras perturbaciones y amplificar sus efectos directos sobre la actividad económica.

Este artículo examina la evolución reciente de los indicadores de incertidumbre en la zona del euro y evalúa las implicaciones del aumento de la incertidumbre para la actividad económica. La sección 2 define el concepto de incertidumbre económica e ilustra los últimos avances en las métricas disponibles. La sección 3 analiza los canales de transmisión a través de los cuales la incertidumbre se propaga al consumo, a la inversión y al conjunto de la economía real. La sección 4 presenta evidencia empírica sobre las distintas formas en las que la incertidumbre afecta a la actividad económica real, y la sección 5 recoge las conclusiones.

Conclusiones

Los elevados niveles de incertidumbre tienen efectos adversos significativos y persistentes sobre la actividad económica de la zona del euro y amplifican las

fluctuaciones del ciclo económico. Se encuentra que las perturbaciones relacionadas con la incertidumbre afectan notablemente a la inversión empresarial, que se contrae con fuerza cuando se produce el impacto del *shock* y permanece deprimida durante varios trimestres. Este efecto es coherente con el mecanismo de las opciones reales, según el cual las empresas posponen decisiones irreversibles de gasto de capital cuando crece la incertidumbre sobre la demanda futura y las condiciones de política económica. La respuesta del consumo privado es más moderada, pero no desdeñable, especialmente en el caso del gasto en bienes duraderos, que registra una contracción inicial más acusada que el gasto en bienes no duraderos, si bien se recupera con mayor rapidez. Esto refleja la mayor disposición de los consumidores a aplazar grandes compras discrecionales y realizarlas posteriormente, una vez que la incertidumbre disminuye.

En el entorno actual, la incertidumbre sigue siendo un factor importante que configura las perspectivas económicas de la zona del euro. Los indicadores de incertidumbre geopolítica y comercial basados en textos permanecen en niveles elevados (como consecuencia, entre otros factores, de los conflictos geopolíticos y las tensiones comerciales) y, dado el prolongado efecto de las perturbaciones de incertidumbre, existen motivos para esperar que esta continúe lastrando la actividad económica durante el resto del año. Uno de los principales hallazgos de este análisis es que las perturbaciones de incertidumbre no afectan por igual a todos los tipos de inversión: parece que la inversión en activos intangibles es menos sensible a ellas. En la medida en que la composición de la inversión siga cambiando en favor de los activos intangibles, la respuesta agregada de la inversión a las perturbaciones de incertidumbre podría ir debilitándose con el tiempo. Por tanto, este cambio de composición podría actuar como estabilizador gradual del ciclo de inversión, aun cuando la incertidumbre continúe siendo un importante factor determinante de las fluctuaciones macroeconómicas. En cualquier caso, la ampliación del conjunto de herramientas analíticas del Banco Central Europeo (BCE), que incluye herramientas de análisis de escenarios y de *nowcasting* basadas en modelos, ha reforzado la capacidad del Eurosistema para seguir y evaluar en tiempo real el impacto de la incertidumbre sobre la actividad económica real.

Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.

© Banco Central Europeo, 2026

Apartado de correos: 60640 Frankfurt am Main, Alemania
Teléfono: +49 69 1344 0
Sitio web: www.ecb.europa.eu

Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.
Traducción efectuada por el Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

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

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 22 de julio de 2026.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)
Número de catálogo UE QB-01-26-055-ES-N (edición electrónica)