BANCO CENTRAL EUROPEO

EUROSISTEMA

Boletín Económico

Número 7/2026

Índice

Evolución económica, financiera y monetaria **2**

Resumen 2

1 Entorno exterior 7

2 Actividad económica 12

3 Precios y costes 21

4 Evolución de los mercados financieros 29

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito 33

Recuadros **42**

1 Narrativas y riesgos: un conjunto de herramientas cuantitativas para evaluar los escenarios aplicados al conflicto en Oriente Próximo 42

2 Fenómenos meteorológicos extremos en verano: ¿cómo afectan a la producción de la construcción en la zona del euro? 48

3 ¿Qué parte del empleo en los servicios públicos corresponde al sector privado? 53

4 Resultados principales de los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras 60

5 El papel de los costes y los márgenes de refino en la inflación del componente energético del IAPC 66

6 La inteligencia artificial y las empresas europeas: el coste de la financiación en los mercados 75

7 La competitividad bancaria y su papel en la política monetaria 84

8 ¿Quiénes son los tenedores de *stablecoins*? Nueva evidencia sobre las tenencias de los consumidores de la zona del euro 92

Artículos **99**

1 La política industrial en la UE: ¿nuevas oportunidades, viejos riesgos? 99

2 Del reconocimiento a la integración: los avances del BCE en los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza, y el papel de su centro sobre el cambio climático 100

Evolución económica, financiera y monetaria

Resumen

En su reunión del 29 de octubre de 2026, el Consejo de Gobierno decidió mantener sin variación los tres tipos de interés oficiales del BCE. Los precios de la energía han continuado subiendo, lo que plantea riesgos al alza para las perspectivas de inflación y a la baja para las perspectivas de crecimiento. Aunque los efectos de la perturbación energética aún no se han materializado plenamente, la inflación subyacente se ha mantenido en general estable hasta ahora y los salarios no muestran una respuesta sustantiva en esta fase. El mayor alcance y duración de la perturbación energética, así como las implicaciones para los efectos indirectos y de segunda vuelta, probablemente impulsarán la inflación y frenarán el crecimiento. Las condiciones de financiación se han endurecido desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 10 de septiembre de 2026, lo que probablemente afectará a la inflación y al crecimiento. 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.

El Consejo de Gobierno sigue estando en buena posición para afrontar la elevada incertidumbre actual 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, sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

Actividad económica

Los datos más recientes sugieren que la economía de la zona del euro continuó creciendo en el tercer trimestre de 2026. Los servicios han experimentado una recuperación, tras perder impulso al inicio del conflicto en Oriente Próximo. Las manufacturas, los servicios digitales y las exportaciones se están beneficiando de la inversión empresarial relacionada con la IA. El gasto público en infraestructuras y defensa también está apoyando la actividad. Estos factores deberían seguir respaldando el crecimiento a corto plazo. Al mismo tiempo, las nuevas subidas de los precios de la energía han afectado a la confianza de los consumidores, y es probable que el aumento de los costes de financiación lastre el crecimiento.

La tasa de desempleo se mantuvo en el 6,4 % en agosto. El crecimiento del empleo y de la población activa sigue siendo débil, aunque la productividad se ha recuperado gradualmente.

A medio plazo, la recuperación de la confianza y de las rentas reales, impulsada por una disminución gradual de los precios de la energía y por la fortaleza del mercado de trabajo, debería estimular la demanda interna. La inversión en actividades relacionadas con la IA y el gasto público en infraestructuras y defensa también deberían seguir apoyando el crecimiento. Las exportaciones deberían repuntar gracias al vigor de la demanda externa.

Un mayor crecimiento potencial requiere reformas estructurales y debe estar respaldado por unas finanzas públicas saneadas. La sostenibilidad fiscal es un ancla fundamental para la estabilidad económica más general. Las respuestas fiscales a la perturbación energética deben ser temporales, específicas y adaptadas. 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 para que la economía de la zona del euro sea más dinámica y resiliente. Ahora que el proceso para acordar el marco legislativo del euro digital entra en su fase final, el Consejo de Gobierno reiteró la importancia de alcanzar un acuerdo sobre el Paquete de la moneda única lo más rápido posible.

Inflación

En septiembre de 2026, la inflación avanzó hasta el 3,8 %, desde el 3,2 % registrado en agosto. La tasa de variación de los precios de la energía aumentó de manera acusada hasta el 18,9 %, desde el 14,3 % de agosto. Los precios del diésel y de la gasolina alcanzaron nuevos máximos en septiembre, debido en parte a los elevados márgenes de refino. La inflación, excluida la energía, se incrementó hasta el 2,3 % en septiembre, desde el 2,1 % observado en agosto. La inflación de los alimentos aumentó hasta el 1,3 %, desde el 1,1 %. La inflación de los servicios subió hasta el 3,2 % en septiembre, desde el 3 % en agosto, mientras que la de los bienes retrocedió hasta el 1,1 %, desde el 1,2 %.

Los indicadores de la inflación subyacente se han mantenido en general estables, aunque las primeras fases del proceso de formación de precios sugieren presiones al alza. Las presiones salariales siguen siendo moderadas. La tasa de crecimiento de la remuneración por asalariado se situó en el 3,3 % en el segundo trimestre de 2026, por debajo del 3,6 % registrado en el primer trimestre, mientras que la mejora de la productividad ha contribuido a contener el avance de los costes laborales unitarios. El indicador del BCE de seguimiento de los salarios sugiere que el crecimiento de los salarios negociados fluctuará entre el 2,5 % y el 2,8 % en los meses que quedan de 2026 y se situará en un promedio del 2,6 % en los tres primeros trimestres de 2027. Aunque las expectativas de inflación en horizontes más cortos han aumentado, la mayoría de las medidas de las expectativas de inflación a largo plazo se sitúan en torno al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en niveles próximos al objetivo a medio plazo.

Los precios de la energía se han incrementado por encima de la trayectoria del escenario de referencia prevista en las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026, lo que probablemente hará que la inflación siga aumentando a corto plazo y mantendrá la inflación general muy por encima del objetivo en los próximos trimestres. Posteriormente, el descenso de la inflación de la energía, junto a los efectos de unos tipos de interés más elevados, debería respaldar el retorno de la inflación al objetivo.

Evaluación de riesgos

Los riesgos para las perspectivas de crecimiento apuntan a la baja, debido, en particular, al conflicto en Oriente Próximo y a los últimos acontecimientos en la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania. La persistencia de las perturbaciones del suministro de energía podría hacer que los precios energéticos 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 intensificación de los efectos de contagio en los mercados internacionales de renta fija podrían endurecer las condiciones de financiación, lo que frenaría la demanda. La incertidumbre fiscal podría también endurecer aún más las condiciones de financiación y debilitar la confianza, lo que reduciría el consumo y la inversión. Un resurgimiento de las tensiones comerciales entre las principales economías podría alterar adicionalmente las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y debilitar el consumo y la inversión. Por el contrario, el crecimiento podría ser mayor si la economía y los mercados energéticos se adaptaran más rápido de lo previsto a la disrupción causada por los actuales conflictos o si estos se resolvieran de manera duradera. Asimismo, la adopción de nuevas tecnologías por las empresas de la zona del euro y el gasto público en infraestructuras y defensa, así como las reformas orientadas a mejorar la productividad y completar el mercado único de la UE, podrían impulsar el crecimiento más de lo esperado.

Los riesgos para las perspectivas de inflación apuntan al alza, debido, en particular, al conflicto en Oriente Próximo y a los últimos acontecimientos en la guerra injustificada de Rusia contra Ucrania. La perturbación energética podría intensificarse aún más y sus efectos sobre otros precios y sobre los salarios podrían ser mayores de lo previsto actualmente. Los precios del gas, en particular, podrían aumentar si se produjeran nuevas alteraciones en el suministro o coincidiera un invierno inusualmente frío con los bajos niveles de almacenamiento. Cuanto más tiempo se mantengan los precios de la energía en niveles elevados, mayor será la probabilidad de que impulsen al alza la inflación general a través de efectos indirectos y de segunda vuelta. Nuevas tensiones comerciales podrían dar lugar a una mayor fragmentación de las cadenas de suministro mundiales, restringir el abastecimiento de materias primas críticas y agudizar las limitaciones de capacidad en la economía de la zona del euro. Fenómenos meteorológicos extremos, que podrían verse reforzados por una intensificación de El Niño, y una mayor propagación de las crisis climática y de la naturaleza en general, podrían hacer que

los precios de los alimentos suban más de lo esperado. En cambio, la inflación podría ser menor si los conflictos geopolíticos en curso se resolvieran de forma duradera o si los efectos indirectos o de segunda vuelta de la subida de los precios de la energía fueran menos pronunciados de lo previsto. Un aumento de la volatilidad y de la aversión al riesgo en los mercados financieros, unido a unos tipos de interés a largo plazo más elevados, podría afectar a la demanda y, en consecuencia, reducir también la inflación.

Condiciones financieras y monetarias

Las condiciones financieras se han endurecido desde la reunión de política monetaria del Consejo de Gobierno celebrada el 10 de septiembre de 2026. Los tipos de interés han subido en general y las cotizaciones bursátiles han descendido.

En agosto de 2026, el coste de los valores de renta fija emitidos por las empresas aumentó hasta el 4,1 %, desde el 4 % de julio, mientras que los tipos de interés del crédito bancario a las empresas se mantuvieron en el 3,8 %. La tasa de crecimiento interanual del crédito bancario a las empresas se ralentizó hasta el 4,2 % en agosto y septiembre, desde el 4,4 % de julio, mientras que las emisiones de bonos corporativos crecieron a una tasa interanual del 4,2 % en septiembre, por encima del 3,8 % de agosto y el 3,5 % de julio. Los criterios de concesión de los préstamos a empresas se endurecieron en el tercer trimestre, como indica la encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2026, en la que las entidades de crédito indican preocupación por los riesgos económicos que afrontan sus clientes. A pesar de las mayores necesidades de financiación de existencias y capital circulante, se ha reducido la demanda de crédito de las empresas, debido, en particular, a unos tipos de interés más elevados.

Los tipos de interés de las hipotecas aumentaron hasta el 3,6 % en agosto, desde el 3,5 % de julio, mientras que el crecimiento de los préstamos hipotecarios se redujo hasta el 3 % en septiembre. Los criterios de concesión de préstamos hipotecarios se mantuvieron sin cambios en el tercer trimestre, mientras que la demanda de hipotecas disminuyó sustancialmente debido a unos tipos de interés más elevados.

Decisiones de política monetaria

En su reunión del 29 de octubre 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 2,50 %, el 2,65 % y el 2,90 %, 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. El Consejo de Gobierno 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. 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 cualquier caso, el Consejo de Gobierno está preparado para ajustar todos sus instrumentos en el marco de su mandato para asegurar que la inflación se estabilice de forma sostenida en su objetivo a medio plazo y preservar el buen funcionamiento de la transmisión de la política monetaria.

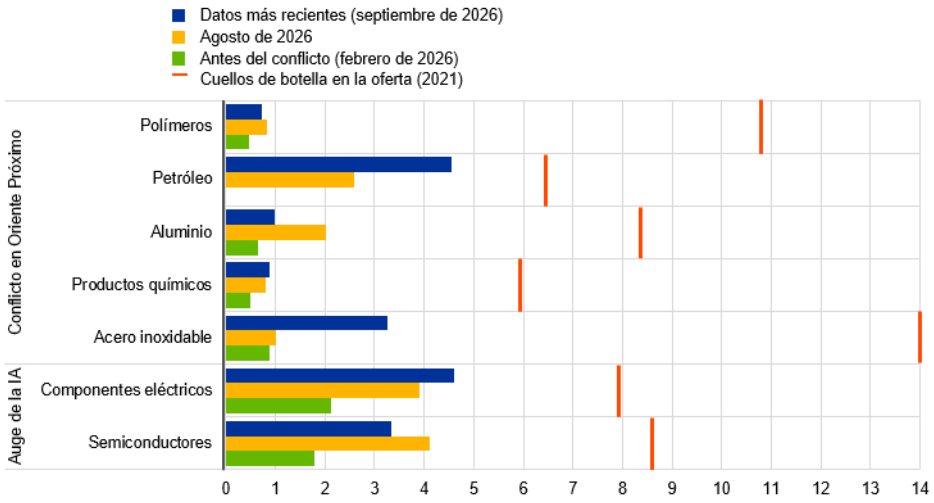
1 Entorno exterior

El crecimiento mundial se mantuvo estable en el segundo trimestre de 2026 y los datos de las encuestas señalan un dinamismo favorable a corto plazo. La expansión del comercio se desplazó hacia los servicios, mientras que los equipos relacionados con la inteligencia artificial (IA) pasaron a ser el principal motor del crecimiento del comercio de bienes. El aumento de las existencias de productos terminados puede reflejar la acumulación de existencias por motivos de precaución en un contexto de incertidumbre sobre la oferta, y las encuestas sugieren que la demanda de IA está contribuyendo a la escasez en algunos sectores. El recrudecimiento de las tensiones en Oriente Próximo encareció el petróleo y el gas a pesar de la recuperación de los flujos de transporte marítimo, mientras que los precios de los alimentos disminuyeron. La subida de los costes energéticos elevó la inflación general, aunque la inflación subyacente permaneció, en general, estable y las expectativas de inflación aumentaron solo de forma moderada.

El crecimiento económico mundial se mantuvo estable en el segundo trimestre y se observó un cambio hacia la acumulación de existencias por motivos de precaución en un contexto de resurgimiento de la incertidumbre sobre la oferta. El PIB real mundial, excluida la zona del euro, registró una tasa de avance intertrimestral del 0,8 % en el segundo trimestre de 2026, sin variación con respecto al primer trimestre. Los datos de los índices de directores de compras (PMI) señalan un dinamismo económico favorable a corto plazo, y el PMI compuesto de actividad se incrementó hasta situarse en 55 en septiembre, impulsado por la actividad tanto del sector manufacturero como de los servicios. Sin embargo, los datos de los PMI también sugieren que las existencias de productos terminados han aumentado muy por encima de sus medias de largo plazo, puesto que es posible que las empresas encuestadas estén elevando activamente la producción y acumulando productos terminados para proteger sus operaciones frente a la persistencia de incertidumbres como la escasez de oferta. Los datos de los PMI sobre la escasez de oferta en los sectores indican que el auge de la demanda de IA contribuye cada vez más a dicha escasez en algunos de ellos, como en el de componentes eléctricos (gráfico 1). Al mismo tiempo, las restricciones de oferta en los sectores más afectados por las tensiones en los mercados energéticos relacionadas con el conflicto en Oriente Próximo parecen haberse estabilizado parcialmente.

Gráfico 1
Índices PMI de escasez de oferta

(índice de difusión)



Fuentes: S&P Global y cálculos del BCE.
Notas: Datos mundiales, incluida la zona del euro. La línea de color gris indica un valor de 1 por encima (por debajo) del cual la escasez de oferta puede considerarse superior (inferior) a la normal. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2026.

La expansión sostenida del comercio internacional se ha desplazado de los bienes a los servicios, ambos impulsados por el auge de la IA. Las importaciones a escala global, excluida la zona del euro, registraron una tasa de avance intertrimestral del 2 % en el segundo trimestre de 2026, desde el 1,4 % observado en el primer trimestre, y su crecimiento se aproximó al máximo alcanzado a principios de 2025, que estuvo impulsado por el adelanto de las compras en previsión de la aplicación de nuevos aranceles por parte de Estados Unidos. Desde entonces, los intercambios comerciales han sorprendido sistemáticamente al alza, en gran parte sustentados por la demanda de IA. En 2025, el crecimiento del comercio de bienes fue sólido a lo largo de todo el año, favorecido por las mercancías tradicionales y por el *hardware* de IA. Esa dinámica cambió en el primer semestre de 2026: las importaciones de bienes no relacionados con la IA se contrajeron a principios de 2026, por lo que los equipos relacionados con la IA fueron el principal motor del crecimiento de los intercambios comerciales de bienes. A su vez, el ritmo de avance del comercio de servicios se recuperó, gracias a la contribución constante de los servicios digitales vinculados a la IA, así como al repunte acusado que se observó en un conjunto más amplio de actividades comerciales, sobre todo los servicios de transporte y los servicios financieros y de seguros.

El recrudecimiento de las tensiones en Oriente Próximo encareció tanto el petróleo como el gas. Los precios del crudo aumentaron un 13 % durante el período de referencia comprendido entre el 10 de septiembre y el 28 de octubre, como reflejo de fuerzas opuestas relacionadas con el conflicto en Oriente Próximo. Por un lado, el transporte de petróleo a través del estrecho de Ormuz se recuperó significativamente, favorecido por los cruces «a oscuras» (con el transpondedor apagado) y los transbordos de buque a buque. Las estimaciones disponibles sugieren que los volúmenes se duplicaron al final de septiembre en comparación

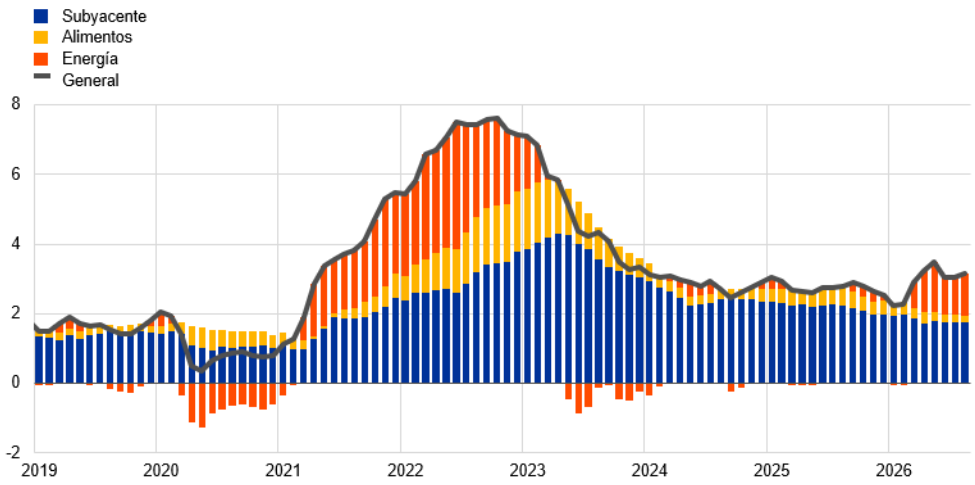
con agosto, por lo que las exportaciones del golfo Pérsico se aproximaron a su media de 2025. Por otro lado, los ataques al oleoducto Este-Oeste de Arabia Saudí (una vía clave que evita el estrecho de Ormuz), junto con la reciente intensificación de los ataques cometidos por rebeldes hutíes en la región, han suscitado nuevas dudas sobre la normalización de los flujos petrolíferos. Como resultado, los precios del petróleo acabaron situándose en niveles más altos que al principio del período analizado. Los mercados globales de productos refinados, en particular el mercado de gasóleo, han experimentado también tensiones, dado que las disrupciones que afectan a los suministros de Oriente Próximo y los ataques de Ucrania contra refinerías rusas han reducido la producción mundial de refino. Los precios del gas subieron un 27 %, como consecuencia de la reanudación de los ataques en Oriente Próximo, pese a cierta mejora observada en los flujos de gas natural licuado (GNL) a través del estrecho. La recuperación de los flujos de gas es más limitada que la observada en el caso del petróleo: se mantienen un 25 % por debajo de los niveles anteriores al conflicto armado, lo que refleja la mayor vulnerabilidad de los buques de GNL debido a la carga inflamable que transportan. Los precios de las materias primas alimenticias cayeron un 4 % como consecuencia del descenso de los precios del trigo debido a las expectativas de disminución de las disrupciones que afectan a las exportaciones de cereales por el mar Negro. Los precios del cacao se redujeron en un entorno de expectativas de amplia oferta a corto plazo, a pesar de la preocupación de que los efectos de El Niño puedan restringir aún más la oferta en el futuro. Los precios de los metales también disminuyeron, un 5 %, como resultado de la mejora de las perspectivas globales de oferta de aluminio.

La inflación mundial repuntó y la energética sigue siendo el principal factor determinante. 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 3,2 % en agosto de 2026, desde el 3 % registrado el mes anterior (gráfico 2). El aumento de la inflación general obedeció casi en su totalidad al incremento del ritmo de avance de los precios de la energía (un 14,1 % en agosto, frente al 11,9 % en julio). Al mismo tiempo, la inflación subyacente (excluidos los precios de los alimentos y de la energía) permaneció, en general, estable y la tasa de variación de los precios de los alimentos disminuyó 0,2 puntos porcentuales. El riesgo de efectos inflacionistas de segunda ronda parece contenido por el momento, puesto que las expectativas de inflación a un año vista basadas en encuestas de opinión han aumentado en las principales economías solo de forma moderada, entre 0,1 y 0,5 puntos porcentuales, desde que se inició el conflicto en Oriente Próximo.

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 a 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 agosto de 2026.

Se espera que la actividad económica en Estados Unidos mantenga su capacidad de resistencia en la segunda mitad del año. Tras una desaceleración marginal del PIB real en el segundo trimestre hasta situarse en el 0,6 %, en términos intertrimestrales, como consecuencia de la volatilidad de las existencias y la demanda exterior neta, los indicadores disponibles apuntan a una estabilización del ritmo de avance del PIB real en niveles similares durante el segundo semestre del año. Aunque la inversión relacionada con la IA sigue siendo una fuente importante de fortaleza, se observan señales de que la inversión podría estar extendiéndose más allá de la IA, dado que el crecimiento de la inversión no relacionada con la IA pasó a ser positivo en el segundo trimestre. El consumo privado, otro factor clave que contribuyó a la actividad en el segundo trimestre, se mantendría en niveles altos, respaldado por los hogares de renta elevada debido al aumento acumulado de su riqueza. El incremento de los rendimientos de la deuda pública a largo plazo puede suponer un lastre limitado para el consumo de los hogares a corto plazo, ya que una proporción elevada de la deuda hipotecaria de los hogares tiene un tipo de interés fijo. Paralelamente, el endurecimiento de las condiciones financieras está aumentando las dificultades de los consumidores para acceder a nuevos préstamos. En septiembre, en Estados Unidos, la inflación general y la inflación subyacente medida por el índice de precios de consumo (IPC) se elevaron hasta situarse en una tasa interanual del 3,7 % y del 2,6 %, respectivamente, sobre todo debido al encarecimiento de la energía. La subida de los precios del gasóleo afectaría a la inflación mayormente de forma indirecta, ya que el peso de este combustible en la cesta del IPC es muy reducido, pero algunos sectores, como el transporte, se ven gravemente perjudicados. En su reunión de septiembre, el Comité de Operaciones de Mercado Abierto de la Reserva Federal (FOMC, por sus siglas en inglés) decidió por unanimidad subir 25 puntos básicos el rango objetivo del tipo de interés de los fondos federales hasta situarlo entre el 3,75 % y el 4 %, la primera subida desde

2023. El FOMC también revisó al alza sus proyecciones para la inflación y retrasó a 2029 el retorno de esta a su objetivo.

En China, las exportaciones siguen siendo un importante motor de crecimiento dada la persistencia de desequilibrios internos. El ritmo de avance intertrimestral del PIB aumentó del 0,9 % en el segundo trimestre de 2026 al 1,2 % en el tercer trimestre, lo que mantiene a China en la senda para cumplir su objetivo de crecimiento anual. Los datos de actividad apuntan a desequilibrios internos persistentes, dado que la oferta continúa superando la demanda y el crecimiento sigue dependiendo de la demanda externa. Las recientes medidas de política tienen como objetivo promover la demanda interna, pero es probable que su impacto a corto plazo sea limitado. La expansión de las exportaciones chinas sigue siendo sólida, con un dinamismo generalizado por productos y destinos. Los riesgos a corto plazo asociados a las políticas comerciales han disminuido en cierta medida tras la ampliación de la tregua comercial entre Estados Unidos y China hasta enero de 2027 después de que los presidentes Trump y Xi Jingping se reunieran del 23 al 25 de septiembre. La inflación general medida por los precios de consumo se incrementó hasta situarse en el 0,9 % en septiembre, desde el 0,8 % de agosto, principalmente como consecuencia del incremento de los precios de la energía. La tasa de variación de los precios de producción registró un aumento acusado y se situó en el 5 %, frente al 3,8 % de agosto, pero las subidas de los precios se concentraron en los sectores relacionados con la IA e intensivos en energía; en los demás, continuaron disminuyendo en un entorno de debilidad de la demanda interna y de exceso de capacidad. Con la desaparición de los factores transitorios, se espera que la tasa de variación de los precios de exportación se reduzca, pero permanezca en niveles positivos a lo largo del horizonte de proyección.

La actividad económica en el Reino Unido se mantuvo estable en un contexto de inflación más elevada. El crecimiento del PIB real correspondiente al segundo trimestre de 2026 se revisó al alza hasta situarse en una tasa intertrimestral del 0,5 %, respaldado sobre todo por el incremento de las exportaciones y la inversión empresarial. Si bien el PIB mensual hasta agosto sugiere que persiste el dinamismo, los indicadores de alta frecuencia más actualizados señalan cierta moderación hacia el final del tercer trimestre. De cara al futuro, se espera que el ritmo de avance de la actividad se ralentice en la segunda mitad de este año, dado que los niveles persistentemente elevados de los costes energéticos y la incertidumbre afectarán probablemente al consumo y a la inversión. La inflación general siguió repuntando en septiembre hasta alcanzar el 3,5 % (desde el 3,1 % de agosto), principalmente debido al aumento de la inflación de la energía. En su reunión de septiembre, el Banco de Inglaterra anunció un plan plurianual de endurecimiento cuantitativo que reducirá a cero el *stock* de deuda pública mantenida con fines de política monetaria para finales de 2034, lo que implica una reducción anual del balance de 46 mm de libras esterlinas. El tipo de interés oficial se mantuvo sin variación en el 3,75 %.

2 Actividad económica

Los datos más recientes sugieren que la economía de la zona del euro continuó creciendo en el tercer trimestre del año. Los servicios han experimentado una recuperación tras perder impulso al inicio del conflicto en Oriente Próximo. Las manufacturas, los servicios digitales y las exportaciones se están beneficiando de la inversión empresarial relacionada con la inteligencia artificial (IA). El gasto público en infraestructuras y defensa también está apoyando la actividad. Estos factores deberían seguir respaldando el crecimiento a corto plazo. Al mismo tiempo, las nuevas subidas de los precios de la energía han afectado a la confianza de los consumidores, y es probable que el aumento de los costes de financiación lastre el crecimiento. La tasa de paro se mantuvo en el 6,4 % en agosto. El avance del empleo y de la población activa sigue siendo débil, mientras que la productividad se ha recuperado gradualmente. A medio plazo, la recuperación de la confianza y de las rentas reales, impulsada por la disminución gradual de los precios de la energía y por la fortaleza del mercado de trabajo, debería estimular la demanda interna. La inversión en actividades relacionadas con la IA y el gasto público en infraestructuras y defensa también deberían seguir apoyando el crecimiento. Las exportaciones deberían repuntar gracias al vigor de la demanda externa. Las perspectivas son muy inciertas y siguen dependiendo de la situación geopolítica, así como del funcionamiento de los mercados energéticos.

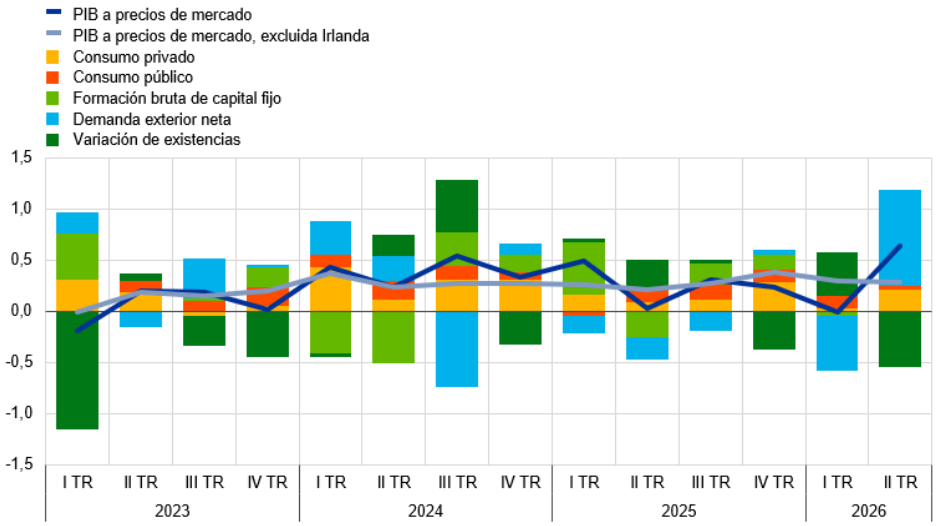
Según la última estimación de Eurostat de las cuentas nacionales, el PIB real de la zona del euro aumentó un 0,6 % en el segundo trimestre de 2026, y un 0,3 % si se excluyen los datos volátiles de Irlanda. La descomposición de la demanda muestra que el crecimiento del consumo privado y de las exportaciones se fortaleció en el segundo trimestre, mientras que la inversión se mantuvo estable. Al mismo tiempo, la contribución de la variación de existencias al avance del PIB fue muy negativa (gráfico 3). Se observó un avance generalizado en los distintos sectores industriales. Los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras señalaron que se han visto sorprendidos negativamente por la duración del conflicto en Oriente Próximo, pero positivamente por la forma en que las empresas se han adaptado a él (véase recuadro 4)[1].

[1] Véase también el recuadro titulado «Narrativas y riesgos: un conjunto de herramientas cuantitativas para evaluar los escenarios aplicados al conflicto en Oriente Próximo» en este Boletín Económico.

Gráfico 3

PIB real de la zona del euro y sus componentes

(tasas de variación intertrimestral; contribuciones en puntos porcentuales)



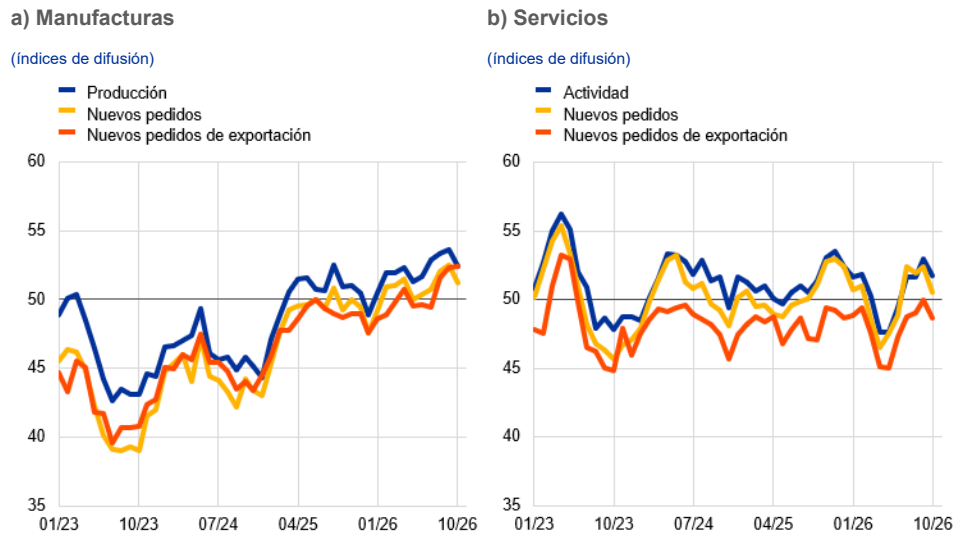
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico también muestra el PIB, excluida Irlanda, ya que los datos de este país presentan una volatilidad particularmente elevada. No obstante, los subcomponentes muestran la desagregación del PIB, incluida Irlanda. Las últimas observaciones corresponden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

La información reciente sugiere que la actividad mantuvo una dinámica positiva, aunque se desaceleró en el tercer trimestre[2]**.** En el promedio de julio y agosto, la producción industrial, excluida la construcción, se situó un 0,6 % por debajo del nivel registrado en el segundo trimestre. La producción relacionada con la IA sostuvo la producción industrial, y la de productos informáticos, electrónicos y ópticos aumentó alrededor de un 3 % en julio y agosto con respecto a la observada en el segundo trimestre, compensando en parte los descensos registrados en otras ramas de las manufacturas. Al mismo tiempo, en julio, la producción de servicios se situó un 0,4 % por encima de su nivel medio en el segundo trimestre, una mejora que obedece en gran medida a la evolución de los servicios de información y de otras actividades profesionales, científicas y técnicas. El índice de directores de compras (PMI) compuesto de actividad se recuperó en el tercer trimestre tras caer bruscamente al inicio del conflicto en Oriente Próximo. El sector manufacturero continúa mejorando y mostrando una evolución sólida (panel a del gráfico 4), mientras que los servicios se han recuperado con fuerza desde el mínimo registrado tras la perturbación inicial de los precios energéticos (panel b del gráfico 4), impulsados por el aumento de la actividad relacionada con la IA.

2 Según la estimación preliminar de avance publicada por Eurostat el 30 de octubre, el PIB real de la zona del euro creció un 0,4 %, en tasa intertrimestral, en el tercer trimestre del año y un 0,2 % si se excluyen los datos volátiles de Irlanda. Esta estimación no estaba disponible cuando se celebró la reunión del Consejo de Gobierno de octubre.

Gráfico 4

PMI de distintos sectores de la economía



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

Los pocos indicadores que proporcionan información sobre el cuarto trimestre apuntan a un crecimiento sostenido, aunque moderado. No obstante, el nivel de incertidumbre es muy elevado. El PMI compuesto de actividad disminuyó entre septiembre y octubre de 2026, pero seguía señalando un crecimiento moderado continuado al inicio del cuarto trimestre. El PMI de producción de las manufacturas descendió con respecto al tercer trimestre de 2026 y se situó en 52,4 en octubre, y el PMI de actividad de los servicios también retrocedió, desde una media de 52,1 en el tercer trimestre hasta un valor de 51,7 en octubre. Los contactos recientes del BCE con sociedades no financieras corroboraron estas perspectivas de avance moderado en el cuarto trimestre (véase recuadro 4). En conjunto, los contactos señalaron que el crecimiento y la confianza habían continuado siendo moderados en los últimos meses, aunque con diferencias apreciables entre los distintos sectores. En el sector manufacturero la actividad presentó una división clara: la demanda de electrónica de alto valor añadido, equipos eléctricos y maquinaria relacionada creció de forma muy vigorosa, mientras que muchas otras ramas siguieron enfrentándose a unos volúmenes reducidos, estancados o en descenso, en un contexto de intensificación de la competencia de las importaciones. Se espera que la prolongada perturbación energética, el endurecimiento de las condiciones de financiación y el aumento de la incertidumbre en torno a las políticas pesen en las decisiones de gasto y de inversión a corto plazo.

El empleo sigue creciendo a un ritmo moderado en un contexto de disminución de la demanda de trabajo. El empleo y el total de horas trabajadas aumentaron un 0,1 %, en tasa intertrimestral, en el segundo trimestre de 2026[3]. El crecimiento interanual del empleo se desaceleró hasta el 0,5 % en el primer

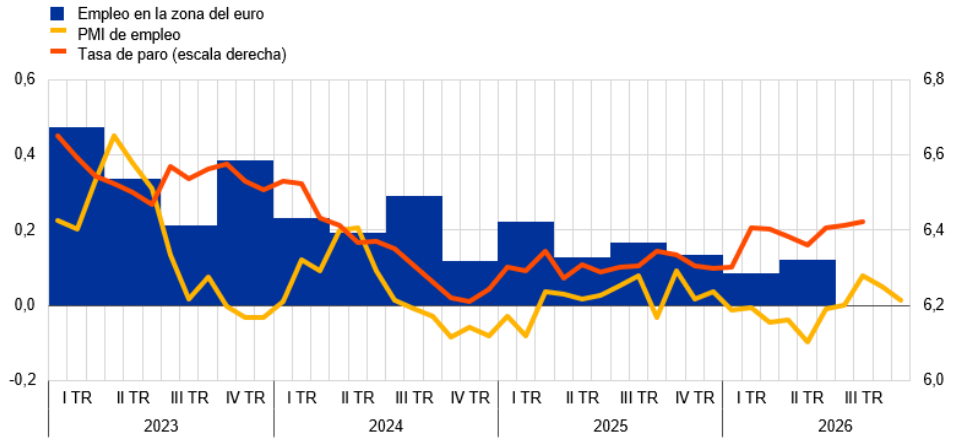
[3] Véase el recuadro titulado «¿Qué parte del empleo en los servicios públicos corresponde al sector privado?» en este Boletín Económico.

semestre, frente a una media del 0,7 % en 2025 (gráfico 5). Esta moderación refleja, en parte, la mayor debilidad de la demanda de trabajo. La tasa de vacantes descendió hasta situarse en el 2,1 % en el segundo trimestre de 2026, 0,1 puntos porcentuales menos que en el primer trimestre y 1,2 puntos porcentuales por debajo del máximo registrado en el segundo trimestre de 2022. Esta tasa permanece en niveles superiores a los alcanzados en el segundo trimestre de 2025 en la construcción y los servicios sanitarios, mientras que ha seguido descendiendo en las tecnologías de la información y las comunicaciones y en los servicios profesionales. El tensionamiento del mercado de trabajo, medido en términos de vacantes por desempleado, se redujo desde 0,36 en el segundo trimestre de 2022 hasta un valor de 0,25 en el segundo trimestre de 2026. El avance de la población activa también se ha moderado. En términos interanuales, aumentó un 0,5 % en el primer y segundo trimestre de 2026, frente a un crecimiento medio del 0,9 % en 2025.

Gráfico 5

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

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



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

El PMI de empleo sugiere que el empleo siguió creciendo a un ritmo moderado en el tercer trimestre de 2026. Este indicador se situó, en promedio, en un valor de 50,4 en el trimestre, 0,9 puntos por encima de su media en el segundo trimestre y en un nivel ligeramente superior al umbral de 50, lo que señala un crecimiento positivo, aunque moderado, del empleo. Los datos preliminares de octubre reflejan una caída del PMI de empleo hasta un nivel de 50,1, desde 50,5 en septiembre, lo que apunta a la continuación de este avance muy moderado del empleo en octubre.

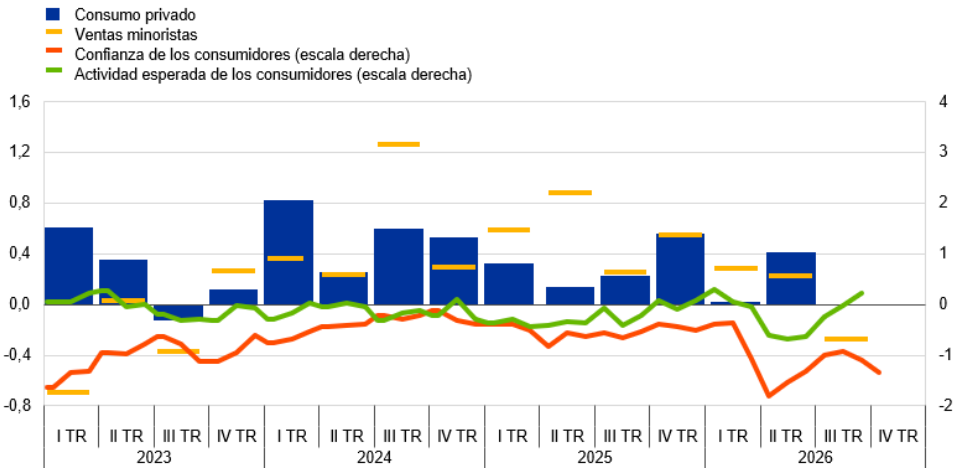
El crecimiento del consumo privado habría perdido dinamismo en el tercer trimestre de 2026. El consumo privado creció a un ritmo intertrimestral del 0,4 % en el segundo trimestre, impulsado por el gasto en servicios y bienes duraderos (gráfico 6). El gasto en este tipo de bienes se sustentó principalmente en las compras de vehículos eléctricos e híbridos, que ya representan en torno al 70 % de las matriculaciones de automóviles, lo que probablemente refleja un cambio en

detrimento de los vehículos expuestos a los elevados precios de los combustibles. Por el contrario, el consumo de bienes no duraderos se redujo. Como la renta real disponible aumentó solo marginalmente en el segundo trimestre, los hogares recurrieron a sus ahorros para amortiguar el impacto del alza de la inflación sobre el consumo. Esto se plasmó en un descenso de la tasa de ahorro de este sector hasta el 14,2 % en el segundo trimestre, desde el 14,4 % observado en el primer trimestre. En cuanto al tercer trimestre, el volumen de ventas del comercio minorista disminuyó un 0,3 %, en tasa intertrimestral (en el promedio de julio y agosto), lo que apunta a un menor gasto en bienes, sobre todo en alimentos, combustible y equipos. No obstante, parece que el gasto relacionado con el turismo ha resistido pese al conflicto en Oriente Próximo. Los indicadores de opinión también apuntan a la moderación del dinamismo del gasto de los hogares. El indicador de confianza de los consumidores que elabora la Comisión Europea descendió en septiembre y octubre, en un contexto de nuevas subidas de los precios de la energía. El descenso observado en septiembre se debió sobre todo al deterioro de las expectativas de los hogares sobre su propia situación financiera y el gasto en grandes compras. La incertidumbre de los consumidores también se intensificó en septiembre. Sin embargo, el indicador de actividad esperada ponderada por el consumo de la Comisión Europea aumentó, impulsado principalmente por el comercio minorista y los alimentos, mientras que las expectativas de gasto en servicios de alojamiento y en turismo y viajes disminuyeron. De cara al futuro, es probable que los elevados precios energéticos y la incertidumbre provocada por el conflicto en Oriente Próximo sigan lastrando el consumo privado, ya que el encarecimiento de la energía reducirá la renta real de los hogares. Al mismo tiempo, la persistencia de una elevada incertidumbre y de unas condiciones restrictivas de oferta de crédito podría inducir a los hogares a ahorrar más. Con todo, estos efectos negativos podrían verse mitigados por la resiliencia de los balances de los hogares, que han sostenido el consumo privado desde el final de 2022, en un contexto de endeudamiento y apalancamiento de los hogares en niveles históricamente bajos.

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)

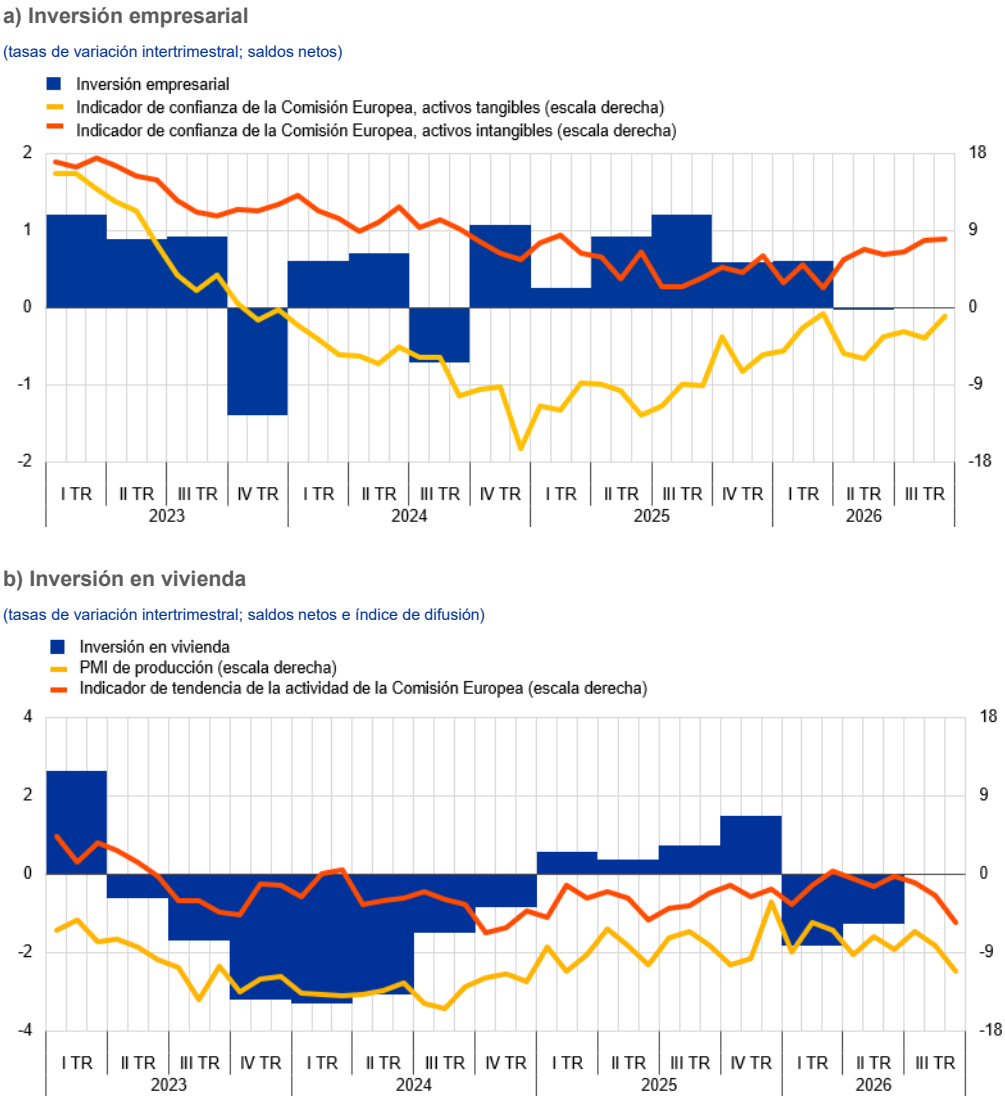


Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: «Actividad esperada de los consumidores» se refiere a una media ponderada de las expectativas de las empresas para los tres meses siguientes sobre la producción del sector manufacturero, el empleo en la construcción, la actividad comercial 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 segundo trimestre de 2026 para el consumo privado, al tercer trimestre de 2026 (sobre la base de los datos de julio y agosto de 2026) para las ventas minoristas, a octubre de 2026 para la confianza de los consumidores y a septiembre de 2026 para la actividad esperada de los consumidores.

La inversión empresarial habría repuntado en el tercer trimestre y se prevé que crezca de forma moderada posteriormente. La inversión empresarial (excluidos los activos intangibles en Irlanda, que muestran un comportamiento volátil) se redujo un 0,1 %, en términos intertrimestrales, en el segundo trimestre, en un contexto de precios energéticos altos y de incertidumbre elevada. La desagregación por tipo de activos muestra que la inversión en activos tangibles —que incluye también equipamiento militar— descendió en el segundo trimestre en parte debido a un importante efecto de base derivado de la elevada inversión en defensa del primer trimestre. Por su parte, la inversión en activos intangibles registró un crecimiento modesto. Los indicadores coyunturales correspondientes al tercer trimestre de 2026 siguen siendo algo dispares. La producción de bienes de equipo disminuyó en julio y agosto, mientras que la de activos intangibles aumentó en julio, en ambos casos con respecto a las medias del segundo trimestre. Sin embargo, la confianza de los productores de bienes de equipo (incluidos los fabricantes de productos informáticos, electrónicos y ópticos) y de los proveedores de servicios digitales fue mayor en el tercer trimestre que en el segundo (panel a del gráfico 7). La inversión a finales de 2026 y posteriormente debería seguir aumentando, impulsada por la tecnología de IA, la digitalización y el sector de la defensa. Los contactos de las empresas indicaron que la incertidumbre geopolítica relacionada con los aranceles y con el conflicto en Oriente Próximo se perciben cada vez más como la «nueva normalidad» y no tanto como una perturbación transitoria. Esta percepción les está llevando a diversificar sus proveedores y mercados, invertir en preparación y orientarse hacia estrategias de adaptación a más largo plazo. También anticipan una fuerte inversión en los sectores de la defensa, la electrónica y la producción de semiconductores, mientras que la actividad en las industrias de transformación tradicionales, como la química, se mantiene más contenida (véase recuadro 4). Los datos de las encuestas de la Comisión Europea muestran una expansión a corto plazo de la producción de equipos informáticos, que se utiliza como aproximación de los equipos que posibilitan el uso de la IA, particularmente en Alemania y los Países Bajos. La confianza de los proveedores de servicios digitales también se incrementó en el tercer trimestre con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, el endurecimiento de las condiciones de financiación podría lastrar la inversión, como señala también la encuesta del BCE sobre préstamos bancarios en la zona del euro.

Gráfico 7

Dinámica de la inversión real y datos procedentes de encuestas



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, «activos tangibles» se refiere al sector de bienes de equipo (fabricantes de maquinaria y equipos tangibles), y «activos 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 segundo trimestre de 2026 para la inversión y a septiembre de 2026 para el PMI de producción y los indicadores de la Comisión Europea.

Es posible que la inversión en vivienda se estabilice solo gradualmente a corto plazo, ya que factores transitorios y el endurecimiento de las condiciones de financiación ralentizan su recuperación. Tras el descenso del 1,3% registrado en la inversión residencial en el segundo trimestre de 2026, la confianza en el sector de la construcción siguió deteriorándose en el tercer trimestre. Indicadores de opinión, como el PMI de producción de viviendas y el indicador de la Comisión Europea relativo a las tendencias recientes de la construcción de edificios y actividades de construcción especializada, han

disminuido en los últimos meses, lo que apunta a una desaceleración de la actividad del mercado de la vivienda (panel b del gráfico 7). Estos indicadores de actividad también se vieron afectados por las condiciones meteorológicas adversas en los meses estivales —en particular por las olas de calor, que lastraron la inversión residencial de forma transitoria—, por lo que podrían revertirse parcialmente más adelante en 2026[4]. El porcentaje de empresas que señalaron una demanda insuficiente en la encuesta de opinión de la Comisión Europea aumentó en septiembre, situación que se vio corroborada por los contactos del sector empresarial que indicaron que las subidas de los tipos de interés estaban frenando cada vez más la demanda. Pese al endurecimiento de las condiciones de financiación, el crecimiento de los préstamos para adquisición de vivienda concedidos por las instituciones financieras monetarias (IFM) se mantuvo en el 3,1 % en agosto, frente al 2,5 % observado en agosto de 2025. De forma similar, el número de visados de obra nueva residencial siguió aumentando, lo que apunta a la solidez de la demanda subyacente, aunque este incremento también estuvo impulsado por un cierto adelanto de las solicitudes de visados en respuesta a un cambio normativo en los Países Bajos. Además, en julio y agosto, la producción de la construcción de edificios y de las actividades de construcción especializada se situó un 0,1 % por encima del nivel registrado en el segundo trimestre, lo que indica cierta recuperación de la inversión en vivienda. En conjunto, estos indicadores sugieren que la inversión residencial puede estabilizarse gradualmente en los próximos trimestres a medida que vayan desapareciendo los factores específicos de cada país y los relacionados con las condiciones meteorológicas, aunque el endurecimiento de las condiciones de financiación sigue lastrando las perspectivas.

Las exportaciones de bienes a países no pertenecientes a la zona del euro continuaron creciendo en agosto, mientras que las presiones sobre los precios de importación siguieron siendo elevadas. Las exportaciones reales aumentaron un 1 % en los tres meses transcurridos hasta agosto con respecto al período de tres meses precedente, mientras que las importaciones reales disminuyeron un 0,9 %. Sin embargo, el dinamismo se ha moderado, las exportaciones reales totales aún se sitúan por debajo de los niveles de 2021 y el crecimiento es desigual entre categorías de productos y países. Las exportaciones de bienes relacionados con la IA aumentaron un 14 % en los seis primeros meses del año, aunque el aumento fue considerablemente inferior al observado en el resto del mundo. Por productos, el crecimiento se concentró en las ramas de maquinaria y material de transporte, que incluyen bienes relacionados con la IA, y de productos químicos. Por países, las mayores exportaciones estuvieron impulsadas principalmente por los Países Bajos, con otras contribuciones positivas de Irlanda y Alemania. Este crecimiento refleja la demanda mundial relacionada con la IA, que beneficia a cada país en función de sus distintas especializaciones. De cara al futuro, los indicadores coyunturales apuntan a un mayor dinamismo de las manufacturas, pero a un debilitamiento de las perspectivas de los servicios. El PMI de nuevos pedidos exteriores del sector manufacturero volvió a aumentar en septiembre y octubre, al tiempo que los pedidos exteriores de los servicios

[4] Véase el recuadro 2 titulado «Fenómenos meteorológicos extremos en verano: ¿cómo afectan a la producción de la construcción en la zona del euro?» en este Boletín Económico.

permanecieron en terreno contractivo. Los PMI sectoriales muestran un fuerte incremento de los plazos de entrega de los proveedores en el sector tecnológico, lo que señala riesgos a la baja relacionados con la magnitud y la duración de la contribución de la IA a las exportaciones de la zona del euro.

Las perspectivas de crecimiento de la zona del euro siguen siendo muy inciertas, debido, en particular, a la situación geopolítica, la prolongada perturbación energética y la volatilidad existente en los mercados internacionales de renta fija. Nuevas perturbaciones en el suministro de energía podrían hacer que los precios energéticos continúen subiendo y durante más tiempo, lo que afectaría a las rentas reales, al gasto y a la inversión. Un resurgimiento de las tensiones comerciales entre las principales economías también podría alterar en mayor medida las cadenas de suministro, reducir las exportaciones y debilitar el consumo y la inversión. Por el contrario, el crecimiento podría ser mayor si la economía y los mercados energéticos se adaptaran más rápidamente de lo previsto a la disrupción causada por los actuales conflictos o si estos se resolvieran de manera duradera. Asimismo, la adopción de nuevas tecnologías por las empresas de la zona del euro y el gasto en defensa e infraestructuras, así como las reformas orientadas a mejorar la productividad y completar el mercado único de la UE, podrían impulsar el crecimiento más de lo esperado.

3 Precios y costes

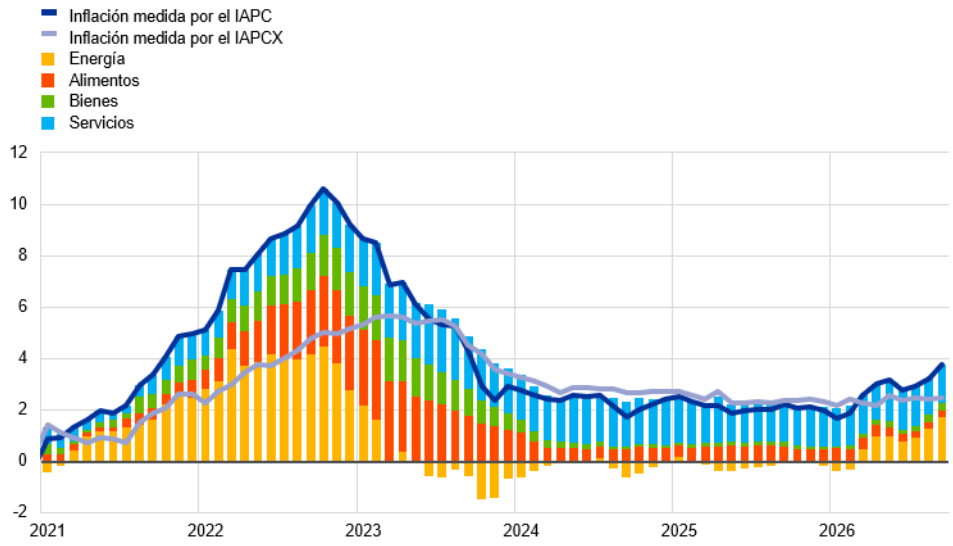
La inflación general interanual de la zona del euro aumentó hasta situarse en el 3,8 % en septiembre de 2026, desde el 3,2 % registrado en agosto, debido principalmente a la mayor tasa de variación de los precios energéticos. Los precios de la energía han continuado subiendo, lo que plantea riesgos al alza para las perspectivas de inflación. Cuanto más tiempo se mantengan estos precios en niveles elevados, mayor será la probabilidad de que impulsen al alza la inflación general a través de efectos indirectos y de segunda vuelta. Aunque los efectos de la perturbación energética aún no se han materializado plenamente, la inflación subyacente se ha mantenido en general estable hasta ahora y los salarios no muestran una respuesta sustantiva en esta fase. El crecimiento interanual de la remuneración por asalariado se redujo hasta el 3,3 % en el segundo trimestre de 2026, frente al 3,6 % registrado en el trimestre anterior. El avance de los salarios negociados y los indicadores prospectivos, como los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios y los resultados de las encuestas sobre las expectativas salariales, apuntan a un mayor crecimiento de los salarios en los próximos trimestres y a una ralentización hacia finales de 2027. Aunque las expectativas de inflación en horizontes más cortos permanecen en niveles elevados, la mayoría de los indicadores de las expectativas de inflación a más largo plazo se sitúan en torno al 2 %, lo que apoya la estabilización de la inflación en niveles próximos al objetivo a medio plazo.

La inflación general interanual de la zona del euro, medida por el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), se incrementó hasta el 3,8 % en septiembre de 2026, desde el 3,2 % registrado en agosto (gráfico 8). Este incremento estuvo impulsado principalmente por el repunte de la tasa de variación de los precios de la energía, así como por los aumentos de menor magnitud de la inflación de los alimentos y del IAPC, excluidos la energía y los alimentos (IAPCX). En el tercer trimestre de 2026, la inflación general de la zona del euro se situó en el 3,3 %, en línea con las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre 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 septiembre de 2026.

En septiembre de 2026, la tasa de crecimiento interanual de los precios energéticos se disparó hasta el 18,9 %, frente al 14,3 % de agosto, en un contexto de reintensificación del conflicto en Oriente Próximo. Este fuerte repunte de la inflación de la energía obedeció fundamentalmente a un incremento interanual del 33,8 % de los precios de los combustibles para transporte, ya que los precios de la gasolina y del gasóleo subieron como consecuencia del encarecimiento del petróleo y de los elevados márgenes de refino. Los precios de la electricidad y del gas también registraron un alza y contribuyeron al aumento de la inflación de la energía, en un contexto en el que continúa la transmisión de los precios mayoristas a los de consumo.

La inflación de los alimentos se elevó hasta el 1,3 % en septiembre, desde el 1,1 % observado en agosto. Este aumento fue consecuencia del acusado incremento de la tasa de avance de los precios de los alimentos no elaborados, que se situó en el 4 % en septiembre, frente al 2,7 % de agosto. No obstante, esta evolución se vio parcialmente compensada por el ligero descenso de la inflación de los alimentos elaborados, hasta el 0,4 %, desde el 0,5 % registrado en ese mismo período. Es muy probable que la desaceleración de esta tasa refleje los efectos retardados de las anteriores bajadas de los precios de las materias primas y las débiles presiones latentes, dado que la actual perturbación de los precios energéticos todavía puede transmitirse a los precios en las fases posteriores de la cadena de producción. El fuerte incremento de la inflación de los alimentos no elaborados tuvo su origen principalmente en los precios de las hortalizas sensibles a las condiciones meteorológicas, que se vieron afectadas por las olas de calor del verano. Estos fenómenos meteorológicos —las olas de calor, las sequías y el desarrollo de El Niño—, junto con los efectos indirectos de la perturbación

energética, podrían plantear riesgos al alza para las perspectivas de inflación de los alimentos[5].

La inflación medida por el IAPCX se elevó hasta el 2,5 % en septiembre, desde el 2,4 % de agosto. Este repunte se debió a la mayor tasa de avance de los precios de los servicios, que se situó en el 3,2 % en septiembre, frente al 3 % de agosto, y que compensó con creces la ligera disminución de la inflación de los bienes industriales no energéticos, hasta el 1,1 %, desde el 1,2 % registrado durante el mismo período. El aumento de la inflación de los servicios obedeció principalmente al crecimiento más pronunciado de los precios de las actividades recreativas, en particular de los servicios de alojamiento y de los paquetes turísticos, que se vio compensado en parte por el menor avance de los precios de los servicios de comunicaciones y relacionados con la vivienda, así como por la estabilidad de la tasa de variación de los precios de los servicios de transporte. La desaceleración observada en la inflación de los bienes industriales no energéticos en septiembre refleja un descenso de la tasa de crecimiento de los precios de los bienes semiduraderos y, en menor medida, de los no duraderos, mientras que la de los bienes duraderos se mantuvo sin cambios.

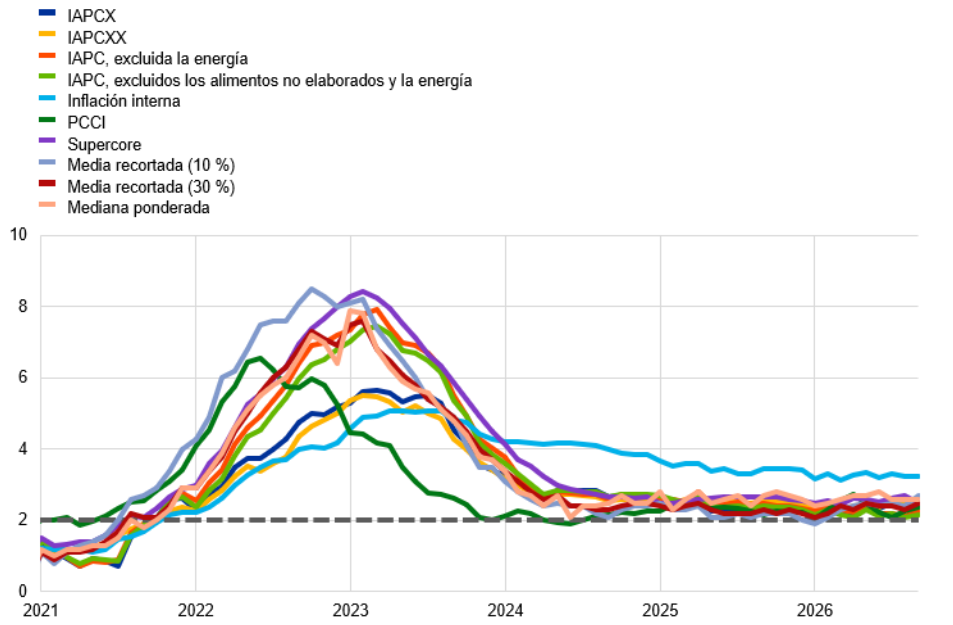
La evolución de los indicadores de la inflación subyacente continuó siendo ligeramente heterogénea en septiembre (gráfico 9). La mayor parte de los indicadores basados en la exclusión de componentes registraron un leve aumento de entre 0,1 puntos porcentuales y 0,3 puntos porcentuales, excepto la mediana ponderada, que no experimentó variaciones, y el IAPCXX (el IAPCX, excluidos los servicios relacionados con turismo y viajes, y los artículos de vestir y calzado), que descendió y se situó en el 2,5 %, frente al 2,6 % de agosto. Por lo que respecta a los indicadores basados en modelos, el PCCI (componente persistente y común de la inflación) aumentó hasta situarse en el 2,4 % en septiembre, desde el 2,3 % de agosto, mientras que el indicador Supercore (inflación «supersubyacente»), que incluye los componentes del IAPC sensibles al ciclo económico, se redujo hasta el 2,5 %, frente al 2,7 % registrado en ese mismo período. La inflación interna, que abarca componentes con un contenido importador bajo, también se moderó en septiembre y se situó en el 3,2 %, frente al 3,3 % de agosto. En conjunto, el rango de valores de los indicadores de la inflación subyacente disminuyó ligeramente en septiembre y se situó entre el 2,2 % y el 2,7 %, frente al rango comprendido entre el 2,1 % y el 2,7 % de agosto, y no apunta a una generalización de las presiones inflacionistas subyacentes.

[5] Para más detalles, véase «Has food inflation lost its bite?», *The ECB Blog*, BCE, 20 de octubre de 2026.

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 septiembre de 2026.

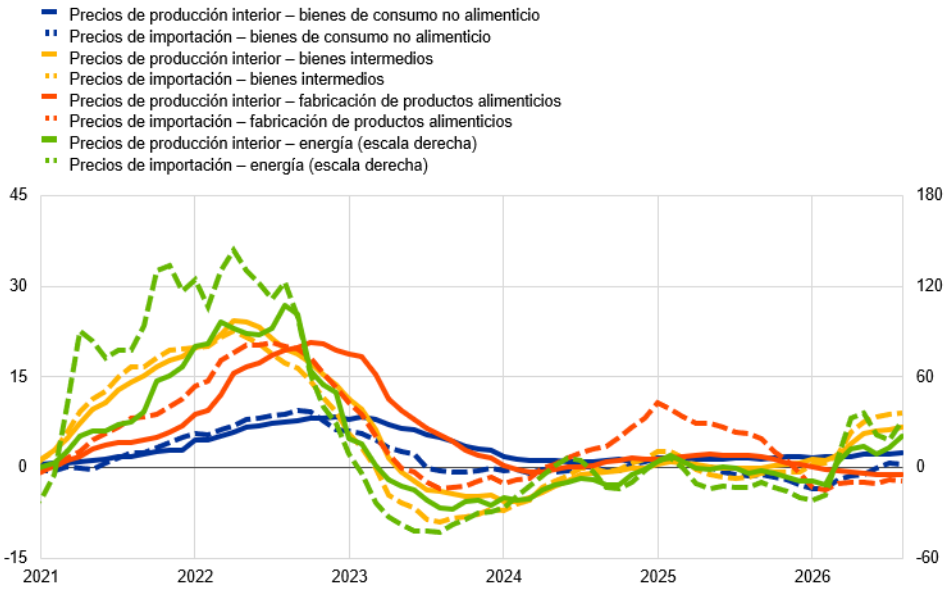
Las presiones inflacionistas latentes siguieron aumentando en las primeras fases del proceso de formación de precios, pero mostraron señales heterogéneas en las fases posteriores (gráfico 10). En las fases iniciales de este proceso, la tasa de variación de los precios de producción de la energía se disparó hasta el 21 % en agosto, frente al 13 % de julio. En ese mismo período, la tasa de crecimiento de los precios de importación de la energía registró un fuerte incremento, desde el 18,5 % hasta el 30,9 %. Ambos indicadores se habían moderado a principios del verano, pero en agosto se situaron en estos niveles elevados debido a la reintensificación del conflicto en Oriente Próximo. En cuanto a los bienes intermedios, el ritmo de avance tanto de los precios de producción interior como el de los precios de importación aumentó en agosto con respecto a julio, hasta el 6,8 % desde el 6,3 % y hasta el 9,1 % desde el 8,8 %, respectivamente. Ese mismo mes, en las fases posteriores del proceso de formación de precios, las presiones latentes sobre los precios de los bienes de consumo no alimenticio apenas variaron, ya que la tasa de variación de los precios de producción interior se incrementó 0,2 puntos porcentuales, hasta el 2,5 %, mientras que la de los precios de importación se mantuvo en el 0,7 %. En el caso de los alimentos elaborados, las tasas de crecimiento interanual de los precios de producción interior y de los precios de importación permanecieron en terreno negativo en agosto: la primera se mantuvo estable en el −1,2 %, mientras que la segunda se situó en el −2,1 %, 0,1 puntos porcentuales por debajo de su nivel de julio. Debido al actual conflicto en Oriente Próximo, la evolución de los precios de producción y de importación sigue sujeta a una incertidumbre considerable, no solo por el retardo en la transmisión a los

precios de los bienes sensibles a la energía, sino también porque una perturbación energética prolongada podría continuar impulsando al alza los costes de producción en el exterior y, en consecuencia, los precios de importación de la zona del euro.

Gráfico 10

Indicadores de presiones latentes

(tasas de variación interanual)



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

Las presiones de costes de origen interno, medidas por el crecimiento del deflactor del PIB, se mantuvieron sin variación en el 2,4 % en el segundo trimestre de 2026 (gráfico 11). Ello se debió a la menor contribución de los costes laborales unitarios, que en parte se vio compensada por una mayor aportación de los beneficios unitarios, mientras que la contribución de los impuestos unitarios disminuyó ligeramente. Entre el primer y el segundo trimestre de 2026, el avance de los costes laborales unitarios se redujo de forma acusada, desde el 3,6 % hasta el 2,6 %. Esta reducción reflejó el mayor crecimiento interanual de la productividad del trabajo, desde el 0,1 % hasta el 0,7 %, junto con el descenso de la tasa de avance interanual de la remuneración por asalariado, desde el 3,6 % hasta el 3,3 %. Este último descenso obedeció a la disminución del crecimiento de los salarios negociados, hasta el 2,4 % desde el 2,6 %, y a la caída de la contribución del componente de deriva salarial, de 1 punto porcentual a 0,9 puntos porcentuales. De cara al futuro, los indicadores del BCE de seguimiento de los salarios —que se han actualizado con datos sobre los convenios colectivos negociados hasta mediados de octubre de 2026— sugieren que las presiones sobre los salarios negociados alcanzarán el 2,8 % en el primer semestre de 2027, antes de disminuir hasta el 2,4 % en el tercer trimestre de ese año[6]. Además, los participantes en la encuesta telefónica a empresas (Corporate Telephone Survey) del BCE esperan que el

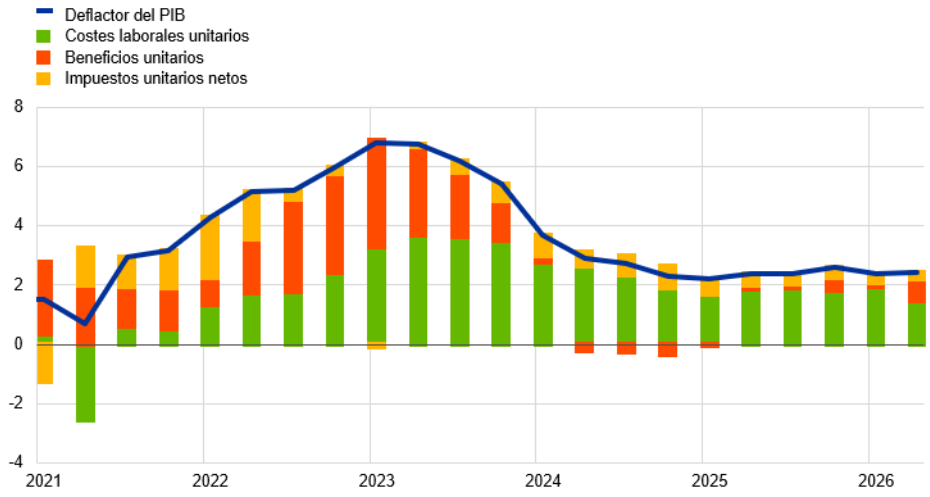
[6] Para más detalles, véase «El indicador del BCE de seguimiento de los salarios apunta a un crecimiento salarial en los tres primeros trimestres de 2027 ligeramente superior al del conjunto de 2026», *nota de prensa*, BCE, 4 de noviembre de 2026.

crecimiento de los salarios se modere ligeramente, desde el 3 % en 2026 hasta el 2,9 % en 2027 (véase recuadro 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 observadas en los costes laborales unitarios, mientras que la contribución de la productividad del trabajo es negativa. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

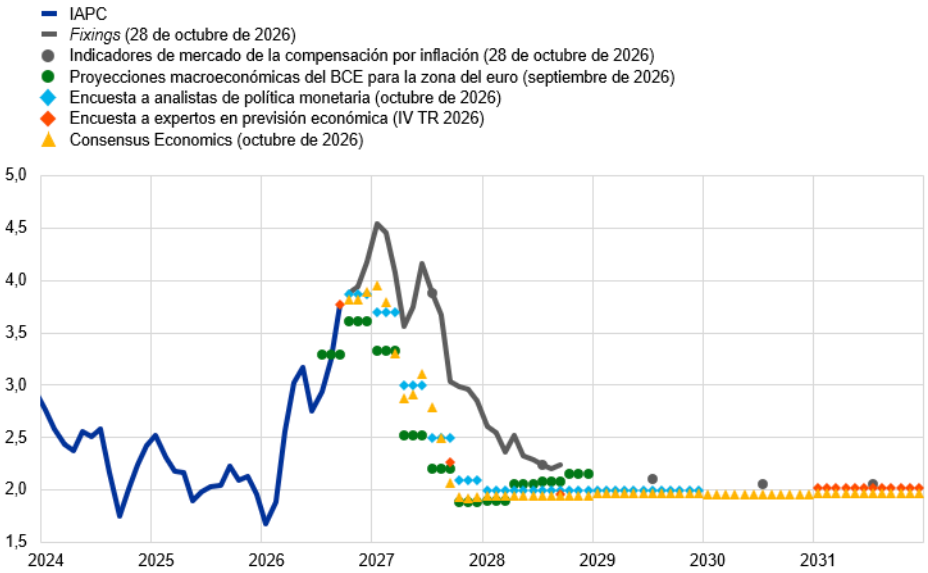
Las encuestas realizadas a expertos en previsión económica, analistas de política monetaria y consumidores muestran un repunte temporal de las expectativas de inflación a corto plazo y ninguna variación en las expectativas de inflación a más largo plazo. Las expectativas de inflación a corto plazo para 2026 se incrementaron en la encuesta del BCE a analistas de política monetaria (SMA, por sus siglas en inglés) de octubre de 2026 y en la encuesta del BCE a expertos en previsión económica (EPE) correspondiente al cuarto trimestre de 2026, y se situaron en el 3,1 % y el 3 % respectivamente, frente al 2,9 % y el 2,7 %. Tanto la SMA como la EPE apuntan a un descenso de la inflación en 2027, hasta el 2,8 % y el 2,6 %, respectivamente (panel a del gráfico 12). 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 repuntó hasta el 3,6 %, desde el 3,5 % de agosto, en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores de septiembre de 2026 (panel b del gráfico 12). Durante ese período, la tasa mediana de la inflación esperada en los doce meses siguientes también se incrementó ligeramente y se situó en el 3,1 %, frente al 3 %, y las tasas a tres y cinco años se mantuvieron sin variación en el 2,9 % y el 2,5 %, respectivamente. Las tasas medianas relativas a las expectativas de inflación a más largo plazo obtenidas de la SMA y de la EPE también permanecieron estables en el 2 % (panel a del gráfico 12).

Gráfico 12

Inflación general y proyecciones y expectativas de inflación

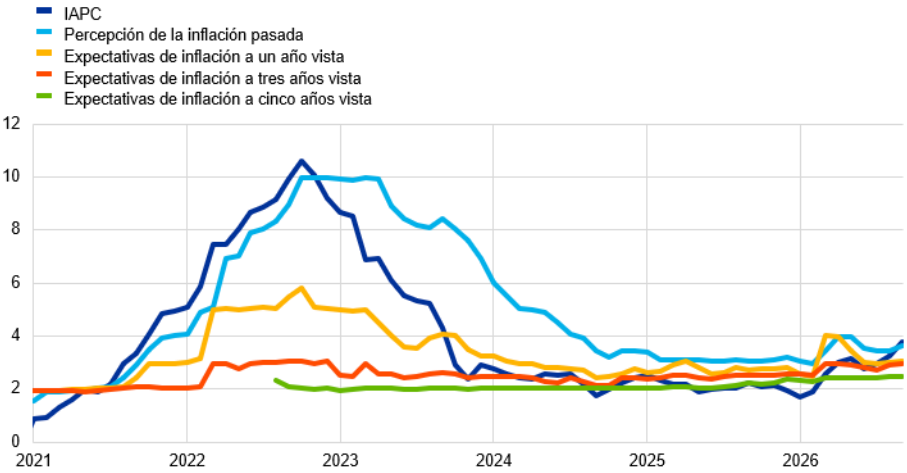
a) Inflación general, indicadores de mercado de la compensación por inflación, proyecciones de inflación e indicadores de opinión de las expectativas de inflación

(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 BCE para la zona del euro, septiembre 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 28 de octubre 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 octubre de 2026 se llevó a cabo entre el 12 y el 14 de octubre de 2026. La encuesta EPE correspondiente al cuarto trimestre de 2026 se realizó entre el 2 y el 7 de octubre de 2026. La fecha límite de recepción de datos para las previsiones de Consensus Economics fue el 12 de octubre de 2026. Las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026 se finalizaron el 28 de agosto de 2026 y la fecha de cierre de los datos para los supuestos técnicos fue el 19 de agosto 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 septiembre de 2026.

En el período de referencia comprendido entre el 10 de septiembre y el 28 de octubre de 2026, los indicadores de mercado de la compensación por inflación

a corto plazo aumentaron, mientras que las expectativas de inflación a más largo plazo basadas en indicadores de mercado se mantuvieron firmemente ancladas (panel a del gráfico 12). Las perspectivas de inflación de los mercados se incrementaron en el corto plazo, debido al encarecimiento de la energía. Los *inflation fixings*, que son contratos de *swaps* vinculados al IAPC de la zona del euro, excluido el tabaco, registraron un alza en los horizontes a corto plazo y alcanzaron un máximo del 4,5 % en enero de 2027, unos 31 puntos básicos más que al inicio del período de referencia. En horizontes temporales más largos sugieren que los inversores esperan que la inflación se mantenga en niveles elevados en la primera mitad de 2027 y que en el segundo semestre del año se reduzca de forma acusada hasta situarse en 2028 en niveles próximos al objetivo de inflación del Consejo de Gobierno del 2 % a medio plazo. Más allá del corto plazo, el tipo *swap* de inflación (ILS) a un año dentro de un año registró una caída de 10 puntos básicos y se situó aproximadamente en el 2,2 % al final del período analizado. No obstante, si se ajusta por las primas de riesgo de inflación, el mismo indicador se redujo 1 punto básico hasta situarse en el 2,1 % al final del período examinado. 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 10 de septiembre y el 28 de octubre de 2026, los mercados financieros de la zona del euro se vieron influidos principalmente por la evolución del conflicto en Oriente Próximo y las correcciones de precios en los mercados de deuda soberana. La subida de los tipos de interés anunciada por el Consejo de Gobierno el 10 de septiembre fue anticipada adecuadamente y se transmitió por completo a los mercados monetarios. Al cierre del período analizado, la curva forward *del tipo de interés a corto plazo del euro (€STR) implicaba subidas acumuladas de los tipos oficiales de unos 43 puntos básicos al final del primer trimestre de 2027, por debajo del nivel descontado al inicio del período. Los tipos de interés libres de riesgo tanto a corto como a largo plazo registraron una ligera disminución en la zona del euro durante el período de referencia. Los rendimientos de la deuda soberana de la zona del euro aumentaron como consecuencia del incremento de los diferenciales soberanos con respecto a los tipos libres de riesgo. Los índices bursátiles amplios de la zona del euro disminuyeron en el período considerado debido a una moderación generalizada del apetito por el riesgo. Los diferenciales de los bonos corporativos se ampliaron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento. En los mercados de divisas, el euro se depreció frente al dólar estadounidense (−4,2 %) y en términos efectivos nominales (−2,5 %).*

Los tipos de interés libres de riesgo tanto a corto como a largo plazo de la zona del euro disminuyeron durante el período analizado. El tipo de referencia €STR se situó en el 2,44 % al final del período analizado, reflejo de la decisión del Consejo de Gobierno de subir 25 puntos básicos los tres tipos de interés oficiales del BCE, adoptada en su reunión del 10 de septiembre de 2026. El exceso de liquidez se redujo en torno a 22 mm de euros hasta la cifra de 2.095 mm de euros, principalmente como consecuencia del descenso sostenido de las carteras de valores mantenidos con fines de política monetaria en manos del Eurosistema. Los tipos *forward* a corto plazo cayeron durante el período considerado: el 28 de octubre de 2026, la curva *forward* del €STR implicaba subidas acumuladas de los tipos de interés oficiales de unos 43 puntos básicos al final del primer trimestre de 2027, por debajo de los 71 puntos básicos descontados el 10 de septiembre. Más allá de mediados de 2028, la curva se mantuvo prácticamente sin cambios en los plazos hasta cinco años, pero disminuyó en horizontes más largos. La caída de la curva *forward*, que revirtió en parte movimientos al alza registrados con anterioridad en torno a la reunión del Consejo de Gobierno de septiembre, obedeció a la comunicación del banco central en el período transcurrido entre las reuniones de política monetaria, así como a los cambios en las perspectivas económicas y en la percepción de riesgos, en un entorno de aumento de los diferenciales soberanos y de los bonos corporativos en la zona del euro.

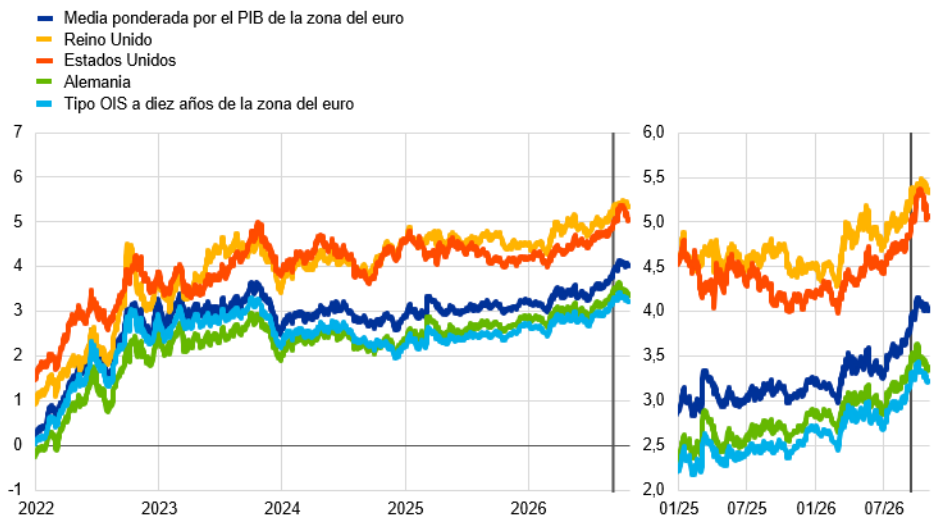
Los rendimientos de la deuda soberana a largo plazo de la zona del euro aumentaron durante el período de referencia y permanecieron en un nivel próximo a máximos de varios años (gráfico 13). Si bien el tipo OIS (*overnight index swap*) nominal a diez años había descendido desde el 3,4 % hasta el 3,2 % al final del período analizado, el rendimiento de la deuda soberana a diez años de la

zona del euro ponderado por el PIB se incrementó 8 puntos básicos y se situó en torno al 4 % al cierre de dicho período. Este incremento se debió a la ampliación de los diferenciales soberanos en 17 puntos básicos, dado que la constante tendencia al alza de los rendimientos a largo plazo a nivel mundial desde 2024 ha agravado la preocupación por las finanzas públicas, lo que ha llevado a los inversores a exigir una compensación mayor por mantener deuda soberana. La dispersión entre países de los diferenciales soberanos con respecto a los tipos libres de riesgo se mantuvo contenida en comparación con niveles históricos, con la excepción del diferencial de la deuda soberana a diez años de Francia frente al tipo OIS, que aumentó 59 puntos básicos. El rendimiento de la deuda pública a diez años de Estados Unidos registró un alza de unos 4 puntos básicos y se situó en el 5,1 %, mientras que el de la deuda equivalente al mismo plazo del Reino Unido se elevó alrededor de 5 puntos básicos, hasta el 5,3 %. El incremento de los rendimientos a largo plazo durante el período de referencia prolongó una tendencia al alza observada en las principales áreas monetarias desde finales de 2024.

Gráfico 13

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

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La línea vertical gris señala el comienzo del período de referencia (10 de septiembre de 2026). Las últimas observaciones corresponden al 28 de octubre de 2026.

Los índices bursátiles amplios de la zona del euro retrocedieron ligeramente en el período de referencia debido a una moderación generalizada del apetito por el riesgo. En conjunto, los mercados bursátiles de la zona del euro registraron una caída del 1,5 % en el período analizado, encabezada por el descenso del 7,4 % de las cotizaciones del sector bancario. El subíndice de las sociedades no financieras se revalorizó un 0,7 %. Las diferencias entre los índices nacionales fueron reducidas en general, lo que apunta a una moderación generalizada del apetito por el riesgo. En Estados Unidos, el índice bursátil amplio ganó un 2 %. Las cotizaciones de las sociedades no financieras estadounidenses se anotaron una subida del 2,5 %, como consecuencia sobre todo del comportamiento de los valores

asociados a la inteligencia artificial, mientras que las del sector bancario de ese país perdieron un 1,2 %.

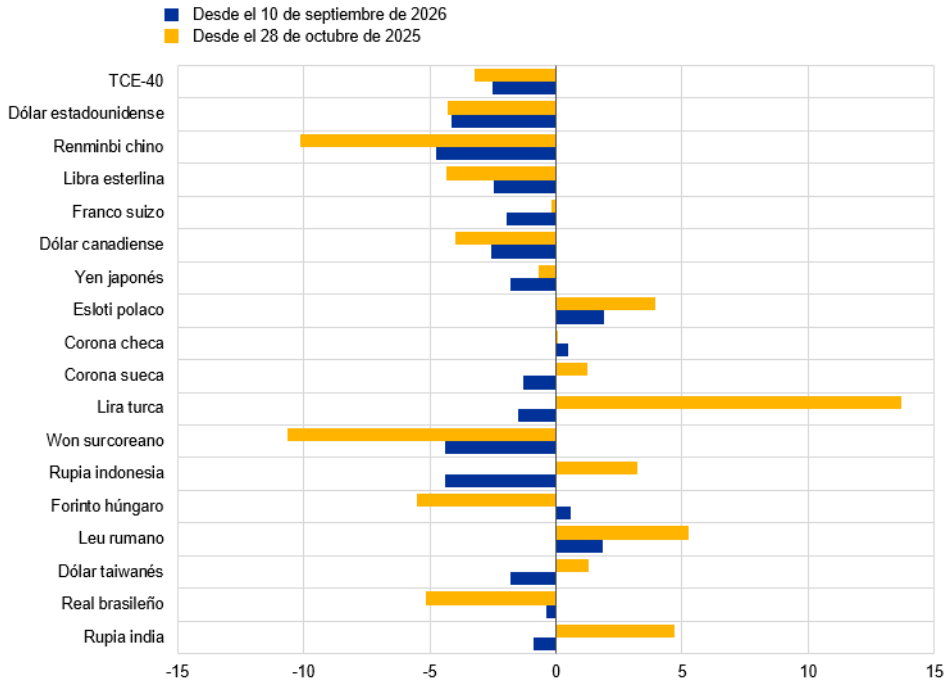
Los diferenciales de los bonos corporativos de la zona del euro se ampliaron tanto en el segmento de grado de inversión como en el de alto rendimiento en el período de referencia. El aumento fue más pronunciado en el segmento de alto rendimiento, donde los diferenciales crecieron unos 69 puntos básicos. En el segmento de grado de inversión se incrementaron aproximadamente 26 puntos básicos en el sector financiero y 20 puntos básicos en las sociedades no financieras. Sin embargo, los diferenciales se mantuvieron contenidos en términos históricos.

En los mercados de divisas, el euro se depreció frente al dólar estadounidense y en términos efectivos nominales (gráfico 14). La depreciación reflejó principalmente los cambios de las expectativas de los mercados hacia un endurecimiento adicional de la política monetaria en Estados Unidos, así como la creciente preocupación por las finanzas públicas y la incertidumbre política en torno a la consolidación fiscal en algunos países de la zona del euro. Estas preocupaciones se vieron acompañadas por un aumento de los rendimientos de la deuda pública y de los diferenciales con respecto a los tipos de interés libres de riesgo. Durante el período de referencia, el tipo de cambio efectivo nominal del euro —medido frente a las monedas de 40 de los socios comerciales más importantes de la zona del euro— cayó un 2,5 %. Este debilitamiento fue generalizado, dado que el euro perdió valor frente al dólar estadounidense (−4,2 %), las monedas de las economías emergentes, incluido el renminbi chino (−4,7 %), y otras monedas importantes, como la libra esterlina (−2,5 %) y el franco suizo (−2 %). La perturbación energética derivada de la prolongación del conflicto en Oriente Próximo siguió lastrando el euro.

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 28 de octubre de 2026.

5 Condiciones de financiación y evolución del crédito

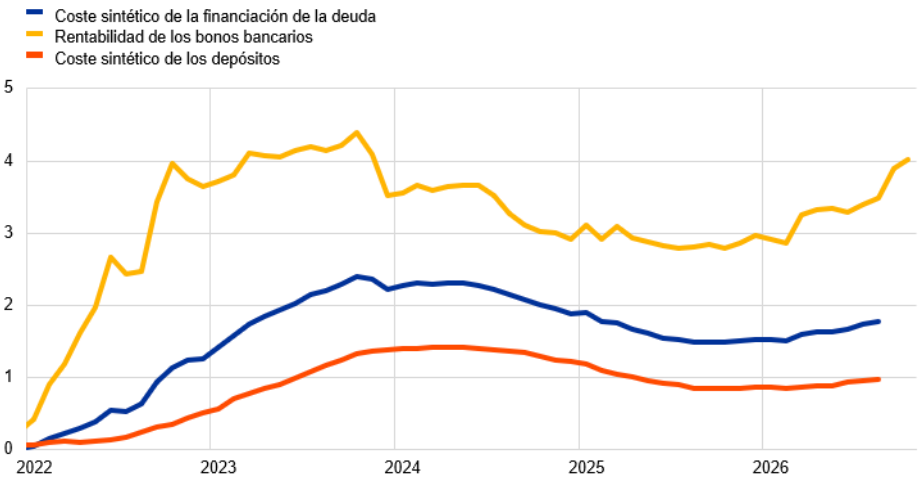
Las condiciones de financiación de las empresas y los hogares se han endurecido desde la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el 10 de septiembre de 2026. En agosto, los tipos de interés del crédito bancario concedido a los hogares aumentaron hasta el 3,6 %, aunque los aplicados a las empresas se mantuvieron prácticamente sin variación en el 3,8 %. En el período de referencia comprendido entre el 10 de septiembre y el 28 de octubre de 2026, el coste de la financiación mediante acciones se incrementó y el de la financiación mediante valores de renta fija registró un ligero repunte, debido a la mayor prima de riesgo bursátil y al aumento de los diferenciales de los bonos corporativos, respectivamente. En agosto y septiembre, el crecimiento interanual de los préstamos a empresas se redujo hasta el 4,2 %, desde el 4,4 % registrado en julio, y el de los préstamos a hogares permaneció inalterado en el 3,1 %. La tasa de avance interanual del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo estable en el 3,5 %. Según los resultados de la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro de octubre de 2026, las entidades de crédito señalaron un descenso de la demanda de nuevos préstamos a empresas y un endurecimiento adicional de los criterios de aprobación del crédito en el tercer trimestre de 2026. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda disminuyó de forma notable y la de crédito para consumo experimentó una leve caída, mientras que los criterios de concesión de los préstamos a hogares permanecieron prácticamente sin cambios y los aplicados a los préstamos para consumo se endurecieron. En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) correspondiente al tercer trimestre de 2026, las empresas indicaron 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 aumentaron en agosto, continuando la tendencia gradual al alza iniciada en marzo (gráfico 15). El coste sintético de la financiación de la deuda de las entidades de la zona del euro se elevó hasta el 1,8 % en agosto, desde el 1,7 % observado en julio, en comparación con el 1,5 % de marzo. Esta evolución obedeció fundamentalmente al incremento sostenido de la rentabilidad de los bonos bancarios, como consecuencia de las presiones generales al alza sobre los rendimientos de los bonos a nivel mundial, así como al aumento de los diferenciales de los seguros de riesgo de crédito (CDS, por sus siglas en inglés) de las entidades de crédito de la zona del euro en un entorno de preocupación por las finanzas públicas de varios países de la zona del euro. Esta preocupación desencadenó una reevaluación del riesgo soberano (véase sección 4, «Evolución de los mercados financieros»). Los tipos interbancarios también se elevaron tras la decisión del Consejo de Gobierno de subir los tres tipos de interés oficiales del BCE en junio y en septiembre. El tipo de interés sintético de los depósitos, que mide el coste marginal de la financiación mediante depósitos bancarios, se situó en el 1 % en agosto, prácticamente sin variación con respecto al mes anterior. Los tipos de interés de los depósitos a plazo y de las cuentas de ahorro se incrementaron, ya que las entidades trasladaron las anteriores subidas de los tipos oficiales, mientras que los aplicados a los depósitos a la vista de las empresas y los hogares se mantuvieron sin cambios en general.

Gráfico 15

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

(porcentajes anuales)



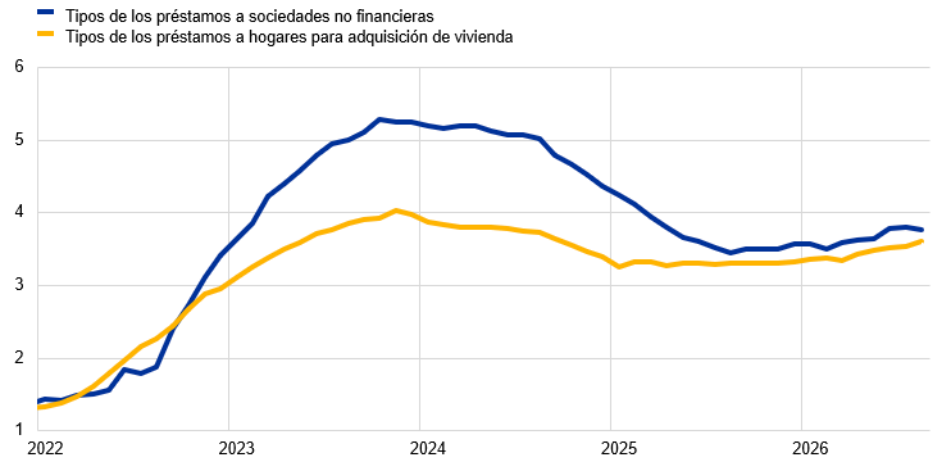
Fuentes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC y/o sus filiales, y cálculos del BCE.
Notas: El coste sintético de la financiación de la deuda es una media de los costes para las entidades de las nuevas operaciones de depósitos a la vista, depósitos con preaviso, depósitos a plazo, bonos y financiación interbancaria, 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 agosto de 2026 para el coste sintético de la financiación de la deuda y el coste sintético de los depósitos y al 28 de octubre de 2026 para la rentabilidad de los bonos bancarios.

Los tipos de interés del crédito bancario concedido a los hogares aumentaron de nuevo, mientras que los aplicados a las empresas se mantuvieron prácticamente sin variación (gráfico 16). El coste de los préstamos a hogares para adquisición de vivienda registró un ligero repunte, desde el 3,5 % en julio hasta el 3,6 % en agosto, debido a la transmisión continuada del incremento de los tipos de mercado. El ascenso de los tipos de interés libres de riesgo y de los rendimientos de la deuda soberana presionó al alza los tipos hipotecarios y de los préstamos a empresas a más largo plazo. El aumento de los tipos hipotecarios fue generalizado en todos los períodos de fijación de tipos, pero más notable en el caso de las hipotecas con períodos de fijación cortos (hasta un año). En agosto, el coste de la financiación bancaria de las sociedades no financieras permaneció prácticamente sin cambios en el 3,8 %, lo que escondió evoluciones dispares en los distintos segmentos de crédito que se compensaban entre sí. Los tipos de interés de los créditos de hasta un millón de euros continuaron elevándose, mientras que los aplicados a los créditos de más de un millón de euros disminuyeron. En consecuencia, el diferencial de tipos entre estos dos segmentos de préstamos otorgados a las empresas se amplió hasta situarse en 68 puntos básicos.

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 agosto de 2026.

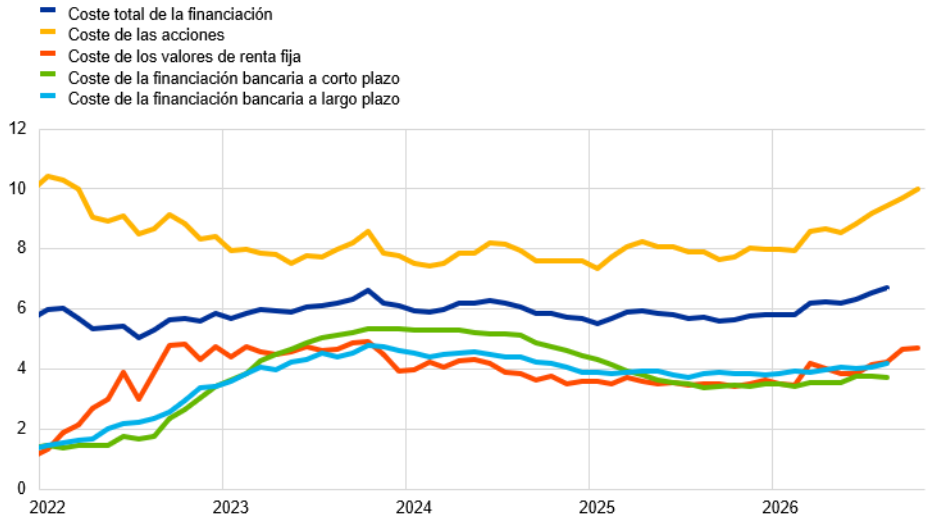
En el período de referencia comprendido entre el 10 de septiembre y el 28 de octubre de 2026, el coste de la financiación de las empresas mediante acciones continuó elevándose, mientras que el de la financiación mediante valores de renta fija solo registró un ligero repunte. El coste total de la financiación de las sociedades no financieras —es decir, el coste sintético de la financiación bancaria, los valores de renta fija y las acciones— aumentó por tercer mes consecutivo y se situó en el 6,7 % en agosto (gráfico 17)[7]. El principal motor de este aumento fue el coste de las acciones, mientras que el de los valores de renta fija y el de la financiación bancaria permaneció prácticamente sin variación. Los datos diarios relativos al período de referencia también muestran un incremento adicional del coste de las acciones debido a la mayor prima de riesgo bursátil. El coste de los valores de renta fija refleja un ligero ascenso resultante de la ampliación de los diferenciales de los bonos corporativos, especialmente en el segmento de alto rendimiento (véase sección 4, «Evolución de los mercados financieros»).

7 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 agosto de 2026.

Gráfico 17

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

(porcentajes anuales)



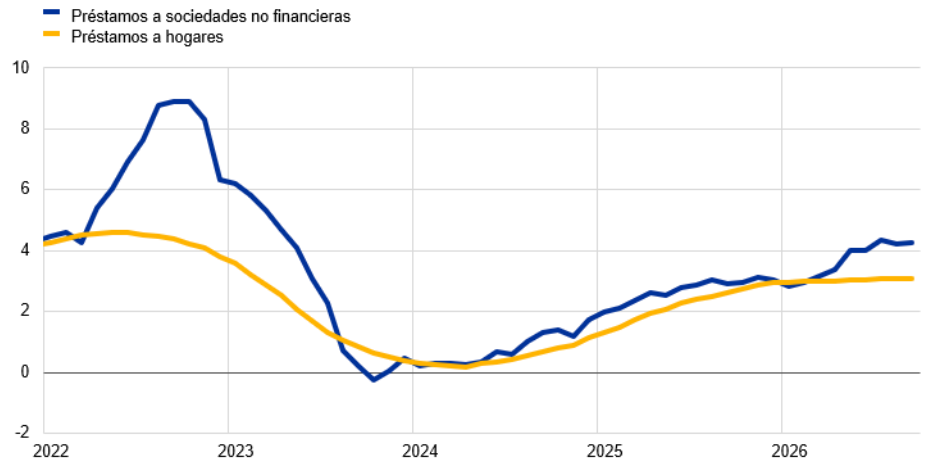
Fuentes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg Finance L.P., LSEG y cálculos del BCE.
Notas: El coste total de la financiación de las sociedades no financieras se basa en datos mensuales y se calcula como la media de los costes de la financiación bancaria a corto y a largo plazo (datos medios mensuales), y los costes de los valores de renta fija y de las acciones (datos de fin de mes), ponderada por sus respectivos saldos vivos. Las últimas observaciones corresponden al 28 de octubre de 2026 para el coste de los valores de renta fija y el coste de las acciones (datos diarios), y a agosto 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 y a hogares se mantuvo sin variación entre agosto y septiembre (gráfico 18). La tasa de crecimiento interanual de los préstamos bancarios a sociedades no financieras permaneció en el 4,2 % en agosto y en septiembre, por debajo del 4,4 % observado en julio y próxima a 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 incrementó hasta el 4,2 %, desde el 4,1 % de agosto y de julio, como consecuencia de las mayores emisiones netas de bonos corporativos. Los préstamos a corto plazo registraron un repunte notable, prolongando la tendencia al alza que se inició en febrero de 2026, probablemente debido al aumento de las necesidades de capital circulante en el entorno de la perturbación energética. La tasa de crecimiento interanual de los préstamos a hogares también se mantuvo estable, en el 3,1 %, un nivel inferior a su media histórica del 4,1 % desde el comienzo de 1999. Si bien las tasas de avance del crédito hipotecario y para consumo disminuyeron ligeramente, este descenso se vio compensado por un incremento significativo del crecimiento del crédito a hogares para otros fines, incluido el concedido a empresarios individuales.

Gráfico 18

Préstamos de las IFM en la zona del euro

(tasas de variación interanual)



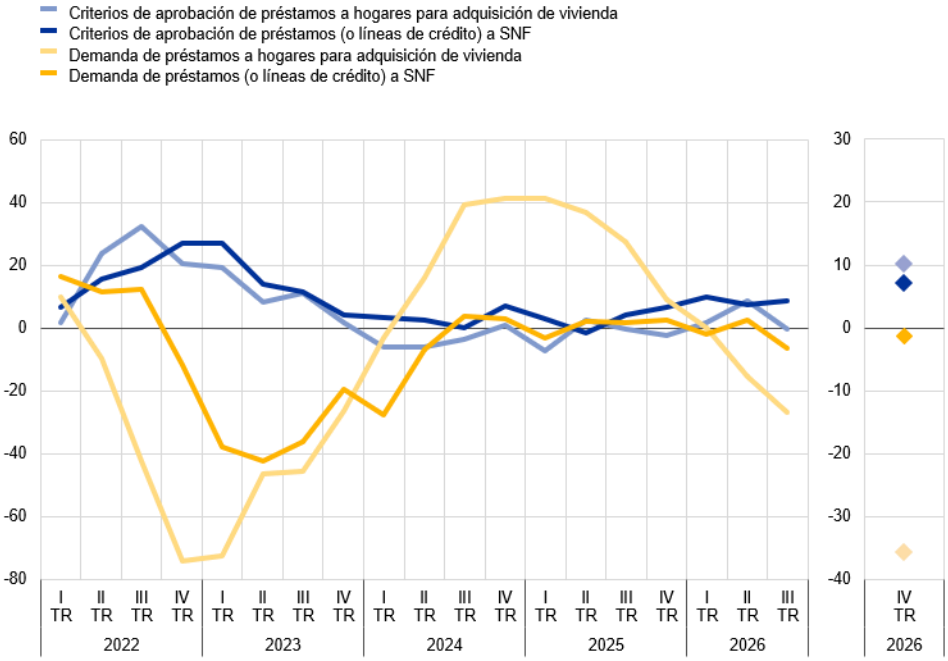
Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Notas: Los préstamos de las instituciones financieras monetarias (IFM) están ajustados de titulizaciones y otras transferencias. En el caso de las sociedades no financieras, los préstamos también se han ajustado de centralización nocional de tesorería (*notional cash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

En la encuesta sobre préstamos bancarios en la zona del euro **de octubre de 2026, llevada a cabo entre el 21 de septiembre y el 6 de octubre del mismo año, las entidades de crédito señalaron que los criterios de aprobación de los préstamos a empresas se habían endurecido de nuevo y que los aplicados a los préstamos para adquisición de vivienda no habían variado prácticamente en el tercer 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 intenso de lo esperado por las entidades en la encuesta anterior. 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. Algunos encuestados indicaron que la incertidumbre geopolítica y los desarrollos en los mercados energéticos favorecían el endurecimiento. Las entidades manifestaron que los criterios de concesión de los préstamos para adquisición de vivienda apenas habían cambiado y que los aplicados al crédito para consumo habían registrado un endurecimiento neto adicional, siendo la menor tolerancia al riesgo y el aumento de los riesgos percibidos los principales factores determinantes del endurecimiento. De cara al cuarto trimestre de 2026, las entidades de crédito de la zona del euro esperan que los criterios de aprobación continúen endureciéndose para los préstamos a empresas y se endurezcan de forma significativa en el caso de los préstamos para adquisición de vivienda y del crédito para consumo.

Gráfico 19

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

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



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

Las entidades señalaron un descenso de la demanda de préstamos a empresas, una fuerte disminución de la de préstamos para adquisición de vivienda y un ligero retroceso de la de crédito para consumo en el tercer trimestre de 2026[8]**.** La caída de la demanda de préstamos a empresas fue inesperada, ya que las entidades había previsto un aumento en la encuesta anterior. Esta caída se debió fundamentalmente a la subida de los tipos de interés. También se citaron factores como la menor demanda de inversión en capital fijo por parte de las pequeñas y medianas empresas (pymes) y el recurso a fuentes de financiación alternativas. La demanda de financiación para existencias y capital circulante y, en menor medida, para refinanciar y reestructurar deuda siguió presionando al alza la demanda de préstamos. La demanda de préstamos para adquisición de vivienda se redujo considerablemente, mientras que la de crédito para consumo experimentó

[8] En una pregunta específica sobre la importancia del crédito nuevo para que las empresas financien la adopción o el desarrollo de la IA, las entidades participantes indicaron que todavía están adaptando sus políticas de préstamo al uso creciente de estas tecnologías. Varias entidades manifestaron que esperan un aumento gradual pero sostenido de la demanda de crédito para financiar infraestructuras digitales, en particular centros de datos. Asimismo, las entidades señalaron que es más probable que su política actual y futura de concesión de préstamos relacionados con la IA se dirija a proveedores de infraestructuras más que a desarrolladores de *software* o empresas que están adoptando la IA, y esperaban que esta tendencia fuera más pronunciada en los próximos meses.

solo una ligera disminución. En el caso de los primeros, la reducción neta señalada por las entidades fue la más acusada desde el tercer trimestre de 2023 y mayor de lo que habían previsto. El descenso se debió sobre todo a la evolución de los tipos de interés, seguida del deterioro de la confianza de los consumidores y de las peores perspectivas del mercado de la vivienda. El mayor nivel de los tipos de interés y la menor confianza de los consumidores, así como la reducción del gasto en bienes de consumo duradero, debilitaron la demanda de crédito para consumo. Para el cuarto trimestre de 2026, las entidades esperan que la demanda de préstamos a empresas se mantenga prácticamente sin variación y que la de préstamos para adquisición de vivienda y de crédito para consumo registre una caída más fuerte.

La situación de financiación de las entidades de crédito continuó deteriorándose, mientras que el menor exceso de liquidez y los mayores riesgos para la calidad crediticia contribuyeron al endurecimiento de los criterios de concesión del crédito. Según las respuestas de las entidades de crédito a las preguntas *ad hoc* de la encuesta, su facilidad de acceso a la financiación mediante valores de renta fija, a los mercados monetarios y a la financiación minorista volvió a deteriorarse en el tercer trimestre de 2026, mientras que permaneció casi sin variación en el caso de las titulizaciones. En los tres próximos meses, las entidades esperan que su acceso a la financiación siga deteriorándose en las cuatro categorías. La reducción de la cartera de activos del Banco Central Europeo (BCE) relacionados con la política monetaria ha tenido un impacto ligeramente negativo en la situación de liquidez y en las condiciones de financiación en los mercados de las entidades de la zona del euro en el último año. No obstante, el efecto en la rentabilidad bancaria se consideró levemente positivo, dado que el aumento total de los ingresos netos por intereses se vio contrarrestado en parte por unas pérdidas de capital reducidas. Las entidades esperan que estos efectos persistan en el próximo año. Asimismo, 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 todas las modalidades de préstamos. Ello se debió sobre todo al aumento de los riesgos percibidos. En respuesta a una nueva pregunta, las entidades de la zona del euro indicaron que la contribución de los activos digitales a su estrategia de negocio había sido ligeramente positiva en el último año, y consideraron que su efecto en la situación financiera general y en los criterios de concesión de préstamos había sido neutral. Para el año siguiente, las entidades esperan que los activos digitales tengan un impacto cada vez más positivo en su estrategia de negocio, pero que incidan negativamente en su negocio de financiación minorista.

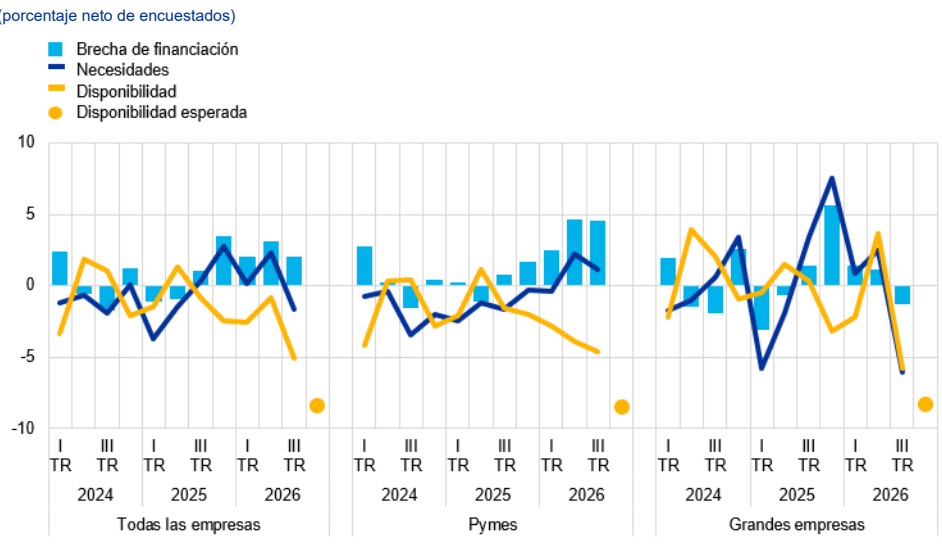
En la encuesta sobre el acceso de las empresas a la financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) **más reciente, realizada entre el 26 de agosto y el 2 de octubre de 2026, las empresas señalaron un endurecimiento de las condiciones del crédito bancario en un contexto de aumento de los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito.** En el tercer trimestre de 2026, un porcentaje neto del 46 % de las empresas manifestaron que los tipos de interés bancarios se habían incrementado, frente a un porcentaje neto del 42 % en el trimestre anterior. Las grandes empresas señalaron que habían subido con mayor frecuencia que las

pymes. Adicionalmente, las empresas también tuvieron que afrontar mayores costes de financiación distintos de intereses, aunque el ritmo de endurecimiento se había desacelerado ligeramente.

La disponibilidad de préstamos bancarios disminuyó en mayor medida que las necesidades de financiación bancaria, dando lugar a un aumento de la brecha de financiación percibida (gráfico 20). En el tercer trimestre de 2026, un 2 % neto de las empresas indicaron que sus necesidades de financiación bancaria habían descendido (en comparación con un 2 % neto que señaló un incremento en el trimestre anterior), mientras que un 5 % neto mencionó una menor disponibilidad de préstamos bancarios (−1 % en el trimestre anterior). La evolución de la disponibilidad de estos préstamos fue similar en las distintas categorías de tamaño, y tanto las pymes como las grandes empresas indicaron una caída. Las primeras manifestaron que sus necesidades de préstamos bancarios prácticamente no habían cambiado (1 % en términos netos, frente al 2 % neto), mientras que las segundas señalaron que se habían reducido (−6 % en términos netos, frente al 3 % del trimestre anterior). En consecuencia, el indicador de la brecha de financiación de préstamos bancarios en la zona del euro —un índice que capta la diferencia entre la variación de las necesidades y la disponibilidad— siguió siendo positivo para el 2 % neto de las empresas (frente al 3 % neto en el trimestre anterior). De cara al futuro, un 8 % neto del total de empresas espera que la disponibilidad de financiación bancaria disminuya en los tres próximos meses.

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



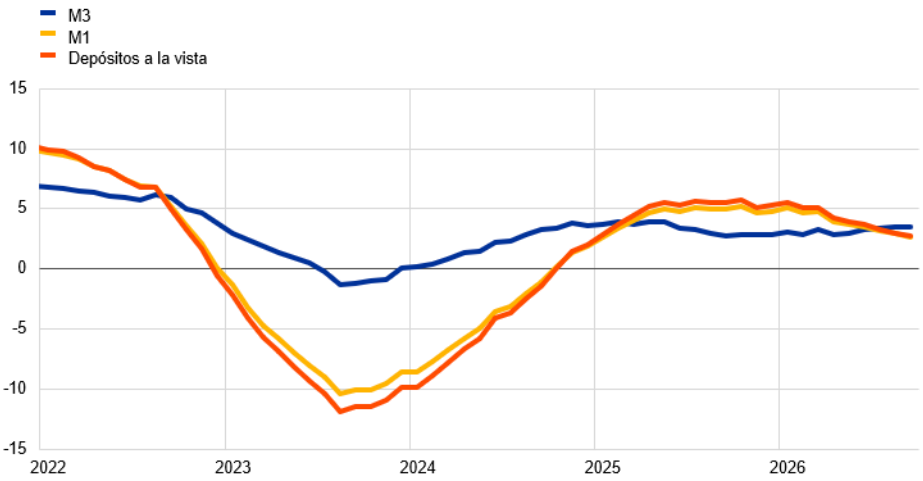
Fuentes: BCE (SAFE) y cálculos del BCE.
Notas: «Pymes» corresponde a pequeñas y medianas empresas. Los porcentajes netos son la diferencia entre el porcentaje de empresas que indican un aumento de la disponibilidad de préstamos bancarios (o necesidades y disponibilidad esperada, respectivamente) y el 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 40 de la encuesta SAFE (entre enero-marzo de 2024 y julio-septiembre de 2026).

La tasa de crecimiento interanual del agregado monetario amplio (M3) se mantuvo estable en septiembre, con una dinámica más débil en el corto plazo (gráfico 21). La tasa de crecimiento interanual de M3 permaneció sin variación en el 3,5 % en septiembre, un nivel muy inferior a su media histórica del 5,2 % desde el comienzo de 1999. La tasa de avance interanual del agregado monetario estrecho (M1) —que incluye el efectivo en circulación y los depósitos a la vista— se redujo hasta el 2,7 %, desde el 2,9% registrado en agosto. Esta evolución reflejó un desplazamiento de fondos de los depósitos a la vista a los depósitos a plazo y una mayor contribución de los instrumentos negociables, ya que ambos ofrecen una mayor rentabilidad a los inversores. En lo que respecta a las contrapartidas, el crecimiento interanual de M3 se sustentó en las entradas netas del exterior a la zona del euro y en el dinamismo del crédito interno, mientras que la reducción continuada del balance del Eurosistema siguió lastrando el crecimiento de M3.

Gráfico 21

M3, M1 y depósitos a la vista

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



Fuente: BCE.
Nota: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2026.

Recuadros

1 Narrativas y riesgos: un conjunto de herramientas cuantitativas para evaluar los escenarios aplicados al conflicto en Oriente Próximo

Niccolò Battistini, Mohammed Chahad y Luís Fonseca

En este recuadro se presenta un marco cuantitativo para evaluar los escenarios alternativos en torno a las proyecciones de referencia elaboradas por los expertos del Eurosistema/BCE, y pone el foco en evaluar la verosimilitud de su impacto económico. Como es habitual en el contexto de la política económica, se entiende que las proyecciones de referencia representan el resultado más probable del conjunto de posibles resultados futuros, condicionado a la situación actual de la economía y una serie de supuestos técnicos. Para poner de relieve la incertidumbre en torno al escenario de referencia, las proyecciones suelen ir acompañadas de escenarios alternativos que exploran las implicaciones macroeconómicas de las narrativas económicas relevantes para las políticas (Banco Central Europeo, 2025). Sin embargo, como se subraya en Cordova-Pozo y Rouwette (2023), la literatura que evalúa la relevancia de los escenarios sigue siendo limitada[1]. En este recuadro se propone una metodología para abordar parcialmente esta carencia mediante la evaluación de escenarios, prestando especial atención a la verosimilitud de sus resultados macroeconómicos en comparación con los patrones empíricos[2].

El primer paso al evaluar la verosimilitud de los escenarios es construir distribuciones predictivas conjuntas que capten patrones temporales y entre variables. El objetivo es obtener una densidad conjunta para una serie de variables macroeconómicas —en este caso, el crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC— centrada en torno al escenario de referencia y que tenga en cuenta las correlaciones temporales y entre variables. Para ello se estiman las relaciones dinámicas entre las variables utilizando dos enfoques complementarios basados en distribuciones univariantes[3]. Primero, con un enfoque basado en modelos se obtienen distribuciones condicionales univariantes a través de regresiones cuantílicas bayesianas y se combinan en una densidad conjunta aplicando la regla de la cadena de probabilidad. Segundo, con un enfoque basado en cópulas se construyen densidades conjuntas combinando las distribuciones marginales univariantes con patrones históricos. En este caso, las distribuciones marginales se

1 Una contribución reciente a esta literatura es el marco de síntesis de escenarios propuesto por Adrian *et al*. (2025), que asigna ponderaciones a los escenarios en función de la importancia para obtener la mejor aproximación a una distribución de referencia objetivo.

2 La metodología que se presenta en este recuadro también puede aplicarse a otros dos criterios utilizados habitualmente para la evaluación cuantitativa de escenarios —la coherencia entre las perturbaciones subyacentes y la cobertura de los escenarios—, como se analiza en un documento de trabajo del BCE que se publicará próximamente relacionado con este recuadro.

3 Otros enfoques pueden proporcionar directamente distribuciones conjuntas, pero suelen basarse en supuestos simplificadores (por ejemplo, una estructura similar entre variables o una dependencia lineal), lo que da lugar a distribuciones de riesgos menos detalladas.

obtienen de dos fuentes: i) datos históricos y ii) una distribución basada en una encuesta (la encuesta del BCE a expertos en previsión económica), que incorpora las expectativas futuras de expertos en previsión económica sobre la evolución económica futura[4]. Las densidades conjuntas resultantes se centran de forma que su moda se corresponda con las proyecciones de referencia. Estas distribuciones conjuntas centradas se calculan utilizando ventanas móviles de 20 años desde principios de la década de los ochenta con el fin de evaluar los escenarios en relación con el período histórico más favorable para ellos. Al calcular la densidad mediante ventanas móviles, el marco capta cómo varían con el tiempo las relaciones entre variables. Esto es fundamental, ya que los escenarios simulados podrían reflejar distintas dinámicas temporales y entre variables que podrían diferir de cualquier patrón histórico concreto.

En el segundo paso se evalúa la verosimilitud empírica de los resultados de los escenarios calculando la probabilidad relativa de cada escenario con respecto al escenario de referencia. En línea con Doan *et al*. (1984), la verosimilitud puede calibrarse analizando hasta qué punto la semda de un escenario se aparta de la trayectoria más probable[5]. El índice de verosimilitud empírica se obtiene calculando primero, para cada submuestra histórica, la probabilidad de las trayectorias conjuntas de crecimiento y de inflación de un escenario determinado en comparación con la de las trayectorias del escenario de referencia[6]. El índice final corresponde al valor más elevado de todas las submuestras de un escenario determinado. Su puntuación oscila entre 0 —cuando los resultados económicos del escenario prácticamente carecen de precedentes históricos— y 100 —cuando las trayectorias del escenario son tan plausibles como la del escenario de referencia—. Es importante señalar que la puntuación determina si los movimientos conjuntos de las variables de resultado de un escenario concreto —más que los acontecimientos en los que se basa su narrativa (por ejemplo, perturbaciones específicas en los mercados energéticos o una modificación de un régimen arancelario determinado)— se han materializado en el pasado. Por consiguiente, puede aplicarse a una amplia gama de narrativas de escenarios, incluidas las referidas a situaciones que realmente pueden no haberse materializado nunca.

La aplicación de este marco a los escenarios relativos al conflicto en Oriente Próximo incluidos en las proyecciones de los expertos del BCE de septiembre de 2026 muestra que la verosimilitud empírica del escenario severo es menor que la de los escenarios moderado y adverso. El panel a del gráfico A presenta las sendas de crecimiento del PIB real y la inflación medida por el IAPC como se recogen en los escenarios relacionados con el conflicto en Oriente Próximo publicados en el recuadro 4 de las proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro de septiembre de 2026. Estos escenarios difieren en sus supuestos sobre los precios de las materias primas

4 Para más detalles, véase «The ECB Survey of Professional Forecasters - Third quarter of 2026».

5 Al tener en cuenta la asimetría y las colas gruesas de las distribuciones, esta métrica podría ser más adecuada para los objetivos de este recuadro que, por ejemplo, el índice de inverosimilitud de Doan *et al*. (1984).

6 Al adoptar una perspectiva más amplia que no se centra en una variable o un horizonte específicos, este enfoque ofrece una alternativa al marco de síntesis de escenarios propuesto por Adrian *et al*. (2025).

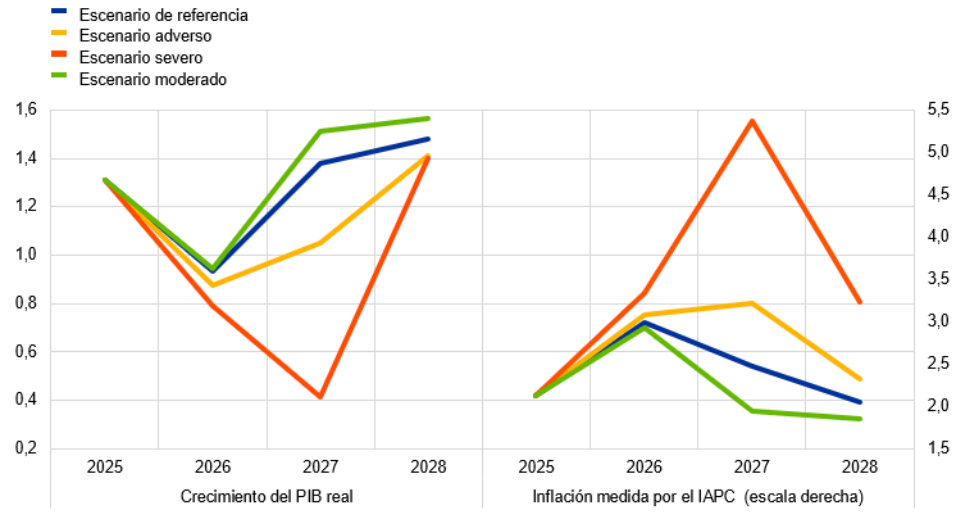
energéticas y la incertidumbre financiera, así como sobre la intensidad de los efectos indirectos y de segunda vuelta sobre la inflación. Abarcan un amplio abanico de resultados económicos, con desviaciones absolutas acumuladas con respecto a las proyecciones de referencia que oscilan entre 0,2 puntos porcentuales y 1,2 puntos porcentuales para el crecimiento del PIB real y entre 1 punto porcentual y 4,3 puntos porcentuales para la inflación medida por el IAPC. El panel b muestra el índice de verosimilitud de cada escenario y pone de manifiesto que el escenario moderado muestra una alta verosimilitud, con un índice que fluctúa entre 82 y 96 según el enfoque utilizado. En el escenario adverso, el intervalo se sitúa entre 56 y 85, mientras que el escenario severo se considera notablemente menos plausible. Pese a su menor verosimilitud, sigue siendo importante analizar este escenario con el fin de abarcar una amplia variedad de posibles resultados del conflicto relevantes para las decisiones de política. La evaluación de la verosimilitud es robusta en los distintos marcos utilizados para obtener las densidades conjuntas, aunque dadas las sustanciales diferencias metodológicas existentes entre dichos marcos puede suceder que, por construcción, este no sea el caso.

Gráfico A

Verosimilitud empírica del escenario de referencia y de los escenarios alternativos

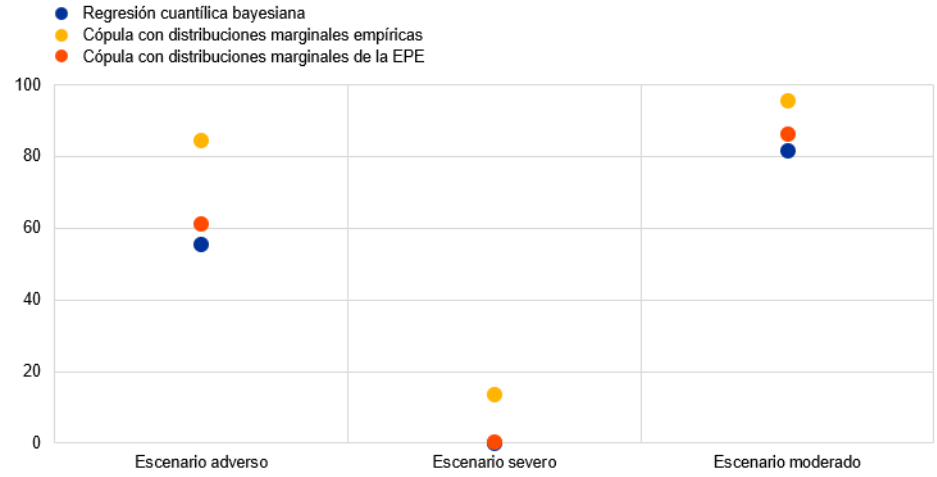
a) Escenarios de referencia y alternativos

(tasas de variación interanual, porcentajes)



b) Índice de verosimilitud empírica de escenarios seleccionados

(índice, escenario de referencia = 100)



Fuentes: Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026 y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: «IAPC» se refiere al Índice Armonizado de Precios de Consumo. Panel b: la verosimilitud empírica se mide como la probabilidad máxima en comparación con el escenario de referencia en diferentes submuestras históricas. Para cada submuestra, la probabilidad relativa se obtiene a partir de la densidad conjunta de los perfiles de crecimiento del PIB real y de la inflación medida por el IAPC durante todo el horizonte de proyección, centrada de forma que los escenarios de referencia se sitúen en la moda de la distribución. «EPE» se refiere a la encuesta del BCE a expertos en previsión económica.

La verosimilitud empírica de los escenarios va más allá de una simple evaluación de su severidad, ya que también refleja las correlaciones tanto temporales como las existentes entre variables. El vínculo entre verosimilitud y severidad puede ilustrarse comparando las evaluaciones de distintos escenarios con un grado de severidad similar. Por ejemplo, el escenario adverso relativo a Oriente Próximo presenta un grado de severidad —medido como la desviación absoluta acumulada con respecto a los valores del escenario de referencia— similar al de un escenario hipotético *ad hoc* de trayectoria plana en el que el crecimiento del PIB y la inflación medida por el IAPC se mantienen constantes en sus valores medios del

escenario de referencia durante un horizonte de tres años. Sin embargo, como se muestra en el cuadro A, al tener en cuenta las correlaciones temporales y las existentes entre variables se observa que los resultados del escenario adverso son mucho más plausibles que los del escenario de trayectoria plana, con puntuaciones de verosimilitud empírica de 56 y prácticamente 0, respectivamente. La comparación también muestra que la omisión de cualquiera de las dimensiones de dependencia, o de ambas, da lugar a una evaluación parcial, y a menudo engañosa, de la verosimilitud de los resultados de los escenarios. Esto es evidente, por ejemplo, en el escenario hipotético de trayectoria plana: si se ignoran las dependencias temporales o entre variables se obtienen estimaciones elevadas de la verosimilitud empírica que difícilmente pueden corregirse mediante una simple agregación de estas evaluaciones parciales, como el cálculo de la media.

Cuadro A

Verosimilitud empírica que tiene en cuenta una correlación nula, parcial o completa a lo largo del tiempo y entre variables

a) Escenario adverso relativo a Oriente Próximo

(índice, escenario de referencia = 100)

Verosimilitud empírica	2026	2027	2028	Todos los años (dependencia temporal)
PIB real	96,0	97,2	99,8	93,9
IAPC	71,9	83,3	98,8	70,7
Ambas variables (dependencia cruzada)	69,0	80,6	98,6	55,7

b) Escenario *ad hoc* de trayectoria plana

(índice, escenario de referencia = 100)

Verosimilitud empírica	2026	2027	2028	Todos los años (dependencia temporal)
PIB real	29,1	99,4	98,6	18,7
IAPC	8,4	100,0	96,5	0,2
Ambas variables (dependencia cruzada)	0,2	99,4	96,6	0,1

Fuentes: BCE y cálculos del BCE.
Nota: La densidad conjunta se construye utilizando la regresión cuantílica bayesiana.

En conclusión, el marco cuantitativo propuesto para evaluar escenarios proporciona una medida de la verosimilitud empírica de sus resultados. Sin embargo, no evalúa la verosimilitud económica de los acontecimientos descritos en las narrativas ni su probabilidad de materialización, ya que estas valoraciones siguen entrando en el ámbito de la política económica. Escenarios bien fundamentados pueden obtener puntuaciones bajas en verosimilitud empírica si generan combinaciones de resultados de crecimiento e inflación con escasos precedentes históricos (por ejemplo, las medidas de confinamiento adoptadas durante la pandemia de COVID-19). Por el contrario, un escenario novedoso que presente comovimientos macroeconómicos estándar puede recibir justificadamente una puntuación elevada de verosimilitud empírica. En todos los casos, la medida debe interpretarse con cautela, teniendo en cuenta la narrativa cualitativa del

escenario y el juicio pertinente de los expertos y de los responsables de las políticas. Por último, cabe señalar asimismo que la metodología propuesta no distingue las contribuciones de los principales factores a la puntuación de verosimilitud empírica, como las perturbaciones subyacentes al escenario, los canales de transmisión y los errores de especificación del modelo.

Bibliografía

T. Adrian, D. Giannone, M. Luciani y M. West (2025), «Scenario Synthesis and Macroeconomic Risk», *IMF Working Papers*, n.º 2025/105, Fondo Monetario Internacional.

K. Cordova-Pozo y E. Rouwette (2023), «Types of scenario planning and their effectiveness: A review of reviews», *Futures*, vol. 149, 103153.

Y. Doan, R. Litterman y C. Sims (1984), «Forecasting and conditional projection using realistic prior distributions», *Econometric Reviews*, vol. 3, número 1, pp. 1-100.

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

2 Fenómenos meteorológicos extremos en verano: ¿cómo afectan a la producción de la construcción en la zona del euro?

Johannes Gareis

El verano de 2026 estuvo marcado por episodios reiterados y prolongados de calor extremo en gran parte de la zona del euro, con implicaciones posiblemente significativas para la actividad constructora. La construcción es uno de los sectores más expuestos a las condiciones meteorológicas, ya que gran parte de su actividad tiene lugar al aire libre y el trabajo que entraña es físicamente exigente. Con altas temperaturas es más difícil trabajar de forma segura, y se ha constatado que los trabajadores de sectores expuestos a las condiciones climáticas, como el de la construcción, reducen su jornada laboral en días muy calurosos, trasladando en parte la actividad a horas más frescas del mismo día o a otros días[1]. El impacto sobre la jornada laboral puede verse agravado por la regulación, puesto que varios países de la zona del euro exigen ahora que el trabajo al aire libre se adapte o se suspenda durante períodos de calor extremo[2]. En evidencia econométrica reciente también se llega a la conclusión de que los fenómenos meteorológicos extremos pueden tener efectos a corto plazo considerables en la actividad económica y sectorial de las mayores economías de la zona del euro[3]. En este recuadro se analizan las implicaciones de las condiciones meteorológicas de este verano para la producción de la construcción en la zona del euro. El análisis se basa en la encuesta a empresas realizada por la Comisión Europea como indicador temprano de las perturbaciones relacionadas con las condiciones meteorológicas y en la evidencia histórica del impacto de estas perturbaciones en la producción.

El porcentaje de empresas de construcción que mencionaron las condiciones meteorológicas como factor que limita su actividad alcanzó niveles excepcionalmente elevados este verano. Las limitaciones relacionadas con las condiciones meteorológicas son un fenómeno que se produce predominantemente en invierno: en la zona del euro, el porcentaje de empresas que señalaban tales limitaciones se situaba, en promedio, por encima del 20 % en enero y febrero, frente a menos del 3 % en julio y agosto (gráfico A). Sin embargo, este año el patrón fue diferente. Aunque las limitaciones por causas meteorológicas se mantuvieron dentro de su intervalo habitual en los primeros meses del año, aumentaron significativamente durante el verano. En agosto, el 7,8 % de las empresas citó las

1 Véanse Organización Internacional del Trabajo (2019) y Graff Zivin y Neidell (2014).

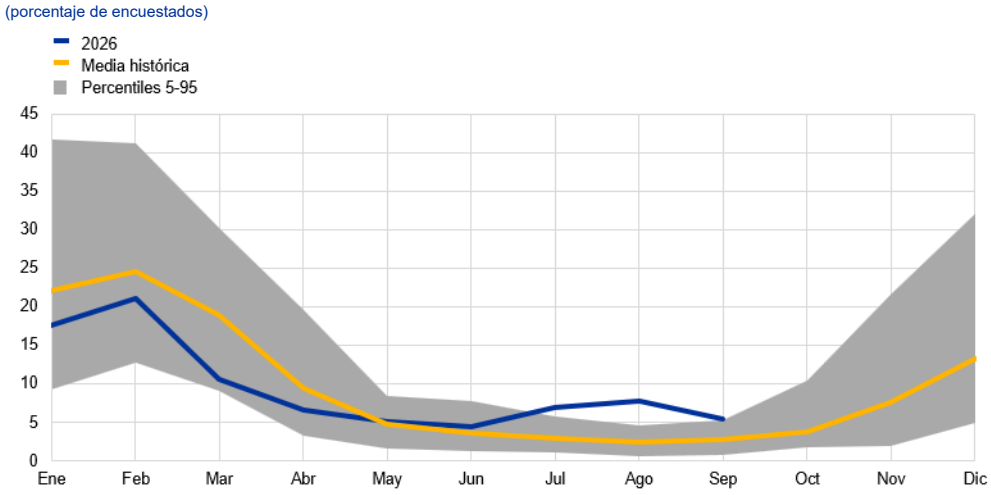
2 En Francia, las normas vigentes desde julio de 2025 exigen que los empleadores, incluidos los de las obras de construcción, adapten las modalidades de trabajo y la jornada laboral durante períodos de calor intenso. En Italia, varias regiones han adoptado ordenanzas estacionales que prohíben trabajar al aire libre en la construcción y en la agricultura, normalmente entre las 12.30 y las 16.00 horas en los días en los que se prevé un riesgo alto por calor. En España, la legislación introducida en 2023 exige la adaptación de las condiciones y las horas de desarrollo de la jornada cuando se emita un aviso de temperaturas extremas y las medidas preventivas existentes sean insuficientes, mientras que Grecia ha impuesto la suspensión temporal del trabajo al aire libre durante períodos de temperaturas especialmente elevadas.

3 Véase Andersson *et al.* (2026).

condiciones meteorológicas como factor limitador, la cifra más alta registrada en ese mes desde que se inició la serie en 1991 y un porcentaje muy superior al máximo alcanzado anteriormente del 5,8 %. El porcentaje correspondiente a julio, del 7 %, fue el segundo más alto registrado para ese mes. Las limitaciones disminuyeron hasta el 5,5 % en septiembre, pero permanecieron por encima del nivel habitual en esa época del año, y el dato fue el tercero más alto de ese mes desde 1991. El incremento fue generalizado, aunque desigual, en los distintos países. Fue especialmente pronunciado en Francia, donde los datos observados alcanzaron máximos históricos en cada uno de los tres meses, posiblemente también como consecuencia de las nuevas normas sobre trabajo durante las alertas de calor. Las limitaciones relacionadas con las condiciones meteorológicas también crecieron de forma acusada en Alemania en agosto y fueron elevadas en Italia, así como en varios países más pequeños, como Lituania, Croacia y Eslovenia, mientras que en Austria, Bélgica y Finlandia se mantuvieron en niveles próximos o inferiores a los habituales. En septiembre, los datos también alcanzaron un máximo histórico en Grecia.

Gráfico A

Las condiciones meteorológicas como factor que limita la actividad constructora en la zona del euro



Fuentes: Comisión Europea y cálculos del BCE.
Notas: Porcentaje de empresas de construcción que mencionan las condiciones meteorológicas como factor que limita su actividad, datos sin desestacionalizar. Se calculan la media histórica y el rango entre los percentiles 5 y 95 para cada mes natural durante el período 1991-2025. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2026.

La evidencia histórica sugiere que es probable que el impacto sobre la producción de la construcción derivado de las limitaciones inusualmente elevadas relacionadas con las condiciones meteorológicas de este verano sea reducido y transitorio. Para cuantificar este impacto, la relación entre las limitaciones por causas meteorológicas y la producción de la construcción se estima utilizando datos mensuales de tres subsectores de la construcción en los 11 países de la zona del euro para los que se dispone de datos de producción por subsector,

durante el período 1995-2026[4]. Las perturbaciones o alteraciones por causas meteorológicas se miden como la desviación del porcentaje de la encuesta con respecto a su media para el mismo mes natural, eliminando así los patrones estacionales normales. Las estimaciones sugieren que un aumento de 1 punto porcentual en el porcentaje de empresas que señalaron limitaciones por causas meteorológicas con respecto a los niveles históricos correspondientes a esa época del año se asocia a un nivel de producción de la construcción alrededor de un 0,05 % inferior en ese mismo mes. El efecto estimado es transitorio, al recuperarse la producción en el mes siguiente, dado que el trabajo aplazado se recupera posteriormente, en lugar de perderse de forma permanente. La aplicación de estas estimaciones a los datos de este verano sugiere que las perturbaciones por causas meteorológicas redujeron la producción de la construcción en torno a un 0,2 % en julio, un 0,3 % en agosto y un 0,1 % en septiembre, y que el efecto estimado desapareció posteriormente (gráfico B)[5]. Estas cifras se refieren únicamente al impacto estimado de las condiciones meteorológicas, mientras que los datos mensuales observados realmente también reflejan otros factores. En conjunto, solo implican un lastre limitado para la producción de la construcción durante el tercer trimestre, que va seguido de un repunte equivalente en el cuarto trimestre, por lo que el efecto sobre la actividad económica general no es significativo.

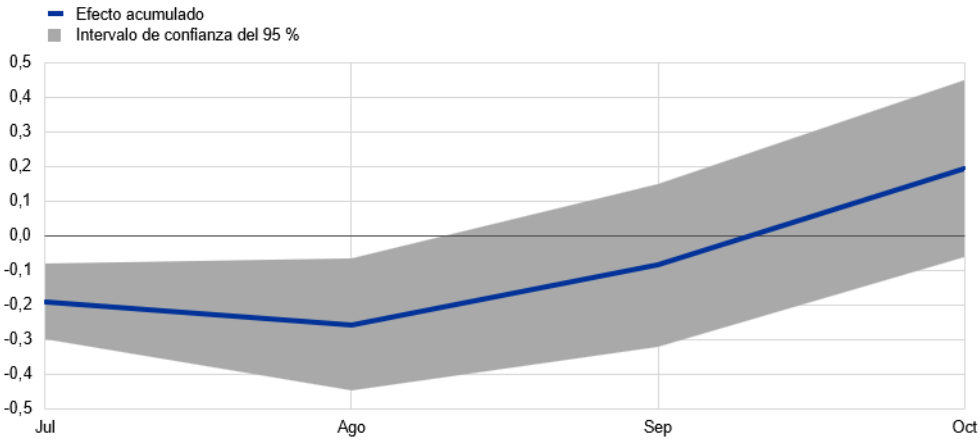
4 La estimación utiliza proyecciones locales (Jordà, 2005) del logaritmo de producción de la construcción para las limitaciones relacionadas con las condiciones meteorológicas, medidas como su desviación con respecto a la media del mes natural. La estimación agrupa la construcción de edificios, la ingeniería civil y las actividades de construcción especializada en Austria, Bélgica, Croacia, Finlandia, Francia, Alemania, Países Bajos, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España. Italia y Grecia no se incluyen, al no disponerse de datos mensuales de producción desglosados por subsector de la construcción para estos países. La especificación incluye tres retardos de la variable de condiciones meteorológicas, dos retardos del crecimiento de la producción y efectos fijos de país-sector y de tiempo (año-mes), y los errores estándar se agrupan por mes. Los datos de la encuesta correspondientes a España se han ajustado para corregir una ruptura de nivel a principios de 2025. Los coeficientes de los subsectores, que no difieren significativamente entre sí, se agregan utilizando las ponderaciones de producción de Eurostat de 2021.

5 La producción de la construcción en la zona del euro aumentó un 1,8 % en agosto, tras mantenerse prácticamente sin variación en julio y descender un 1,6 % en junio. El aumento de agosto refleja un fuerte incremento de la producción de la construcción en Alemania relacionado con la finalización de un gran proyecto de infraestructuras energéticas. En conjunto, los efectos estimados relacionados con las condiciones meteorológicas en julio y agosto son reducidos con respecto a la volatilidad intermensual habitual de la producción de la construcción.

Gráfico B

Efecto estimado de las perturbaciones por causas meteorológicas del verano de 2026 sobre la producción de la construcción en la zona del euro

(desviación porcentual con respecto al nivel de producción)



Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: Respuesta acumulada combinada de la producción de la construcción a las anomalías meteorológicas observadas en julio, agosto y septiembre de 2026, basada en proyecciones locales estimadas para un panel de 31 pares de país-sector en 11 países de la zona del euro durante el período 1995-2026, con efectos fijos de país-sector y de tiempo (año-mes). El área sombreada indica el intervalo de confianza del 95 %.

No obstante, existe una considerable incertidumbre en torno al impacto estimado del calor extremo del verano. Las estimaciones se basan principalmente en episodios de alteraciones por causas meteorológicas en los meses más fríos del año, que representan alrededor del 70 % de las grandes perturbaciones de la muestra, y la respuesta al calor extremo puede ser distinta de la generada en episodios de bajas temperaturas[6]. Además, las normas de salud y seguridad más estrictas relacionadas con el calor que se han introducido en varios países en los últimos años son posteriores a la mayor parte de la muestra estimada y podrían hacer que la actividad constructora sea más sensible a las altas temperaturas que en el pasado. A la inversa, las empresas pueden atribuir en parte el descenso de la actividad a las condiciones meteorológicas incluso cuando también intervienen otros factores, en cuyo caso las estimaciones podrían sobrevalorar sus efectos. Con independencia de lo anterior, las estimaciones solo captan las perturbaciones a corto plazo. Sin embargo, si aumenta la frecuencia o la duración del calor extremo, es posible que sea más difícil recuperar el trabajo aplazado, mientras que las restricciones recurrentes que afectan a la jornada laboral y los costes de adaptación podrían lastrar la actividad constructora de forma más

6 Las grandes perturbaciones se definen como meses en los que el porcentaje de empresas que indican limitaciones por causas meteorológicas supera la media del mes natural en más de 5 puntos porcentuales; alrededor del 70 % se producen entre octubre y abril, y menos de una quinta parte entre junio y agosto. El efecto estimado para los meses de verano es similar al del resto del año, pero la estimación es menos precisa.

persistente. El calor extremo también puede afectar a la actividad económica de manera más generalizada en horizontes temporales más largos[7].

En conjunto, la evidencia sugiere que las condiciones meteorológicas extremas de este verano causaron perturbaciones inusualmente generalizadas en la actividad constructora, pero que es probable que su efecto sobre la producción haya sido reducido y, en gran medida, transitorio. Por tanto, la debilidad de los datos de la construcción en el tercer trimestre relacionada con las condiciones meteorológicas no debería interpretarse necesariamente como señal de un menor dinamismo subyacente. Dado que se prevé que aumenten la frecuencia y la duración del calor extremo en verano, la información procedente de la encuesta sobre las limitaciones por causas meteorológicas puede proporcionar una indicación temprana de los efectos transitorios derivados de las condiciones meteorológicas y ayudar a distinguirlos de los desarrollos subyacentes en la actividad constructora.

Bibliografía

M. Andersson, N. Battistini y A. Bobasu (2026), «Heatwaves, coldwaves, floods, and droughts: the short-term impact of extreme weather events on economic activity», *Working Paper Series*, n.º 3203, BCE, Frankfurt am Main, marzo.

J. Graff Zivin y M. Neidell (2014), «Temperature and the Allocation of Time: Implications for Climate Change», *Journal of Labor Economics*, vol. 32, n.º 1, pp. 1-26.

Organización Internacional del Trabajo (2019), *Working on a warmer planet: the impact of heat stress on labour productivity and decent work*, International Labour Office, Ginebra.

Ò. Jordà (2005), «Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections», *American Economic Review*, vol. 95, n.º 1, pp. 161-182.

S. Usman, G. González-Torres Fernández y M. Parker (2025), «Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term», *European Economic Review*, vol. 178.

[7] Para evidencia de los efectos duraderos de las olas de calor estivales sobre la producción a escala más general, véase Usman *et al.* (2025). En su análisis utilizan datos regionales anuales que abarcan el conjunto de la economía y tienen en cuenta los efectos a medio plazo a través de canales macroeconómicos más amplios, incluidos los posibles efectos a través de la población y la productividad regionales, en lugar de las pérdidas temporales de producción consideradas en este recuadro.

3 ¿Qué parte del empleo en los servicios públicos corresponde al sector privado?

Afonso S. Moura

La contribución de los servicios públicos al crecimiento del empleo agregado en la zona del euro ha sido notable en los últimos años. Desde la pandemia de COVID-19, el empleo ha crecido a un ritmo más rápido en los servicios públicos que en la mayoría de los demás sectores, lo que ha incrementado el peso de estos servicios en el empleo total de la zona del euro. Al final de 2025, su porcentaje era alrededor de 0,8 puntos porcentuales superior al de 2019 y casi alcanzó el máximo registrado en 2021[1,2]. Durante los tres últimos años, los servicios públicos han contribuido de manera desproporcionada a la expansión del empleo en la zona del euro y han representado más de un tercio de su crecimiento, pese a que los ocupados en estos servicios suponen menos de una cuarta parte del total de trabajadores (panel a del gráfico A). En este recuadro se analiza dicha contribución desde dos perspectivas. En primer lugar, se identifica la sanidad como el principal motor del crecimiento del empleo en los servicios públicos y se sostiene que este patrón responde a una tendencia estructural. En segundo lugar, muestra que una parte significativa del empleo en los servicios públicos, en particular en el ámbito de las actividades sanitarias y de servicios sociales, corresponde en realidad a servicios prestados por el sector privado, en un contexto en el que el envejecimiento demográfico está impulsando la demanda de asistencia en establecimientos residenciales y servicios sociales. La importancia del sector privado en la prestación de servicios públicos pone en perspectiva la creciente contribución de estos servicios a la expansión del empleo y la percepción asociada de que el sector público está creciendo. Al mismo tiempo, muchos de los puestos de trabajo del sector privado vinculados a la prestación de servicios públicos pueden estar financiados en parte por el Estado, por ejemplo, mediante transferencias sociales en especie o seguros de cuidados de larga duración. Por lo tanto, las conclusiones se refieren a quién emplea a estos trabajadores, más que al impacto fiscal global de los servicios públicos.

1 Véase Consolo y Dias da Silva (2022) para conocer una caracterización detallada del empleo en los servicios públicos durante la pandemia y otras recesiones anteriores.

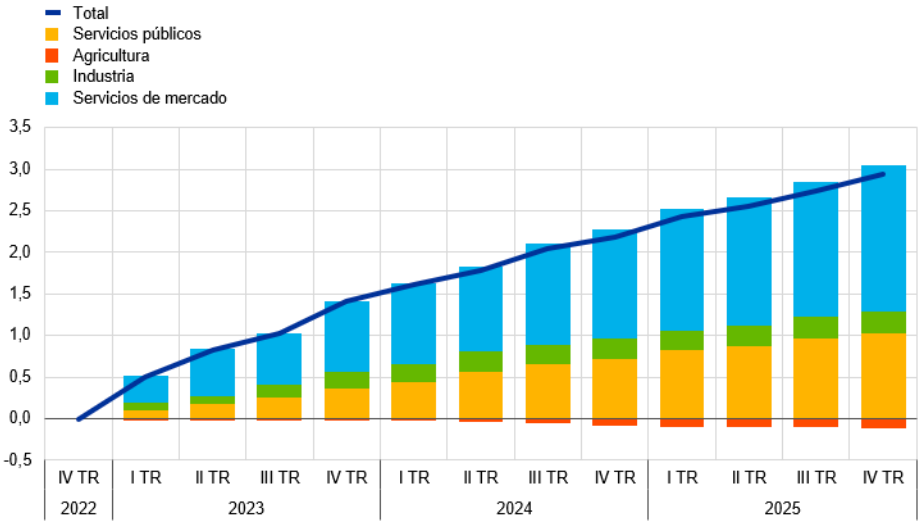
2 El máximo de 2021 fue, en gran medida, de carácter mecánico. Mientras que, en otros sectores, el empleo experimentó un descenso significativo a principios de 2020, en los servicios públicos se mantuvo relativamente estable, antes de volver a registrar un fuerte crecimiento tras la pandemia.

Gráfico A

Desglose por sectores del crecimiento del empleo

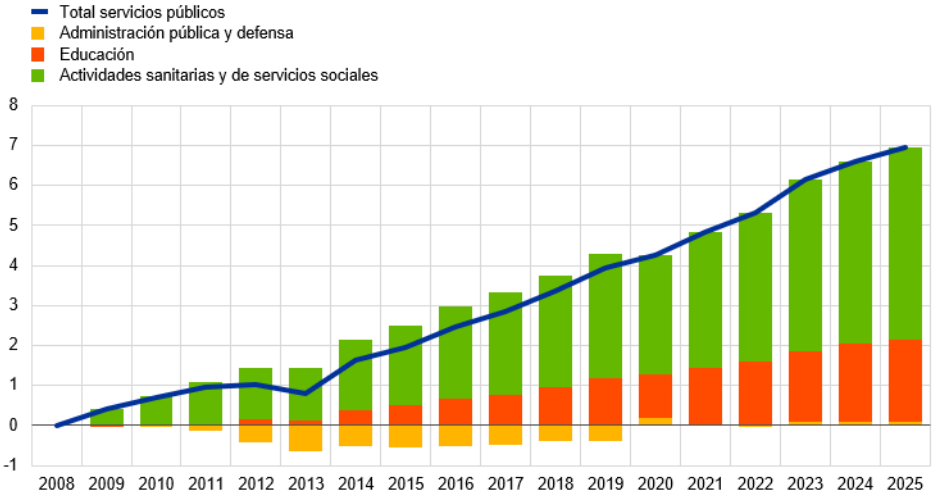
a) Crecimiento del empleo total y contribuciones sectoriales

(tasas de variación del total, contribuciones en puntos porcentuales por sector)



b) Crecimiento del empleo total en los servicios públicos y contribuciones sectoriales

(millones de trabajadores)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE de Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El panel a muestra el crecimiento acumulado del empleo total en comparación con el cuarto trimestre de 2022. Los servicios públicos incluyen la clasificación estadística a un dígito de la NACE para los sectores «actividades sanitarias y de servicios sociales», «educación» y «Administración pública y defensa»; los «servicios de mercado» se definen como todos los demás sectores no incluidos en «servicios públicos», «agricultura» o «industria». El panel b muestra el crecimiento acumulado del empleo total en los servicios públicos en relación con 2008. Las contribuciones sectoriales siguen la clasificación a un dígito de la NACE.

La sanidad ha sido el principal motor del crecimiento del empleo en los servicios públicos, lo que refleja una tendencia estructural más que un factor cíclico. Dentro de los servicios públicos, la categoría «actividades sanitarias y de servicios sociales» ha sido la que más ha contribuido al avance del empleo en los últimos años. Su crecimiento medio interanual —de alrededor del 2 % en los últimos tres años— se sitúa muy por encima del 0,8 % y el 1,2 % registrados en «Administración pública y defensa» y «educación», respectivamente. No se trata de un fenómeno reciente. Entre 2008 y 2025, el número de empleados en los servicios

públicos aumentó en unos 6,9 millones de personas, de las cuales 4,8 millones —casi el 70 %— se dedicaban a «actividades sanitarias y de servicios sociales»[3]. La contribución de la categoría «educación» fue más modesta, mientras que el empleo en «Administración pública y defensa» se mantuvo prácticamente estable (panel b del gráfico A). Esta tendencia también se observó en los países de la OCDE, en los que el empleo en el sector de actividades sanitarias y de servicios sociales creció a un ritmo que aproximadamente duplicó al del resto de la economía durante un período similar y representó en torno al 11 % del empleo total en 2023[4].

Es mucho más habitual que los servicios sanitarios sean prestados por el sector privado que los servicios de la Administración pública o de la educación. Los servicios públicos no tienen por qué ser prestados necesariamente por el sector público, una distinción importante a la hora de interpretar las tendencias de empleo en el sector. Según la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores, alrededor del 85 % de los encuestados que trabajan en «educación» o en «Administración pública y defensa» señalan que su empleador institucional es el sector público (panel a del gráfico B). Esta proporción contrasta de forma acusada con la de las «actividades sanitarias y de servicios sociales», donde menos del 40 % de los encuestados afirma trabajar para un empleador público (panel b del gráfico B). Dado que estas proporciones se mantienen relativamente estables a lo largo del tiempo, pueden utilizarse para aproximar la contribución del sector público al crecimiento total del empleo en los servicios públicos[5]. Si se aplican los respectivos porcentajes a cada subsector se observa que solo aproximadamente la mitad de los 6,9 millones de empleos creados en los servicios públicos desde 2008 corresponden al sector público, mientras que el resto es atribuible a otros tipos de proveedores (tanto el sector privado como instituciones sin ánimo de lucro). Solo en el ámbito de las actividades sanitarias y los servicios sociales, estas cifras sugieren que es probable que únicamente en torno a 1,9 millones de los 4,8 millones de puestos de trabajo creados sean empleos del sector público. Dado que muchos de los nuevos puestos estaban vinculados al sector privado y a instituciones sin ánimo de lucro, el número de trabajadores del sector público en relación con el empleo total se ha estabilizado en términos generales tras haber descendido desde el máximo alcanzado en 2021. No obstante, existen diferencias significativas entre países: la proporción de trabajadores del sector público entre los ocupados en actividades sanitarias y de servicios sociales oscila entre aproximadamente el 64 % en Finlandia y alrededor del 30 % en Alemania y Bélgica. Esto apunta a que el peso del sector público en el crecimiento

---

3 Durante el período 2008-2019, las tasas medias de crecimiento interanual del empleo en los sectores de sanidad, educación y Administración pública se situaron en torno al 1,8 %, el 1 % y el −0,3 %, respectivamente, lo que confirma que el mayor crecimiento del empleo en el sector sanitario es anterior a la pandemia.

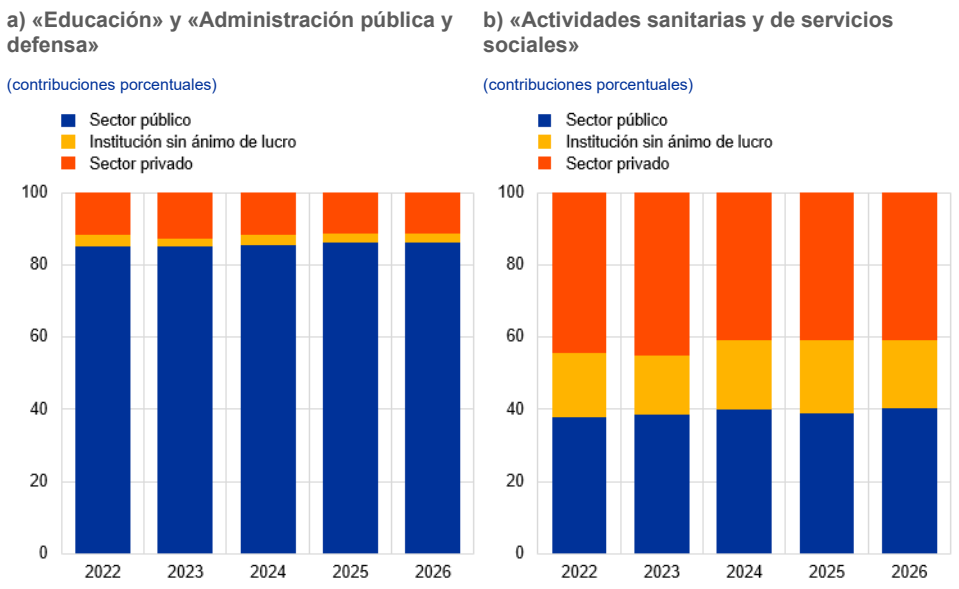
4 Para conocer las últimas tendencias en las economías de la OCDE, véase OCDE (2025b).

5 Las preguntas relativas al tipo de empleador se incluyeron en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores a partir de 2022. Se calcula la proporción media de empleo correspondiente al sector público en cada subsector de los servicios públicos durante el período 2022-2026 y las proporciones obtenidas se aplican a los datos de empleo procedentes de la encuesta de población activa que se remontan a 2008. Conviene señalar que este ejercicio parte del supuesto que la distribución de los nuevos puestos de trabajo entre los sectores público y privado es similar a la del empleo existente y de que la combinación de prestación pública y privada se ha mantenido prácticamente sin cambios desde 2008.

del empleo vinculado a la sanidad varía considerablemente entre los países de la zona del euro[6,7].

Gráfico B

Tipos de empleador según los participantes en la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES) y cálculos del BCE.
Notas: Los resultados se ponderan para representar al conjunto de la población y no solo a la muestra de la encuesta. La pregunta pertinente de la encuesta es: «¿En qué sector trabaja actualmente? Si tiene más de un empleo, responda teniendo en cuenta el trabajo al que dedica más horas a la semana». Esta pregunta se formula anualmente en el módulo temático de mayo sobre el mercado de trabajo.

La asistencia en establecimientos residenciales y los servicios sociales destinados a personas mayores y con discapacidad han aumentado considerablemente, como reflejo del envejecimiento de la sociedad. Dentro de la categoría «actividades sanitarias y de servicios sociales», el crecimiento desde 2008 no se ha distribuido de manera uniforme. Se ha concentrado más en la asistencia en establecimientos residenciales y los servicios sociales, donde el número de trabajadores aumentó en más de 2,6 millones, que en las actividades sanitarias, que cubren las áreas más tradicionales de la atención médica y a las que se han incorporado alrededor de 2,1 millones de empleados. Un análisis más detallado de los datos —en concreto, a nivel de tres dígitos de la NACE— pone de manifiesto que la mayor parte del crecimiento de la asistencia en establecimientos residenciales y de los servicios sociales corresponde a actividades directamente vinculadas con el envejecimiento, es decir, las relacionadas con el cuidado de

6 La evidencia para Finlandia es coherente con la elevada proporción de empleo público en los países nórdicos, véase OCDE (2025a).

7 Las diferencias de unos países a otros se ven asimismo corroboradas por los datos de gasto desglosados con arreglo a la Clasificación de las Funciones de las Administraciones Públicas (COFOG, por sus siglas en inglés). En Alemania, por ejemplo, el gasto sanitario —comparable entre países en porcentaje del PIB— se canaliza fundamentalmente a través de transferencias sociales en especie, más que mediante la remuneración de los asalariados, lo que es coherente con el hecho de que los hospitales sean principalmente proveedores de mercado.

personas mayores y con discapacidad (panel a del gráfico C)[8] . La evidencia de los distintos países es acorde, en líneas generales, con la conclusión de que las economías en las que más ha aumentado la proporción de población de 65 años o más tienden a registrar un mayor crecimiento del empleo en estas actividades (panel b del gráfico C)[9] . Por consiguiente, el envejecimiento de la sociedad no solo está reconfigurando la demanda de servicios sanitarios, sino que, además, gran parte de este incremento se está produciendo fuera del sector público. Los proveedores del sector privado están absorbiendo una parte importante de la demanda de estos trabajadores que está siendo impulsada por la evolución demográfica.

8 Los sectores de cuidado de personas mayores y con discapacidad se definen por la suma de los subsectores Q873 («Asistencia en establecimientos residenciales para personas mayores y con discapacidad») y Q881 («Actividades de servicios sociales sin alojamiento para personas mayores y con discapacidad»).

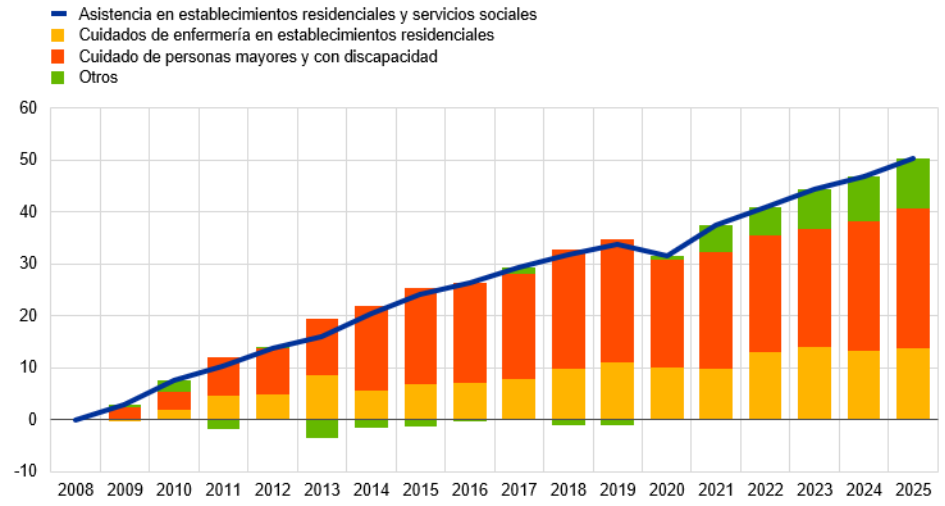
9 Cabe señalar que se trata de una aproximación conservadora, ya que el envejecimiento de la sociedad también puede estar impulsando parcialmente por el crecimiento del empleo en otras actividades sanitarias no incluidas en este análisis.

Gráfico C

Empleo relacionado con el cuidado de personas mayores y con discapacidad

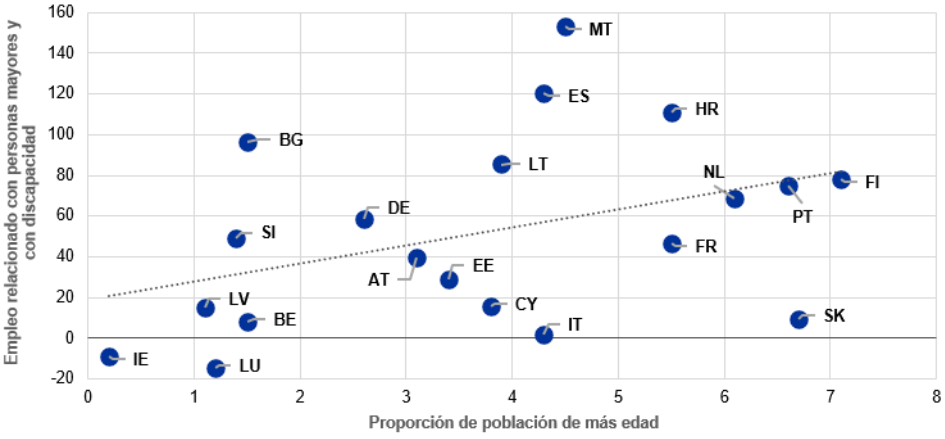
a) Crecimiento del empleo en asistencia en establecimientos residenciales y servicios sociales, y contribuciones

(tasas de variación del total, contribuciones en puntos porcentuales por sector)



b) Variaciones en el empleo relacionado con el cuidado de personas mayores y con discapacidad y porcentaje de población de más edad

(eje de abscisas: puntos porcentuales; eje de ordenadas: tasa de variación)



Fuentes: Eurostat, encuesta de población activa de la UE de Eurostat y cálculos del BCE.
Notas: El panel a muestra el crecimiento acumulado desde 2008. Dado que para algunos países no se dispone de datos correspondientes al nivel de tres dígitos de la clasificación estadística NACE desde 2008, su contribución se asigna a «Otros» cuando no están disponibles, por lo que las barras de color naranja y amarillo constituyen, en la práctica, estimaciones conservadoras. En el panel b, las variaciones se calculan desde el primer año para el que se dispone de información sobre el empleo relacionado con el cuidado de personas mayores y con discapacidad y hasta 2025. Este patrón se mantiene cuando únicamente se incluyen los países para los que se dispone de datos a partir de 2008. La «proporción de población de más edad» se define como el porcentaje de la población de 65 años o más.

El envejecimiento de la sociedad está impulsando un crecimiento duradero del empleo en los servicios públicos, en gran medida fuera del sector público. No todo el empleo en los servicios públicos debe atribuirse al sector público: una proporción considerable de los puestos de trabajo creados en las actividades sanitarias y los servicios sociales —el principal motor del crecimiento observado en el empleo en los servicios públicos— corresponde, de hecho, al sector privado. En conjunto, solo alrededor de la mitad de los 6,9 millones de empleos creados en los servicios públicos desde 2008 pueden atribuirse directamente al sector público.

Además, el aumento de este tipo de empleo parece constituir una tendencia estructural a largo plazo, estrechamente vinculada al envejecimiento de la sociedad, que previsiblemente continuará.

Bibliografía

A. Consolo y A. Dias da Silva (2022), «El papel del empleo público durante la crisis del COVID-19», *Boletín Económico*, número 6, BCE.

OCDE (2025a), «Government at a Glance 2025», OECD Publishing, París.

OCDE (2025b), «Health at a Glance 2025», OECD Publishing, París.

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

Davide Fantino, Alex Melemenidis, 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 64 grandes sociedades no financieras que operan en la zona del euro[1]. Los intercambios tuvieron lugar, principalmente, entre el 28 de septiembre y el 7 de octubre de 2026.

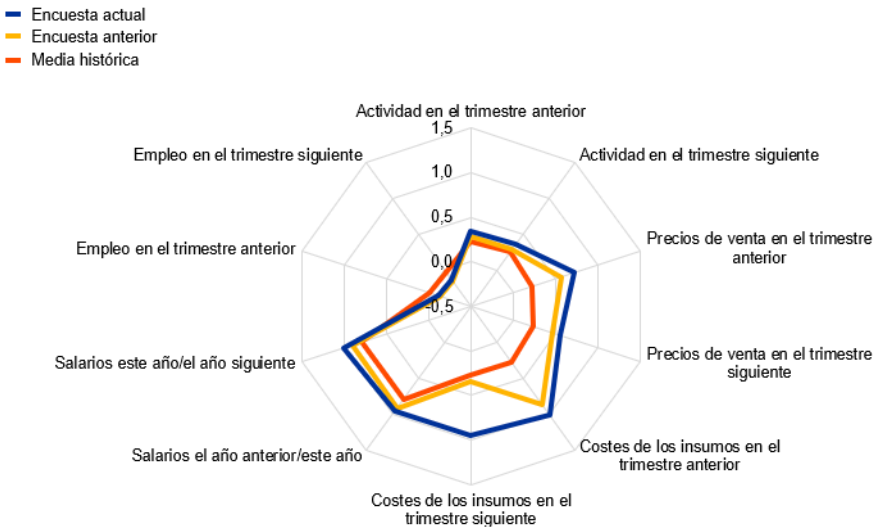
Los contactos indicaron que continuó el crecimiento moderado de la actividad durante el tercer trimestre y apuntaron al mantenimiento del ritmo de avance en el cuarto trimestre (gráfico A y gráfico B). La actividad en el sector manufacturero fue heterogénea, con un aumento muy acusado de la demanda de productos electrónicos de alto valor añadido, equipo eléctrico y maquinaria relacionada. Entretanto, muchos otros sectores siguieron teniendo dificultades, con volúmenes reducidos, estancados o en descenso, en un contexto de intensificación de la competencia de las importaciones. La actividad en la construcción y en el sector inmobiliario también estaba perdiendo impulso. El calor y la sequía del verano afectaron a la producción agrícola y alimentaria, pero aumentaron la demanda de aire acondicionado y, por tanto, elevaron la producción de energía. El comercio al por menor y los servicios de transporte relacionados continuaron registrando niveles relativamente reducidos, pero la mayoría de los demás servicios empresariales y de consumo experimentaron un crecimiento sólido.

[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)

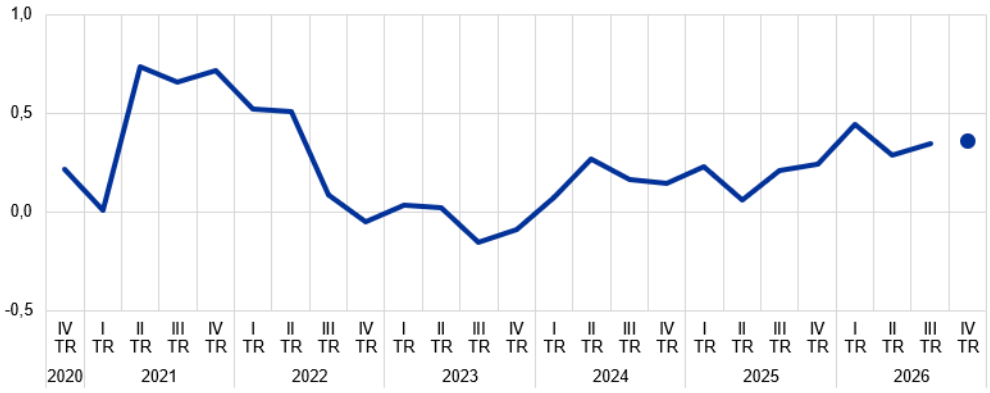


Fuente: BCE.
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de la actividad (ventas, producción y pedidos), los costes de los insumos (materiales, energía, 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 indica que no ha habido variación. En la encuesta actual, el trimestre anterior y el trimestre siguiente se refieren al tercer y cuarto trimestre de 2026, respectivamente, mientras que en la encuesta anterior estos corresponden al segundo y tercer 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.

Gráfico B

Valoraciones sobre la evolución y las perspectivas de 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.

Los contactos describieron un panorama dispar, aunque todavía predominantemente falto de dinamismo, del gasto en consumo. En el sector minorista se seguía percibiendo que la sensibilidad de los consumidores a los precios y la consiguiente tendencia a optar por productos más baratos constituían

un importante factor determinante de la dinámica del consumo, en especial en Alemania y Francia, donde la confianza de los consumidores era particularmente baja. Los contactos del sector de bienes de consumo duradero —o sus proveedores— señalaron que la demanda de mobiliario y de electrodomésticos era débil o estaba disminuyendo, en parte como consecuencia de la atonía de la inversión en vivienda. Sin embargo, indicaron un aumento de la demanda de productos de electrónica de consumo (en previsión de la subida de los precios) y de automóviles. En el caso de estos últimos, esto se reflejó en un incremento acusado de la demanda de vehículos eléctricos que funcionan con batería debido a los elevados precios de los combustibles y al rápido crecimiento de las compras de vehículos híbridos importados de China. Los contactos explicaron que el crecimiento del gasto en servicios de consumo era relativamente sólido, especialmente en los servicios digitales (datos móviles, etc.). Pese a haberse visto afectado negativamente por el conflicto en Oriente Próximo, el gasto relacionado con el turismo estaba mostrando capacidad de resistencia, ya que los destinos de la zona del euro se estaban beneficiando del desvío del turismo en detrimento de los destinos más cercanos a las zonas en conflicto.

El crecimiento del gasto y de la inversión empresarial estuvo impulsado de manera creciente por la IA, la electrificación, el sector de defensa y el aeroespacial, aunque la actividad y la inversión se mantuvieron en niveles reducidos en muchos sectores. Los contactos de los sectores de *software* y de consultoría informática afirmaron que continuaban experimentando un crecimiento excepcional, a medida que los clientes aceleraban su transformación digital, modernizaban las infraestructuras heredadas, adoptaban soluciones en la nube e integraban cada vez más la IA en sus procesos. Esta demanda era especialmente fuerte en los sectores público, de defensa, sanitario, ciencias de la vida, tecnológico y suministros básicos (*utilities*). La independencia geopolítica constituía una consideración importante, puesto que las empresas trataban cada vez más de mantener los datos dentro de entornos soberanos. Las exportaciones de ingeniería de la zona del euro ya se estaban beneficiando del auge mundial de la construcción de centros de datos, que también estaba cobrando impulso en la zona del euro. Las preocupaciones geopolíticas sustentaron el incremento pronunciado de la demanda de equipos para el sector de defensa y aeroespacial, mientras que los elevados precios del petróleo y el gas, así como la construcción de centros de datos, estaban generando una creciente demanda de infraestructuras de energías renovables. La actividad y la inversión en la industria siderúrgica estaban empezando a beneficiarse de los recientes cambios en las políticas, en particular de la aplicación de contingentes de importación y arancelarios más estrictos desde el 1 de julio de 2026. Sin embargo, otras industrias de transformación, como la alimentaria, la química, la textil y la de la pasta y el papel, siguieron experimentando una demanda débil en un contexto de elevados costes energéticos, laborales y regulatorios, así como de intensa competencia internacional, lo que las llevó a reducir la inversión. La preocupación por el aumento de los rendimientos de la deuda pública y por las próximas elecciones en algunos países también afectó a las perspectivas empresariales.

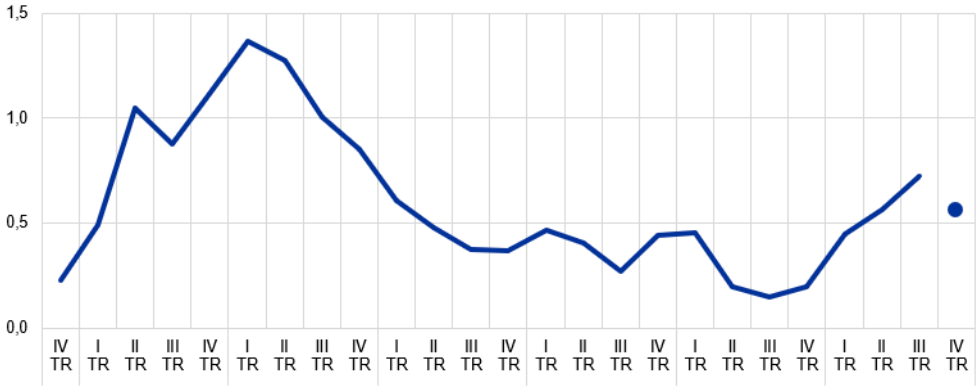
El empleo continuó mostrando un dinamismo reducido. En conjunto, los contactos indicaron recortes de plantilla tanto en el sector manufacturero como, aunque en menor medida, en los servicios. La disminución del empleo siguió siendo notable en las industrias manufactureras en proceso de reducción estructural de costes con el fin de recuperar la competitividad internacional. Sin embargo, esta evolución se vio compensada, en parte, por el crecimiento en sectores como el tecnológico, el aeroespacial, el de defensa y el energético, así como en el de las empresas proveedoras de esos sectores. En los servicios, muchos contactos señalaron que las perspectivas de empleo eran estables, dado que un aumento de la demanda podría satisfacerse mediante ganancias de productividad, y la IA se citó cada vez más como elemento facilitador. Al mismo tiempo, las agencias de contratación apuntaban a una moderación de los descensos o a tímidos aumentos de la dotación de personal, aunque esto obedecía, principalmente, a la contratación temporal, más que a la indefinida.

Los contactos señalaron subidas más acusadas de los precios de venta en el tercer trimestre, en un entorno de presiones de costes mayores de lo previsto, y se esperaba cierta moderación en el cuarto trimestre (gráfico C). Se observaron fuertes aumentos de los precios de la energía, del transporte y de la logística, debido al elevado precio de los productos del petróleo y del gas como consecuencia del conflicto en curso en Oriente Próximo. También se registraron fuertes incrementos de los precios en gran parte del sector de bienes de equipo, en parte como consecuencia de la intensa demanda y, en parte, del aumento acusado de los precios de los chips de memoria causado por el auge de la IA y la construcción de centros de datos relacionados. Pese a que la dinámica agregada de los precios fue más intensa de lo anticipado hace unos meses, cada vez resultaba más difícil trasladar a los precios los incrementos de costes derivados del conflicto en Oriente Próximo, ya que los costes seguían aumentando o se mantenían elevados a medida que vencían las coberturas o se renovaban los contratos. Esta transmisión fue especialmente complicada —y más limitada— en los sectores orientados al consumo. Alrededor del 90 % de los contactos de las empresas que venden al consumidor final afirmaron que la transmisión a los precios de venta era solo parcial o limitada, frente a menos de la mitad de los contactos de las empresas que venden a otras empresas (gráfico D). Como principales razones se citaron la debilidad de la demanda y las presiones competitivas. En consecuencia, se esperaba una cierta moderación del crecimiento de los precios de venta en los próximos meses. Con todo, los contactos esperaban que muchas empresas continuaran notando las presiones sobre los costes en 2027, debido a que las coberturas seguirían venciendo, las materias primas agrícolas se encarecerían y las subidas de los precios de los proveedores continuarían transmitiéndose.

Gráfico C

Valoraciones sobre la evolución y las perspectivas de los precios

(medias de las puntuaciones de los expertos del BCE)

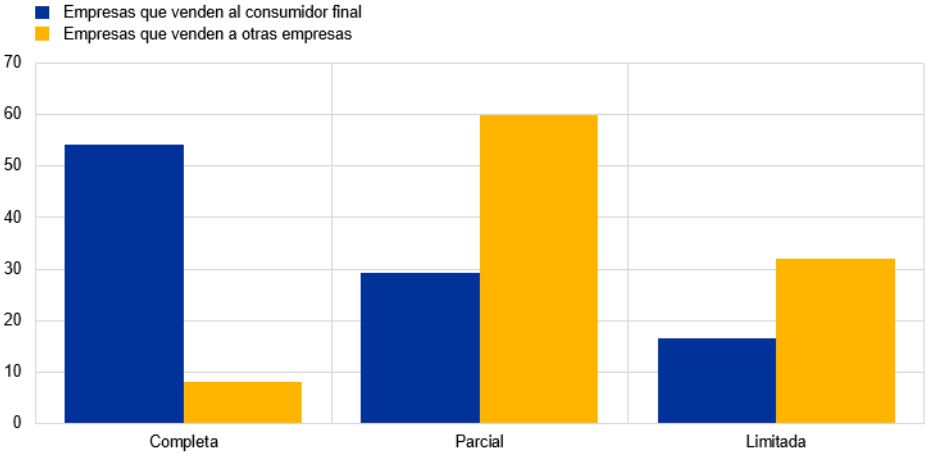


Fuente: BCE.
Notas: Las puntuaciones que se muestran son la media de las puntuaciones dadas por los expertos del BCE en su valoración de lo manifestado por los contactos sobre la evolución intertrimestral de los precios de venta. Las puntuaciones van desde –2 (disminución significativa) hasta +2 (aumento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

Gráfico D

Valoración de la transmisión de los incrementos de los costes como consecuencia del conflicto en Oriente Próximo a los precios de venta

(porcentaje de respuestas)



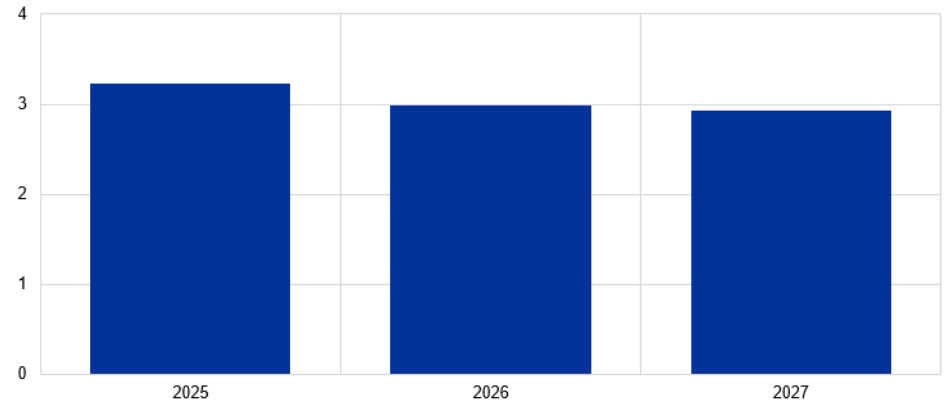
Fuente: BCE.

Las expectativas de desaceleración del crecimiento de los salarios se han moderado ligeramente (gráfico E). En promedio, las indicaciones cuantitativas proporcionadas por los contactos implican que el crecimiento salarial se desaceleraría desde el 3,2 % en 2025 hasta el 3 % en 2026 y el 2,9 % en 2027. Se trata de una desaceleración más moderada que en encuestas anteriores. En consonancia con esta evolución, alrededor del 40 % de los contactos pensaban que el repunte de la inflación causado por el conflicto en Oriente Próximo generaría —o correría el riesgo de generar— mayores demandas salariales (frente al 20 % de la encuesta anterior). Sin embargo, la mayoría no preveía un impacto notable sobre el crecimiento de los salarios, aduciendo como motivo la debilidad de las condiciones económicas y de las perspectivas de empleo.

Gráfico E

Valoración cuantitativa del crecimiento de los salarios

(porcentajes)



Fuente: BCE.
Notas: Medias de las percepciones de los contactos sobre el crecimiento de los salarios en su sector en 2025 y de sus expectativas para 2026 y 2027. Las medias correspondientes a 2025, 2026 y 2027 se basan en las indicaciones facilitadas por 50, 55 y 51 contactos, respectivamente.

Los contactos se habían visto sorprendidos negativamente por la duración del conflicto en Oriente Próximo, pero sorprendidos positivamente por la forma en que las empresas se habían adaptado a él. En esta encuesta, se pidió a los contactos que valorasen el impacto del conflicto en Oriente Próximo en las condiciones de negocio de su sector y que lo comparasen con sus expectativas al inicio del conflicto. En torno al 40 % indicó que la actividad en su sector había disminuido en consecuencia, mientras que el 20 % señaló que había aumentado. No obstante, la mayoría hizo hincapié en el impacto sobre los costes, ya que casi el 80 % afirmó que estos se habían elevado. Las valoraciones se repartían de forma bastante equilibrada entre los que afirmaban que el impacto en su negocio había sido «peor» o «mejor de lo esperado». Los que pensaban que el impacto había sido peor de lo esperado tendían a señalar la duración del conflicto, lo que contrastaba con las expectativas anteriores de una resolución más rápida. Los que consideraban que el impacto había sido mejor de lo esperado indicaban, en cambio, la sorprendente resiliencia y adaptabilidad de las empresas y sus cadenas de suministro. Algunos atribuyeron esto a lo que las empresas habían aprendido y a cómo se habían adaptado, así como a los sistemas de información que habían implantado, tras una serie de perturbaciones (aranceles, pandemia y guerra) ocurridas en la última década.

Bibliografía

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

5 El papel de los costes y los márgenes de refino en la inflación del componente energético del IAPC

Filippo Durero, Umberto Maglione, Ana-Simona Manu, Aidan Meyler, Mario Porqueddu, Tito Quadri e Ieva Rubene

El conflicto en Oriente Próximo sigue determinando los precios de la energía en un contexto de alta incertidumbre. A finales de octubre, los precios de los futuros del Brent con vencimiento más próximo se incrementaron hasta superar los 110 dólares estadounidenses (USD) por barril y se situaron cerca de un 60 % por encima de los niveles registrados antes del conflicto. En un contexto en el que las presiones sobre los precios del crudo y su volatilidad siguen siendo elevadas, la escasez de suministro procedente de Oriente Próximo, sumada a las disrupciones en Rusia, también han sometido a tensiones la actividad de refino a escala mundial y el suministro de productos refinados, lo que ha impulsado al alza los precios de consumo.

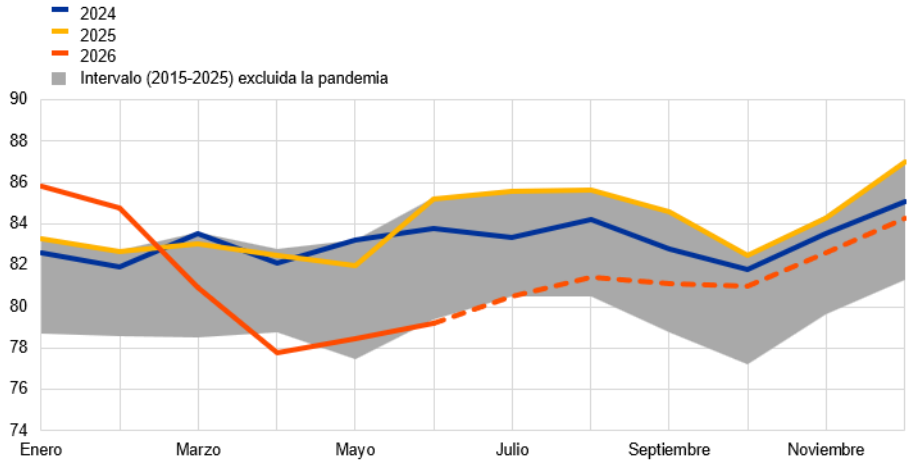
El volumen de crudo procesado por las refinerías a escala mundial ha descendido de forma acusada en comparación con años anteriores, debido a la disminución de la actividad de refino en Oriente Próximo, Rusia y Asia (paneles a y b del gráfico A). Las refinerías de Oriente Próximo se vieron afectadas por la reducción de la capacidad de exportación a raíz del cierre del estrecho de Ormuz, mientras que las refinerías asiáticas que dependen del petróleo del Golfo han tenido que lidiar con reemplazos costosos. China también restringió las exportaciones de combustibles a partir de marzo para garantizar el suministro interno con recortes sustanciales que se mantuvieron hasta el final de junio. No obstante, las restricciones se flexibilizaron transitoriamente en julio y agosto. La capacidad de refino de Rusia también ha disminuido recientemente tras una ola de ataques de Ucrania a infraestructuras energéticas. Rusia respondió prorrogando las prohibiciones de exportación de gasóleo y gasolina hasta finales de enero de 2027. Para los productores de combustibles, la prohibición de exportar gasóleo siguió vigente hasta el 31 de octubre de 2026, pero se relajó en cierta medida a partir del 10 de octubre tras llegar a un acuerdo de suministro con Estados Unidos. En consecuencia, a finales de septiembre, las importaciones de gasóleo de la UE por vía marítima habían caído un 56 % y las de gasolina un 52 % en comparación con los niveles anteriores al conflicto ante la escasez de alternativas procedentes de otros países (panel c del gráfico A).

Gráfico A

Evolución del volumen de crudo procesado por las refinerías a escala mundial e importaciones de gasóleo de la UE por vía marítima

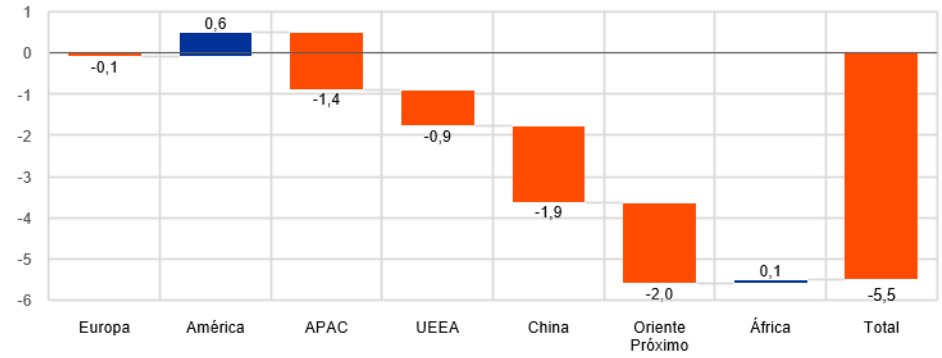
a) Volumen de crudo procesado por las refinerías a escala mundial

(millones de barriles diarios)



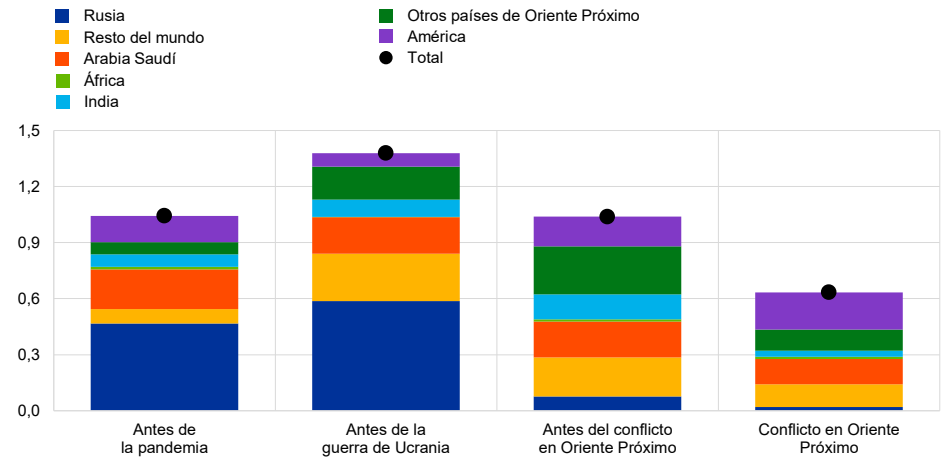
b) Disminución agregada del volumen de crudo procesado por las refinerías desde finales de 2025

(variación entre 2025 y mayo de 2026, millones de barriles diarios)



c) Importaciones de gasóleo de la UE por vía marítima, por país de origen

(millones de barriles diarios)



Fuentes: Bloomberg, Agencia Internacional de la Energía (AIE), LSEG, BCE y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a, la línea discontinua representa las previsiones de la AIE; «Intervalo (2015-2025) excluida la pandemia» excluye el período comprendido entre marzo de 2020 y diciembre de 2021. En el panel b, «APAC» se refiere a la región de Asia-Pacífico, excluidos China, Oriente Próximo y la UEEA; «UEEA» es la Unión Económica Euroasiática (Rusia y otros países de Asia Central, según las clasificaciones de la AIE). En el panel c, «Otros países de Oriente Próximo» se refiere a Oriente Próximo, excluida Arabia Saudí; «Antes de la pandemia» se refiere al período comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 21 de febrero de 2020; «Antes de la guerra de Ucrania» se refiere al período comprendido entre el 21 de febrero de 2020 y el 24 de febrero de 2022; «Antes del conflicto en Oriente Próximo» se refiere al período comprendido entre el 5 de febrero de 2023 (inicio del embargo de la UE) y el 28 de febrero de 2026; «Conflicto en Oriente Próximo» se refiere al período transcurrido desde el 28 de febrero de 2026. Las últimas observaciones corresponden a julio de 2026 (datos mensuales) para los paneles a y b, y al 30 de septiembre de 2026 (datos diarios) para el panel c.

Las restricciones de oferta de petróleo y de productos refinados han dado lugar a un aumento persistente de los márgenes y los costes de refino a escala global, en particular del gasóleo (panel a del gráfico B). Este fenómeno pone de relieve las interdependencias de los mercados de combustibles líquidos, en los que las perturbaciones que se producen en una región, como Oriente Próximo o Rusia, tienen repercusiones en todo el mundo. Los elevados márgenes de refino del gasóleo (*crack spreads*) —que en Europa se incrementaron hasta alcanzar unos niveles que aproximadamente triplican los anteriores al conflicto en Oriente Próximo— reflejan la escasez de oferta mundial y la incapacidad de los mercados regionales para aislarse por completo de las perturbaciones externas (panel b del gráfico B)[1]. Los márgenes de refino de la gasolina también aumentaron hasta septiembre, pero disminuyeron de forma acusada en octubre (panel c del gráfico B).

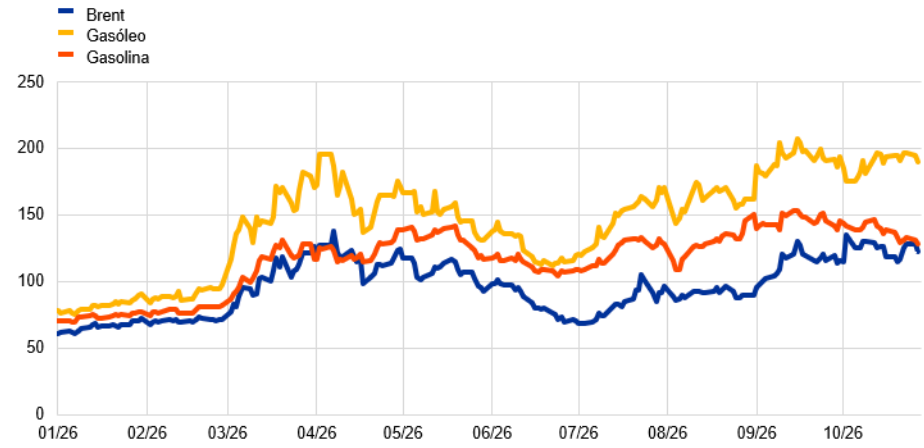
[1] En este recuadro, los términos «márgenes de refino», «márgenes y costes de refino» y «*crack spreads*» se utilizan indistintamente. Los márgenes de refino se calculan como la diferencia entre el precio del producto refinado y el del petróleo, e incluyen los costes asociados a la producción del producto refinado, como los costes de seguro, de transporte y laborales, así como un margen sobre el coste de producción.

Gráfico B

Evolución reciente de los precios del petróleo, de los productos refinados y de los costes y márgenes de refino a escala internacional

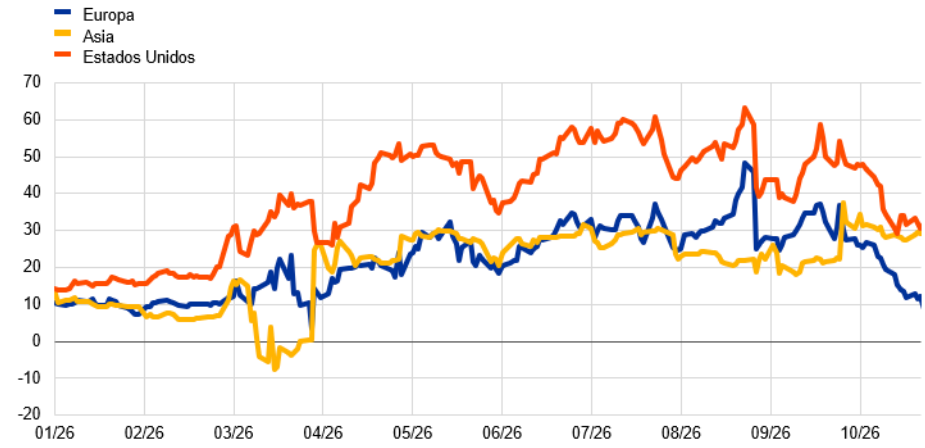
a) Precios del Brent y de la gasolina y el gasóleo refinados en Europa

(USD/barril)



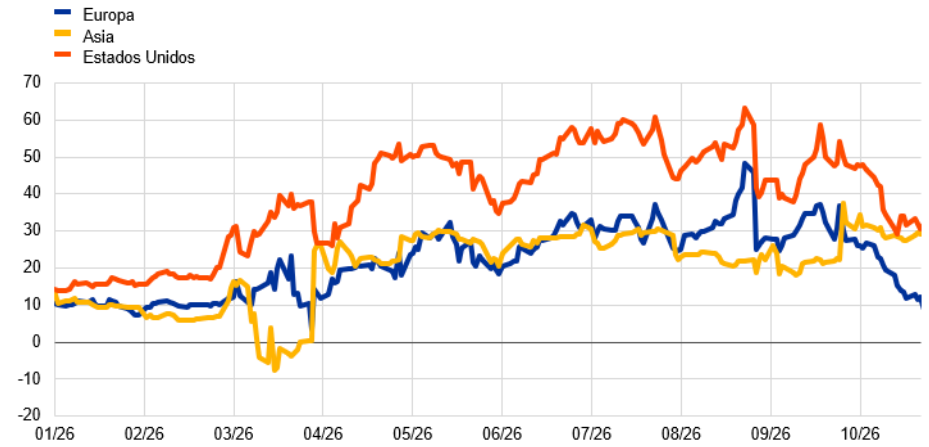
b) Costes y márgenes de refino del gasóleo (*crack spreads*)

(USD/barril)



c) Costes y márgenes de refino de la gasolina (*crack spreads*)

(USD/barril)



Fuentes: Bloomberg, LSEG, BCE y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a, todas las series representan precios en el mercado físico/al contado. Los paneles b y c muestran los márgenes de refino del gasóleo y de la gasolina, calculados como la diferencia entre los precios del producto y el precio del crudo de referencia en cada región. En todas las series se utiliza el contrato de futuros con vencimiento más próximo disponible. Los diferenciales europeos se calculan a partir de los precios del gasoil con contenido ultrabajo de azufre en el mercado de Ámsterdam-Róterdam-Amberes (ARA) y de la gasolina Eurobob frente al precio del Brent. Los diferenciales asiáticos se calculan a partir de los precios del gasoil en Singapur con un contenido de 10 ppm de azufre y de la gasolina de 92 RON con respecto al precio del crudo de Dubái. Los diferenciales estadounidenses se calculan a partir de los precios del diésel con contenido ultrabajo de azufre (ULSD, por sus siglas en inglés) y de la gasolina RBOB en el puerto de Nueva York en comparación con el precio del crudo West Texas Intermediate (WTI). Las últimas observaciones corresponden al 28 de octubre de 2026.

Además de algunos cambios estructurales, los márgenes de refino en la zona del euro, medidos en términos reales, se han mantenido en niveles elevados y han mostrado volatilidad desde 2020 (panel a del gráfico C). Los márgenes descendieron en 2020 durante la pandemia de COVID-19, repuntaron con fuerza tras la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia, alcanzaron un máximo a principios de 2023 y volvieron a descender, aproximándose gradualmente a los niveles anteriores a la pandemia en el segundo semestre de 2024. Desde el inicio del conflicto en Oriente Próximo, los márgenes han vuelto a incrementarse considerablemente. Esta mayor volatilidad se ha producido tras un aumento gradual de los márgenes de refino durante las dos últimas décadas, impulsado por cambios estructurales en el sector[2]. Históricamente, los incrementos acusados de los márgenes han sido transitorios, ya que crean incentivos para ajustar el equilibrio entre la oferta y la demanda y el *mix* de productos de las refinerías. La perturbación actual puede ser más difícil y más lenta de corregir.

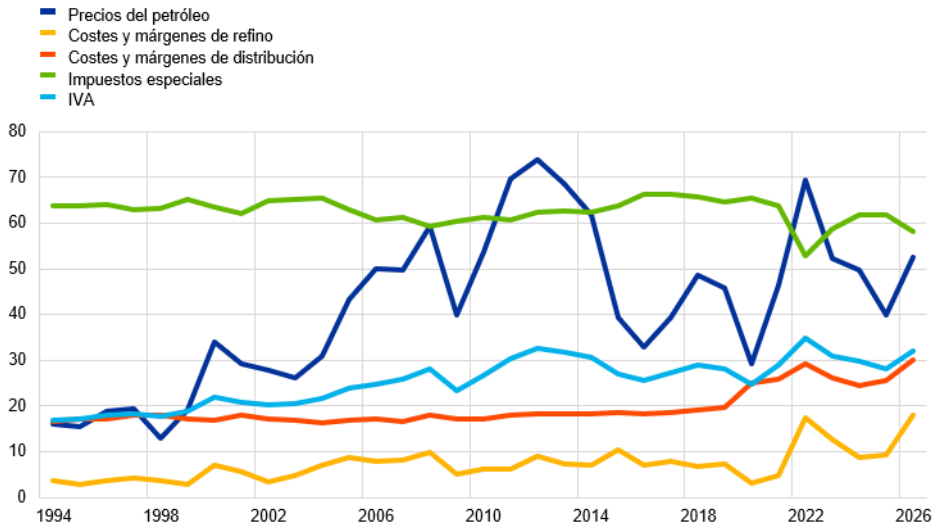
[2] Los márgenes de refino han aumentado en términos nominales con el tiempo. Tras mantenerse en niveles muy bajos, en torno a 4 dólares estadounidenses el barril de gasolina y de gasóleo hasta 2003, los márgenes se incrementaron a medida que los mercados de refino internacionales se tensionaban debido a la demanda emergente de China y se situaron, en promedio, en torno a 10 dólares por barril entre 2004 y 2021 (con unos niveles, por lo general, algo más elevados para el gasóleo que para la gasolina). Desde la invasión rusa de Ucrania, los márgenes han ascendido, en promedio, a unos 14 dólares estadounidenses por barril en el caso de la gasolina y a 28 dólares por barril en el del gasóleo.

Gráfico C

Evolución de los precios de los combustibles líquidos para transporte y calefacción

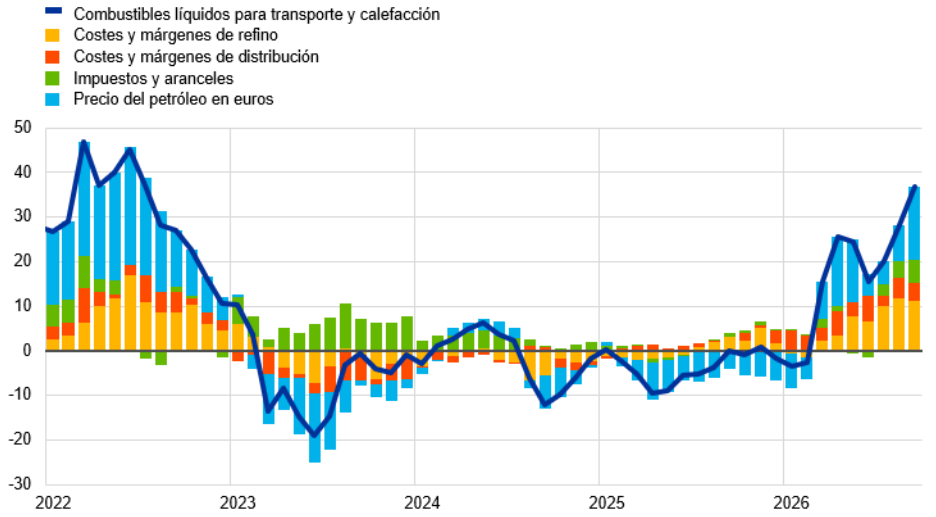
a) Componentes de los precios de los combustibles líquidos en términos reales

(céntimos de euro por litro en 2026)



b) Descomposición de la inflación de los combustibles líquidos

(tasas de variación anual, contribuciones en puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, LSEG, Comisión Europea (Weekly Oil Bulletin, WOB) y cálculos del BCE.
Notas: Los precios de los combustibles líquidos se calculan como una media ponderada de los precios de los combustibles para transporte (gasóleo y gasolina) y del gasóleo para calefacción utilizando ponderaciones del IAPC. Panel a: Los componentes individuales se muestran en céntimos de euro por litro en 2026 deflactados por la inflación medida por el IAPC. Los datos de 2026 se refieren a los meses del año transcurridos hasta el 28 de octubre de 2026. Panel b: Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2026.

También se han producido cambios en la dinámica de los costes y los márgenes de distribución y en el componente impositivo de los precios de los combustibles líquidos desde la pandemia y desde la invasión rusa de Ucrania. Los costes y los márgenes de distribución aumentaron en 2020 en términos reales (quizás porque las empresas petroleras integradas trataron de compensar el descenso de los volúmenes de ventas y de los márgenes de refino), pero desde 2022 han evolucionado en paralelo a los márgenes de refino y se mantienen en un

nivel más elevado que antes de la pandemia. Desde 2022, las modificaciones de los impuestos especiales han compensado parcialmente estas variaciones. Tras haberse mantenido estables, en general, en términos reales hasta 2022, los impuestos especiales se redujeron ese año y en 2023. En 2026, las reducciones de los impuestos especiales, que reflejan las medidas fiscales adoptadas para frenar las subidas de los precios de la energía, han sido menores que los incrementos de los precios del crudo y de los márgenes de refino y de distribución[3].

En lo que respecta a los precios de consumo, ocasionalmente, las variaciones de los márgenes de refino han tenido casi la misma importancia que la evolución de los precios del crudo, en particular durante las crisis energéticas (panel b del gráfico C). Desde finales de febrero de 2026, los márgenes de refino han aumentado sustancialmente y han impulsado al alza la tasa de inflación de los combustibles líquidos para transporte y calefacción[4]. Dada su importancia para la inflación medida por el IAPC, resulta útil incorporar esta dinámica en los modelos de previsión. Una evaluación en tiempo real de las previsiones utilizando el modelo energético de proyección de la inflación a corto plazo (STIP, por sus siglas en inglés) del BCE sugiere que el uso de futuros financieros para predecir los precios de los combustibles líquidos para transporte y calefacción en la zona del euro se traduce en pequeñas mejoras, especialmente en horizontes de entre tres y once meses para el conjunto de la muestra y a un mes vista en el período previo a la pandemia (hasta 2019)[5]. Los beneficios son menos evidentes durante el período de inflación elevada, en el que, en general, los precios de los futuros subestimaron la evolución posterior de los precios.

El modelo energético STIP muestra que los márgenes de refino pueden influir de forma significativa en la inflación de la energía. El modelo se ejecutó utilizando dos conjuntos de datos y supuestos: en primer lugar, los supuestos relativos al crudo, el gas y el gasóleo y la gasolina refinados basados en la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del Eurosistema de junio de 2026 (21 de mayo) y, en segundo lugar, los nuevos datos observados y el mismo conjunto de supuestos basados en la fecha de cierre de las proyecciones macroeconómicas de los expertos del BCE de septiembre de 2026 (19 de agosto). En ambos casos, los futuros sobre los precios de los productos refinados negociados en los mercados financieros se emplearon para elaborar las perspectivas. Pese a que los supuestos relativos a los precios del petróleo son más bajos, la previsión basada en las proyecciones de septiembre arroja una inflación de la energía más elevada, debido, en gran medida, al aumento de los costes y los márgenes de refino (paneles a y b del gráfico D).

---

3 Dado que el impuesto sobre el valor añadido (IVA) se aplica en términos porcentuales, el componente correspondiente al IVA expresado en céntimos de euro por litro variará en función de la suma de los demás componentes (precios del petróleo, márgenes de refino y de distribución e impuestos especiales), aunque el tipo del IVA se mantenga constante.

4 Véase Kuik *et al.* (2026). Para conocer una descomposición similar de 2022, véase Kuik *et al.* (2022).

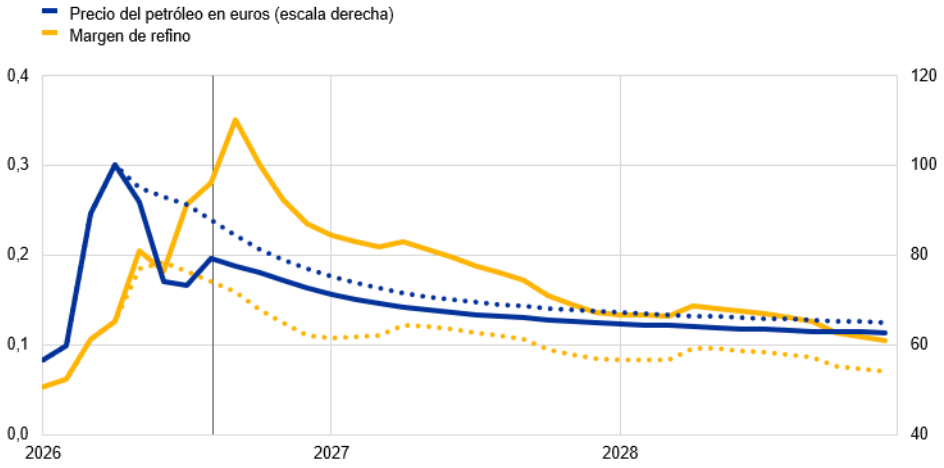
5 El modelo energético STIP utilizado para realizar la evaluación se describe en Bańbura *et al.* (2025).

Gráfico D

Posible papel de los márgenes de refino en las perspectivas energéticas del IAPC

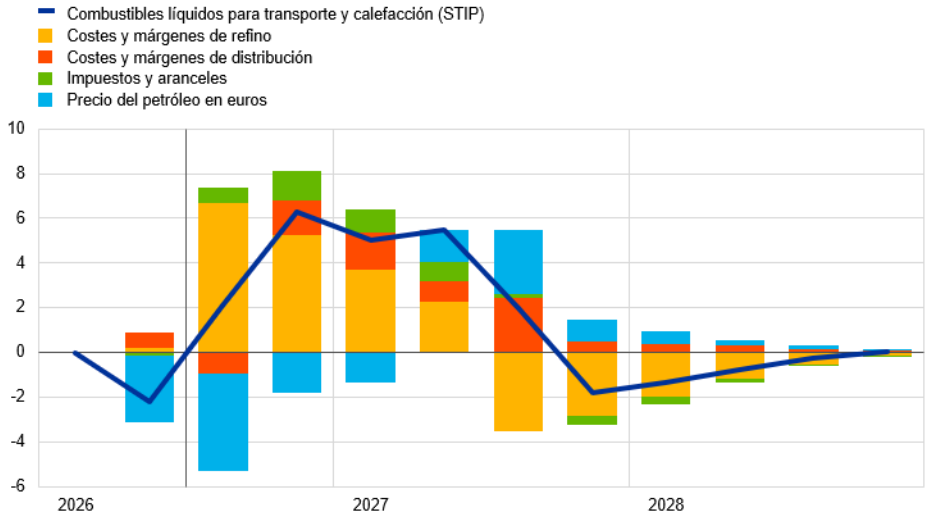
a) Supuestos del modelo energético STIP

(escala izquierda: euros por litro; escala derecha: euros por barril)



b) Revisión de las previsiones de inflación obtenidas del modelo energético STIP relativas a los combustibles líquidos para transporte y calefacción: impacto de los datos y cambios en los supuestos entre las proyecciones de junio y de septiembre de 2026

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, LSEG, Comisión Europea (WOB) y cálculos del BCE.
Notas: En el panel a se comparan los supuestos basados en la fecha de cierre de las proyecciones de septiembre de 2026 (19 de agosto, líneas continuas) y los basados en la fecha de cierre de las proyecciones de junio de 2026 (21 de mayo, líneas discontinuas). El panel b muestra la revisión de la previsión de la tasa de variación interanual entre las dos fechas de cierre. En ambos paneles, la línea vertical continua señala la última observación disponible para las proyecciones de septiembre de 2026.

Estos resultados explican por qué los expertos del BCE y del Eurosistema realizan un estrecho seguimiento de las trayectorias de los precios del gasóleo y la gasolina refinados en sus proyecciones. En concreto, desde el inicio del conflicto en Oriente Próximo se utilizan los precios de los futuros financieros sobre la gasolina y el gasóleo refinados para elaborar las proyecciones, con el fin de garantizar que estas se basen en toda la información relevante necesaria para evaluar adecuadamente las perspectivas de inflación y los riesgos futuros.

Bibliografía

M. Bańbura, E. Bobeica, A. Giammaria, M. Porqueddu y J. van Spronsen (2025), «A new model to forecast energy inflation in the euro area», *Working Paper Series*, n.º 3062, BCE.

Banco Central Europeo (2026a), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro, junio de 2026.

Banco Central Europeo (2026b), Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del BCE para la zona del euro, septiembre de 2026.

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

F. Kuik, E. Lis, C. Nickel y M. Porqueddu (2026), «From well to pump: how fuel prices are form», *The ECB Blog*, BCE, 31 de julio.

6 La inteligencia artificial y las empresas europeas: el coste de la financiación en los mercados

Irene Ferrari, Sofia Gori, Johannes Groß, Fabian Schupp y Sigurd Steffensen

La inteligencia artificial (IA) ha sido el tema dominante en los mercados financieros mundiales desde finales de 2022, destacando el buen comportamiento de los valores tecnológicos (gráfico A). Su mejor comportamiento ha sido especialmente notable en Estados Unidos, liderado por un pequeño grupo de hiperescalares, y es evidente entre las empresas europeas situadas en las etapas iniciales del desarrollo de infraestructuras de IA a escala global. Sin embargo, la influencia de la IA en los mercados se extiende más allá de un reducido grupo de proveedores de infraestructuras y se remonta más atrás en el tiempo. Muchas empresas integran la IA en sus negocios, ya sea desarrollando productos mejorados por la IA o adoptando procesos apoyados en la IA que aumentan la productividad[1]. Por consiguiente, en este recuadro se introduce un nuevo indicador de exposición a la IA a nivel de empresa, elaborado a partir de las referencias a la IA en las transcripciones de las presentaciones de resultados (*earnings calls*). Este indicador se utiliza para examinar cómo se refleja la exposición de las empresas europeas a la IA en la rentabilidad de sus acciones y en los diferenciales de sus bonos corporativos[2].

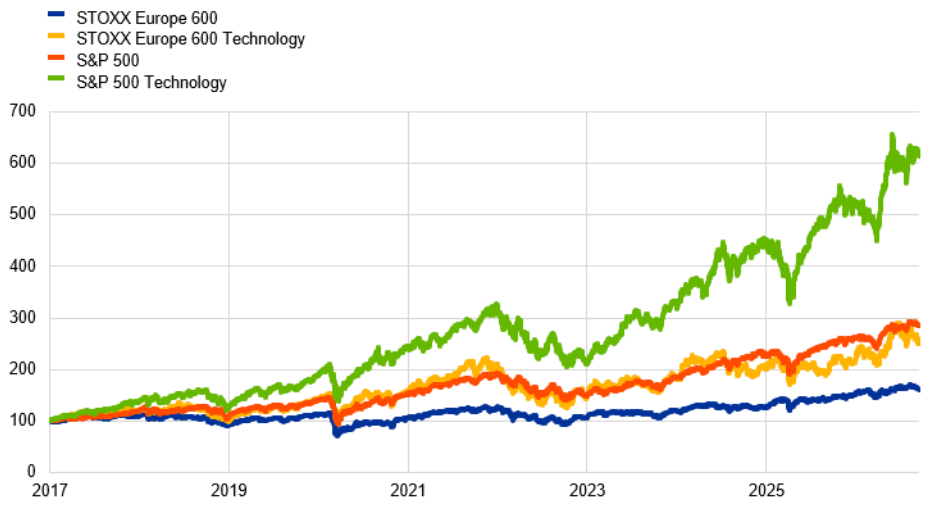
1 Véanse, por ejemplo, Acemoglu y Restrepo (2020) y Babina *et al.* (2024).

2 Las presentaciones de resultados (*earnings calls*) se han utilizado anteriormente para medir la exposición a la IA de las empresas estadounidenses (véase Ca' Zorzi *et al.*, 2025).

Gráfico A

Comportamiento del STOXX Europe 600 y del S&P 500 y sus subsectores tecnológicos

(índice: 2 de enero de 2017=100)



Fuentes: LSEG y cálculos del Banco Central Europeo (BCE).
Notas: El gráfico muestra los niveles de los índices bursátiles de referencia en Europa y Estados Unidos y sus subsectores tecnológicos a lo largo del tiempo. Las últimas observaciones corresponden al 15 de septiembre de 2026.

Las empresas se clasifican como expuestas a la IA cuando en sus presentaciones de resultados vinculan esta tecnología al suministro de infraestructuras, al desarrollo de productos o a mejoras de los procesos de negocio y la productividad[3]. Estos criterios se aplican a todas las empresas que componen el STOXX Europe 600, y se identifican no solo las empresas que suministran tecnología de IA, sino también las de todos los sectores que integran la IA a sus productos y procesos operativos. Este enfoque también refleja la naturaleza cambiante de la IA: a medida que la tecnología madura y se difunde entre sectores, la información presentada por las empresas cambia en consonancia, lo que permite que un indicador basado en declaraciones realizadas en ese mismo período pueda seguir esta evolución. Esta metodología resulta valiosa, dado que el análisis depende de la identificación temprana de noticias relacionadas con la IA. En consecuencia, la exposición a la IA se mide trimestralmente desde 2017 y se considera variable en el tiempo, por lo que el análisis permite tener en cuenta las diferencias entre empresas y la variación temporal específica de cada sector[4].

El porcentaje de empresas expuestas a la IA ha aumentado notablemente desde 2022, y en las presentaciones de resultados predominan las menciones a la IA como fuente de innovación de productos y de crecimiento (gráfico B).

[3] Este enfoque se basa en Ferrari *et al.* (2026). Su *prompt* (petición de entrada al modelo) permite una clasificación multietiqueta, ancla las definiciones de IA al momento de cada presentación de resultados y proporciona una justificación para cada señal, lo que facilita la interpretación y mejora la calidad de las decisiones. Dado que las empresas pueden tener un incentivo para influir en la percepción de los analistas al hablar sobre el uso que hacen de la IA en sus presentaciones de resultados, el modelo protege contra el «blanqueo de la IA» (*AI washing*) excluyendo declaraciones vagas que no estén explícitamente vinculadas a los resultados de las empresas.

[4] El indicador presenta una fuerte correlación con una clasificación sectorial de referencia proporcionada por Calvino *et al.* (2024), que combina indicadores de capital humano de IA, innovación en IA, exposición ajustada a barreras y uso de la IA.

En el 75 % de las presentaciones de resultados en las que se menciona la IA se hace referencia a la innovación de productos o a las oportunidades de crecimiento derivadas de una oferta de productos mejorada con esta tecnología, mientras que en el 50 % se alude a las ganancias de productividad relacionadas con la IA; en algunas se mencionan ambos aspectos. Existe una clara heterogeneidad entre sectores y a lo largo del tiempo: Las empresas tecnológicas ya mencionaban la innovación de productos relacionada con la IA en 2017, mientras que las de otros sectores empezaron a referirse a las mejoras de la productividad derivadas de la IA sobre todo tras el lanzamiento de ChatGPT a finales de 2022. Esto es coherente con los resultados de la encuesta del BCE sobre el acceso de las empresas a la financiación en la zona del euro de junio y diciembre de 2025, que muestran casos de uso de la IA más orientados a la innovación en el sector tecnológico y con un mayor énfasis en la reducción de costes en las manufacturas, la construcción, el comercio y otros servicios[5].

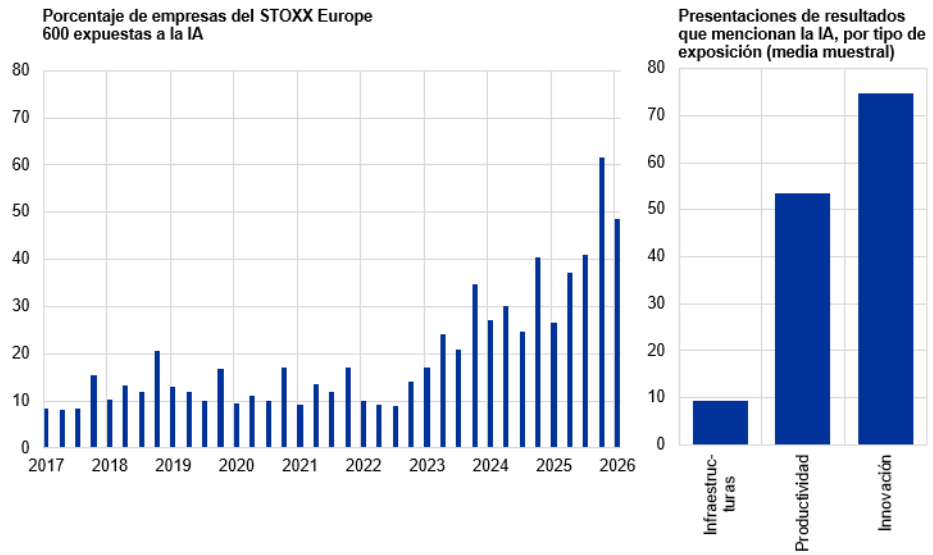
[5] Véase Ferrando *et al.* (2026). La evidencia relacionada con las encuestas del BCE también apunta a una difusión rápida, aunque desigual, de la IA, y alrededor de tres cuartas partes de las grandes empresas de la zona del euro encuestadas en 2024 indicaron que usaban la IA en sus operaciones empresariales (Bergeaud *et al.*, 2025). El análisis complementario procedente de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores muestra que el porcentaje de trabajadores que declararon que utilizaban la IA en el trabajo prácticamente se duplicó entre 2024 y 2026, con una heterogeneidad sustancial entre ocupaciones y características de los trabajadores (Dias da Silva *et al.*, 2026).

Gráfico B

Porcentaje de empresas del STOXX Europe 600 expuestas a la IA y desglose por tipo de exposición

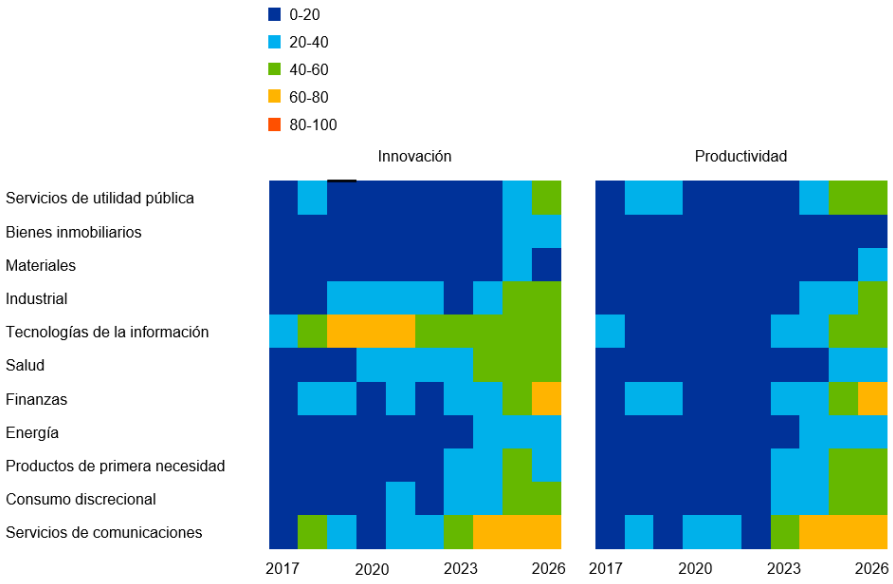
a) Porcentaje total

(porcentajes)



b) Porcentaje por exposición a la innovación y la productividad

(porcentajes)



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: La muestra incluye a todas las empresas del STOXX Europe 600 y abarca desde el primer trimestre de 2017 hasta el segundo trimestre de 2026. Panel a: Porcentaje trimestral de las presentaciones de resultados en las que se menciona la IA (parte izquierda) y desglose de las presentaciones de resultados en las que se menciona la IA por tipo de exposición durante el período muestral (parte derecha). Panel b: Porcentaje anual de empresas en cada sector del Estándar Internacional de Clasificación Industrial que menciona la exposición a la innovación (parte izquierda) y a la productividad (parte derecha). El porcentaje anual de 2026 se aproxima utilizando los porcentajes correspondientes al primer y segundo trimestre. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

Si la exposición a la IA aumenta o reduce los costes de financiación de las empresas es una cuestión teóricamente ambigua. La adopción de la IA puede incrementar los flujos de efectivo esperados, elevando las valoraciones de las acciones y reduciendo la percepción de riesgo de crédito, pero solo si los inversores consideran que las empresas están logrando avances reales y no haciendo meramente afirmaciones sin fundamento. En lo que respecta a la deuda, la adopción de la IA suele requerir una importante inversión inicial en capital concentrada en activos intangibles con un valor limitado como garantía, lo que podría aumentar los costes de financiación. Dado que estos mecanismos operan de forma simultánea, en el análisis se examina si la exposición a la IA está sistemáticamente asociada a rentabilidades de las acciones y costes de la renta fija distintos de los que registran las empresas no expuestas a la IA.

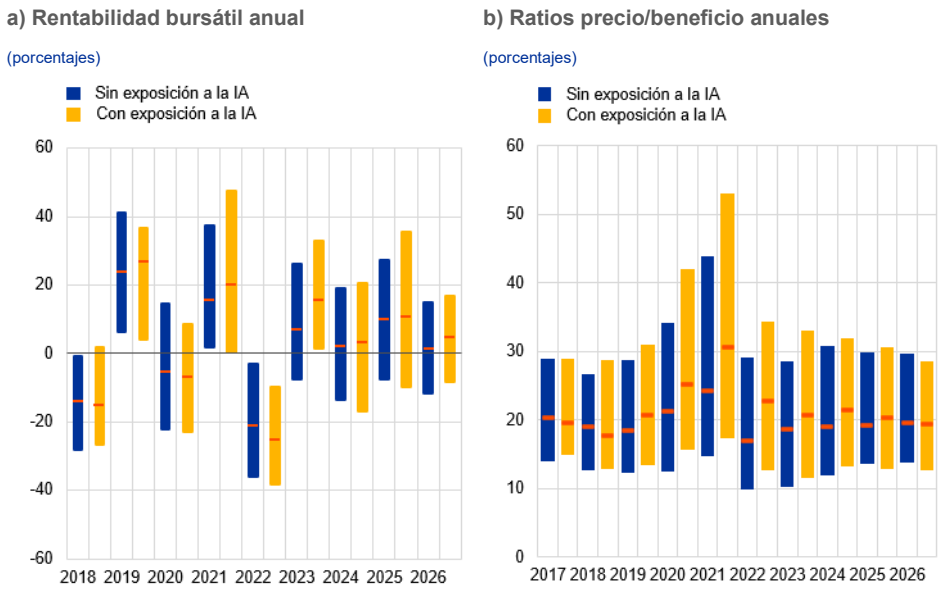
La evidencia obtenida mediante regresiones de datos de panel apunta a una prima de rentabilidad de las acciones de alrededor de 1,3 puntos porcentuales por trimestre para las empresas expuestas a la IA (gráfico C)[6]**.** Las rentabilidades bursátiles trimestrales se regresan sobre los indicadores de exposición a la IA, controlando por las características de la empresa, las sorpresas en los resultados, los efectos fijos de empresa y sector-trimestre, y las tendencias temporales de cada sector. Esto garantiza que las empresas expuestas a la IA se comparen con las no expuestas en el mismo sector y trimestre, lo que permite controlar por las fluctuaciones comunes a las empresas del mismo sector[7]. Los resultados de las regresiones están en consonancia con los patrones descriptivos de los datos: en la mayoría de los años, las empresas expuestas a la IA registraron una mediana de la rentabilidad bursátil anual más elevada que las no expuestas (panel a del gráfico C), y también tendieron a cotizar con ratios precio/beneficio más altas (panel b del gráfico C). Esto es coherente con un perfil de las acciones de mayor duración, en el que gran parte del valor de las empresas de IA está vinculado a los beneficios que se espera obtener en un futuro lejano.

6 Dado que muchas empresas señalan más de un tipo de exposición a la IA, las categorías no son mutuamente excluyentes, por lo que el análisis se centra en la exposición total de las empresas.

7 Es importante señalar que la prima no refleja simplemente el repunte generalizado del sector tecnológico. Si se excluye este sector de la muestra, la prima estimada es similar en magnitud y relevancia, lo que confirma que el diferencial de rentabilidad está presente en el conjunto del universo empresarial. La prima se identifica a partir de la variación dentro de cada empresa, comparando una misma empresa en los trimestres en los que publica información específica sobre IA con aquellos en los que no lo hace, excluyendo el impacto de las sorpresas al publicar los resultados empresariales y aspectos fundamentales y de *momentum* con valores retardados.

Gráfico C

Rentabilidad bursátil y ratios precio/beneficio de las empresas del STOXX Europe 600 con y sin exposición a la IA



Fuentes: LSEG y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: Distribución de la rentabilidad bursátil anual, ponderada por el valor de mercado al cierre del año. Panel b: Distribución de las ratios precio/beneficio anuales, ponderadas por el valor de mercado al cierre del año. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

Los mercados de renta fija de sociedades no financieras muestran un patrón bastante similar al de los mercados de renta variable (gráfico D). Las regresiones de datos de panel que utilizan diferenciales trimestrales ajustados por opciones en el período 2019-2026, controlando por características específicas de bono y emisor, muestran que la exposición a la IA se corresponde con diferenciales en torno a 5 puntos básicos más estrechos, lo que indica una relación modesta, pero robusta, entre la exposición a la IA y un menor coste de la deuda implícito en los mercados[8]. Este resultado también está en consonancia con los patrones descriptivos de los datos. Los emisores expuestos a la IA presentan sistemáticamente diferenciales inferiores a los de los emisores no expuestos, y tanto la mediana como el rango intercuartílico se han desplazado a la baja en la mayoría de los años (panel a del gráfico D). Las empresas expuestas también emiten una mayor proporción de bonos con vencimientos superiores a diez años (panel b del gráfico D), mientras que las emisiones de las empresas no expuestas se concentran más en los plazos intermedios. Esta combinación apunta a unas condiciones de

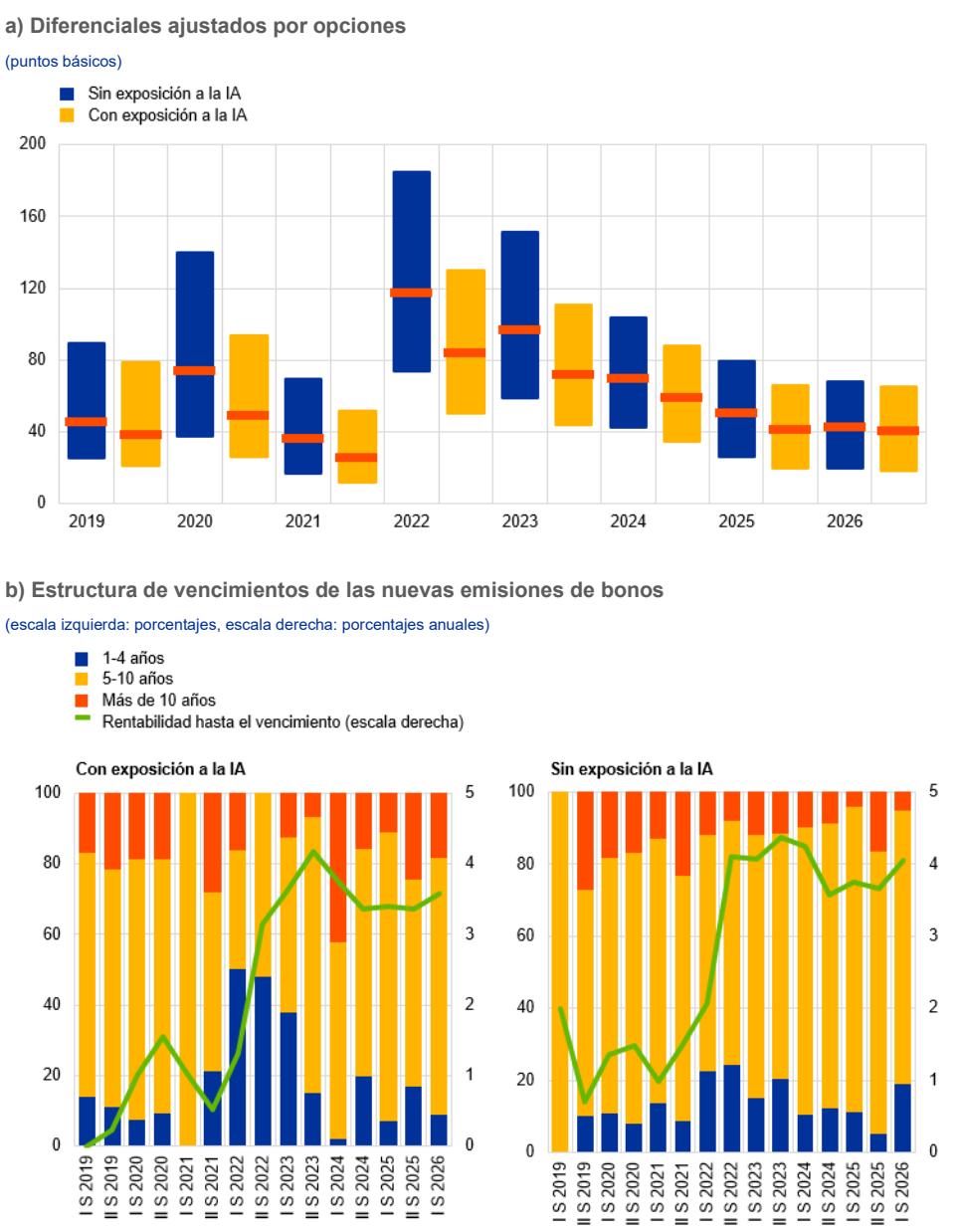
8 A diferencia de los resultados relativos a la renta variable, ninguno de los tres tipos de exposición considerados por separado se asocia individualmente a diferenciales más estrechos. Esto sugiere que los mercados de bonos valoran la exposición total a la IA en lugar de diferenciar sus distintas formas, lo que es coherente con que muchas empresas indiquen más de un tipo de exposición.

financiación más favorables, ya que los plazos de vencimiento más largos normalmente vienen asociados a diferenciales más elevados, no más reducidos[9].

[9] En la misma línea, también se observa que los hiperescalares estadounidenses que financian el desarrollo de infraestructuras de IA recurriendo a los mercados de deuda corporativa europeos emiten bonos con vencimientos más largos. Sin embargo, la emisión de deuda relacionada con la IA en estas empresas se asocia con diferenciales de crédito más elevados, no más reducidos, que los de empresas comparables, ya que los inversores parecen exigir una prima de riesgo por la incertidumbre que rodea a las inversiones en IA de las empresas. Véase Duquerroy *et al.* (2026).

Gráfico D

Diferenciales de los bonos corporativos y estructura de vencimientos de los bonos de las sociedades no financieras del STOXX Europe 600 con y sin exposición a la IA



Fuentes: LSEG, BCE (CSDB, CSEC), ICE, Moody's Analytics y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: Distribución anual de los diferenciales ajustados por opciones respecto a la curva *swap*. Los diferenciales se winsorizan y ponderan por el saldo vivo en euros. La muestra incluye bonos denominados en euros con un vencimiento residual de entre 1 y 30 años, un importe de emisión superior a un millón de euros, y diferenciales comprendidos entre −100 puntos básicos y 3.500 puntos básicos. Panel b: Nuevas emisiones de bonos por tramo de vencimiento como porcentaje del saldo vivo en euros, calculando la rentabilidad hasta el vencimiento como la media ponderada por el saldo vivo en euros. La muestra abarca bonos denominados en euros con un vencimiento residual de entre 1 y 30 años y un importe de emisión superior a un millón de euros. Las últimas observaciones corresponden al segundo trimestre de 2026.

Los resultados de este recuadro sugieren que la exposición a la IA se refleja positivamente en las cotizaciones de las acciones y de los bonos corporativos del conjunto de la economía europea. La distribución de la relación entre la IA y unos menores costes de financiación en los mercados es más amplia de lo que sugiere la concentración del repunte de las acciones del sector tecnológico. Sin

embargo, esta relación se basa en las expectativas sobre los rendimientos de la tecnología. Si no se cumplieran estas expectativas, las valoraciones y los diferenciales podrían experimentar una corrección brusca y generalizada, que trascendería ampliamente a las empresas que impulsan el ciclo de inversión en IA. Es necesario realizar un análisis más detallado para determinar la posible magnitud de esta corrección y su efecto sobre las condiciones de financiación agregadas en la zona del euro[10].

Bibliografía

M. Andersson, J. Breckenfelder, S. Corradin, K. Nikolov y M.A. Viola (2026), «The AI boom: rational enthusiasm or the next dot-com bubble?», *The ECB Blog*, BCE, 17 de agosto.

D. Acemoglu y P. Restrepo (2020), «Robots and Jobs: Evidence from US Labor Markets», *Journal of Political Economy*, vol. 128, n.º 6, abril.

T. Babina, A. Fedyk, A. He y J. Hodson (2024), «Artificial intelligence, firm growth, and product innovation», *Journal of Financial Economics*, vol. 151, enero.

A. Bergeaud, G. González-Torres Fernández, V. Labhard y R. Sellner (2025), «AI can boost productivity — if firms use it», *The ECB Blog*, BCE, 28 de marzo.

F. Calvino, H. Dernis, L. Samek y A. Ughi (2024), «A sectoral taxonomy of AI intensity», *OECD Artificial Intelligence Papers,* n.º 30, OCDE, diciembre.

M. Ca' Zorzi, G. Lopardo y A.-S. Manu (2025), «Verba volant, transcripta manent: what corporate earnings calls reveal about the AI stock rally», *Working Paper Series*, n.º 3093, BCE, agosto.

A. Dias da Silva, L. Lebastard y D. Sondermann (2026), «AI adoption and the productivity promise: what workers report», *The ECB Blog*, BCE, 26 de agosto.

A. Duquerroy, O. Furtuna, I. Rahmouni-Rousseau y L. Vaz Cruz (2026), «Big tech, big debt: when US tech gigas tap the euro area bond market», *The ECB Blog*, BCE, 31 de agosto.

A. Ferrando, S. Lamboglia, J. Rariga y M. Schmidt (2026), «Adoption and investment in AI across the euro area: insights from harmonised firm-level data», *Occasional Paper Series*, n.º 395, BCE, julio.

I. Ferrari, J. Groß, F. Schupp y S. Steffensen (2026), «AI Exposure and the Costs of Market-based Financing in Europe: Evidence from Earnings Call Transcripts», mimeo.

[10] Para más información sobre el riesgo de valoración asociado a la IA y el posible impacto de una corrección de las acciones estadounidenses sobre las condiciones financieras de la zona del euro, véase Andersson *et al.* (2026).

7 La competitividad bancaria y su papel en la política monetaria

Lorenzo Ferrante, Franziska Maruhn y Carla Valero Escribá

En este recuadro se presenta evidencia sobre la competitividad bancaria en la zona del euro y su relación con la transmisión de la política monetaria. Recientemente, las instituciones europeas han estudiado medidas para mejorar la competitividad de las entidades de crédito reduciendo la fragmentación transfronteriza y simplificando la normativa y los requisitos de presentación de información (Comisión Europea, 2026). Definir la competitividad bancaria no es sencillo. Las entidades son competitivas si generan beneficios a partir de un modelo de negocio sostenible (en lugar de obtenerlos explotando su poder de mercado) y están adecuadamente capitalizadas, con un acceso a la financiación y la liquidez en los mercados en condiciones asequibles, lo que les permite mantener el flujo de crédito durante episodios de perturbaciones económicas o financieras y a lo largo de los ciclos de política monetaria. A su vez, la competitividad bancaria contribuye a la transmisión efectiva de la política monetaria[1].

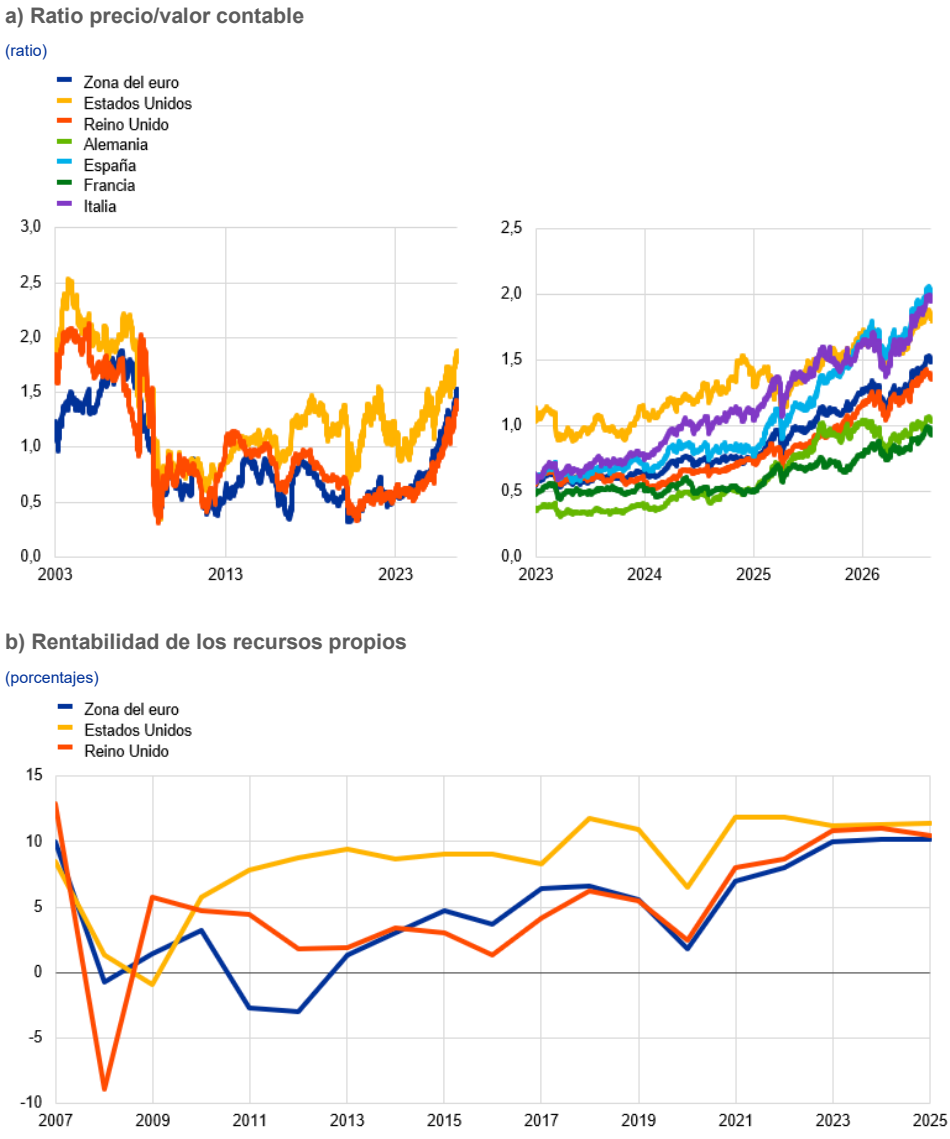
Las entidades de crédito de la zona del euro son ahora más competitivas de lo que lo han sido durante la mayor parte del período transcurrido desde la crisis financiera global, ya que los márgenes de intermediación se han ampliado y los balances se han recuperado (gráfico A). Una forma de analizar la competitividad de las entidades es utilizando indicadores de su rendimiento basados en la valoración. Estos indicadores reflejan la percepción de los inversores sobre los beneficios futuros esperados y, por tanto, proporcionan una visión del mercado acerca de las expectativas de rentabilidad y de rendimiento. Las ratios precio/valor contable de las entidades de crédito de la zona del euro han mejorado sustancialmente en los últimos años, como reflejo del fortalecimiento de los balances y el aumento de los márgenes de intermediación, ya que los ingresos netos por intereses se han recuperado, lo que ha reducido la brecha con respecto a sus homólogas estadounidenses desde 2023. No obstante, siguen existiendo diferencias significativas entre los países de la zona del euro (panel a del gráfico A). Otra forma de analizar la competitividad de las entidades de crédito es examinando su rentabilidad, que también ha mejorado en comparación con la de entidades comparables de fuera de la zona del euro (panel b del gráfico A). Aunque los indicadores basados en la valoración se centran únicamente en bancos cotizados y la rentabilidad bancaria tiene carácter retrospectivo, una métrica más amplia,

[1] Para un análisis más detallado de las cuestiones abordadas en este recuadro, en particular en lo que se refiere a la definición de competitividad en el sector bancario y al papel de los requerimientos de capital y la fragmentación en la zona del euro, véase, por ejemplo, Vujčić (2026), Machado (2026), Elderson (2026) y Buch (2025).

basada en la réplica de carteras, también muestra una mejora sustancial en los últimos años (véase Altavilla *et al*., 2024)[2].

Gráfico A

Ratio precio/valor contable y rentabilidad de los recursos propios de las entidades de crédito de la zona del euro y de otros países.



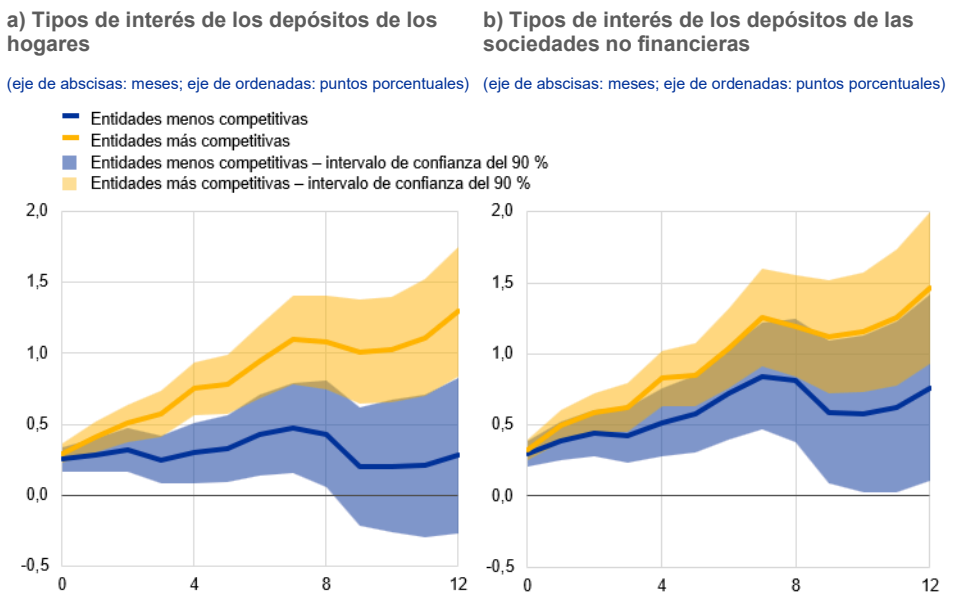
Fuentes: LSEG, BCE (información remitida con fines de supervisión, datos bancarios consolidados), Federal Deposit Insurance Corporation, BankFocus de Moody's Analytics BankFocus (anteriormente BvD BankFocus) y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: La ratio precio/valor contable es la relación entre el precio de la acción de una entidad de crédito y su valor contable por acción. Panel b: La rentabilidad de los recursos propios (ROE, por sus siglas en inglés) se calcula con un desfase de cuatro trimestres. Para el período anterior a 2015, el ROE correspondiente a la zona del euro se basa en datos bancarios consolidados. Las últimas observaciones corresponden al 21 de agosto de 2026 para la ratio precio/valor contable y a 2025 para el ROE.

[2] La medida desarrollada en Altavilla *et al*. (2024) refleja el rendimiento de las entidades de crédito comparando la rentabilidad de sus balances con la rentabilidad que generaría una cartera de mercado con características similares en términos de vencimiento y riesgo. La «ventaja» («edge») que presentan las entidades de crédito de la zona del euro con respecto a los mercados financieros ha pasado a ser positiva, tras haber sido negativa para la mayoría de estas entidades entre 2015 y mediados de 2022. Comenzó a recuperarse durante la etapa de rápidas subidas de los tipos de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE) y, finalmente, volvió a situarse en terreno positivo cuando la curva de tipos de interés se estabilizó.

Las entidades de crédito más competitivas han demostrado una mayor capacidad de resistencia frente a las perturbaciones y han transmitido la política monetaria de manera más eficaz (gráfico B). Desde la perspectiva de la transmisión de la política monetaria, la competitividad bancaria es importante, especialmente si respalda la capacidad de intermediación de los bancos a lo largo del ciclo. Durante la perturbación provocada por la pandemia en 2020 y 2021, las entidades más competitivas dependieron menos de los préstamos con aval público y de las operaciones de financiación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO, por sus siglas en inglés) del Eurosistema, y pudieron transmitir mejor el estímulo de la política monetaria (Altavilla *et al.*, 2024). Las entidades más competitivas muestran también una mayor transmisión de las variaciones de los tipos de interés oficiales a la remuneración de los depósitos, especialmente los de los hogares (panel a del gráfico B). En cuanto a los depósitos de las sociedades no financieras, las diferencias son menos acusadas: las estimaciones puntuales difieren, pero los intervalos de confianza se solapan parcialmente (panel b del gráfico B). Es probable que ello se deba a que las entidades más competitivas tienen más capacidad para retener depósitos elevando los tipos de interés aplicados a estos instrumentos en períodos de subidas de tipos, así como para recortar esos tipos cuando la política monetaria se relaja sin correr el riesgo de perder financiación. En el caso de los tipos de interés de los préstamos, la transmisión no depende de la competitividad bancaria, lo que indica que las entidades más competitivas no consiguen ofrecer una mayor remuneración de los depósitos a costa de extraer mayores rentas de los prestatarios.

Gráfico B

Transmisión de la política monetaria a los tipos de interés de los depósitos por nivel de competitividad de las entidades de crédito



Fuentes: BCE (iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, información remitida con fines de supervisión) y cálculos del BCE.
Notas: Las entidades de crédito se clasifican como más competitivas o menos competitivas en cada trimestre en función del percentil 50 de la «ventaja» según lo descrito en Altavilla *et al.* (2024). Los gráficos muestran la variación acumulada de los tipos de interés de las nuevas operaciones de depósito tras una subida de 1 punto porcentual del tipo de interés oficial. Los impactos se estiman mediante regresiones basadas en el método de proyecciones locales de la variación de los tipos de interés de las nuevas operaciones entre t-1 y t+h sobre la variación del tipo de interés oficial entre t-1 y t (explicada por perturbaciones de política monetaria de alta frecuencia), donde h se refiere a los meses. El modelo incluye la variable dependiente retardada, variables de control de las entidades y efectos fijos de país. Las últimas observaciones corresponden a marzo de 2026.

Las mejoras en la eficiencia de costes están cobrando importancia como factor determinante de la evolución reciente (gráfico C). Los cambios en la competitividad pueden obedecer a diversos factores. En primer lugar, el efecto estimado de menores requerimientos de capital sobre la competitividad no es estadísticamente significativo, probablemente debido a factores compensatorios (panel a del gráfico C). Por una parte, unos requerimientos de capital más elevados pueden incrementar los costes de transición de determinadas entidades con vulnerabilidades específicas y, por tanto, afectar negativamente a su rentabilidad. Por otra parte, esos requerimientos refuerzan la capacidad de resistencia del sistema bancario frente a perturbaciones adversas y ayudan a evitar una asunción excesiva de riesgos. Además, en un entorno en el que los balances de las entidades son sólidos, en general, los aumentos selectivos de los requerimientos de capital para entidades concretas pueden ser absorbidos y no suponen un obstáculo para la competitividad del sistema bancario[3]. En segundo lugar, un banco menos competitivo puede perder cuota de mercado frente a otros bancos, entidades financieras no bancarias o activos financieros que ofrecen servicios similares a los clientes. De hecho, existe una relación entre la relajación de los criterios de concesión de préstamos derivada de la percepción de un aumento de la competencia, según se señala en la encuesta sobre préstamos bancarios (BLS, por sus siglas en inglés), y una menor competitividad de las entidades de crédito, incluso después de controlar por las características observadas y no observadas a

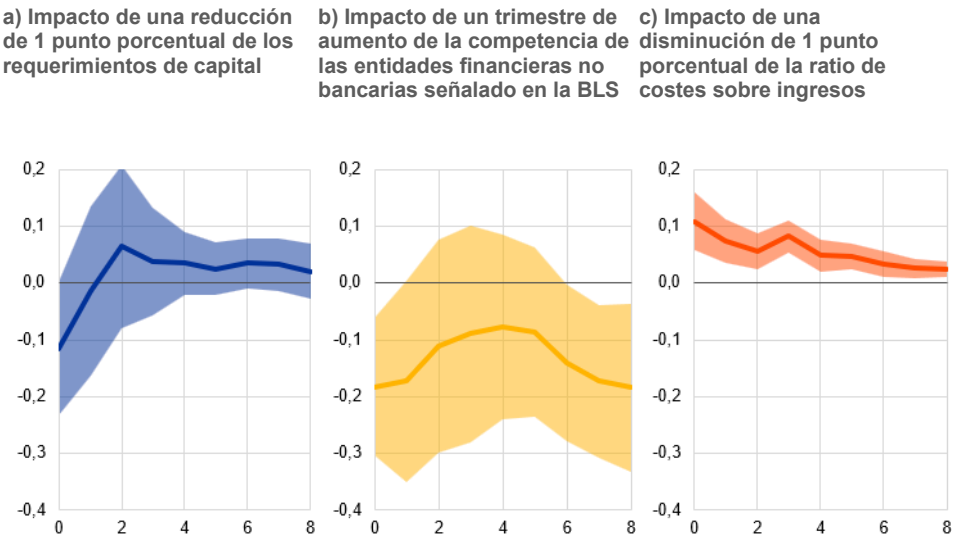
[3] Véase, por ejemplo, Behn y Reghezza (2025).

nivel de entidad y por factores específicos de cada país (panel b del gráfico C). Al mismo tiempo, la competencia de las entidades financieras no bancarias se ha estabilizado en los últimos años, debido a la especialización en distintos segmentos de clientes y a la interacción mutuamente beneficiosa entre bancos y dichas entidades, por ejemplo, mediante titulizaciones o exposiciones recíprocas. En tercer lugar, las mejoras en la eficiencia de costes de las entidades de crédito tienen efectos positivos significativos y persistentes sobre su competitividad (panel c del gráfico C). Así pues, es probable que las entidades de crédito de la zona del euro puedan lograr ganancias sostenidas de competitividad a través de una mayor eficiencia de costes.

Gráfico C

Impacto sobre la competitividad bancaria de los cambios en los posibles factores determinantes

(eje de abscisas: horizonte [trimestres]; eje de ordenadas: puntos porcentuales)



Fuentes: Altavilla *et al.* (2024), BCE (iBSI, iMIR, AnaCredit, SHSG, CSDB, información remitida con fines de supervisión, BLS) y cálculos del BCE.
Notas: Resultados de estimaciones de proyecciones locales con datos de panel controlando por liquidez, composición de la financiación y efectos fijos de entidad y país-tiempo. La variable dependiente es la diferencia, expresada en puntos porcentuales, entre la rentabilidad efectiva y la rentabilidad de la cartera de réplica. Para más detalles, véase Altavilla *et al.* (2024). El panel b muestra el impacto de un trimestre en el que la entidad señala un efecto atribuible al aumento de la competencia de las entidades financieras no bancarias en la BLS. Las zonas sombreadas indican intervalos de confianza del 90 %. La muestra abarca el período comprendido entre el cuarto trimestre de 2015 y el primer trimestre de 2026.

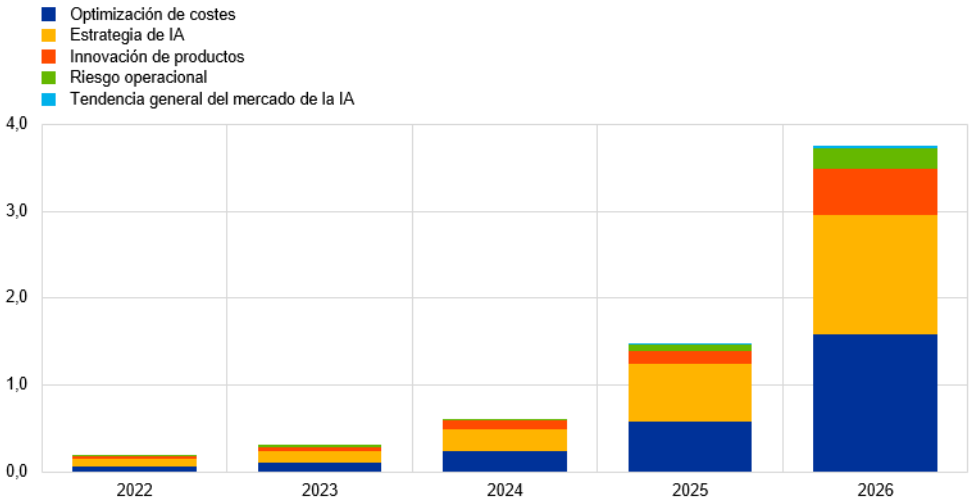
Se espera que la inversión en digitalización y tecnologías de inteligencia artificial (IA) genere ganancias de eficiencia, que también pueden lograrse racionalizando las operaciones y adoptando un enfoque selectivo para el cierre de sucursales locales (gráfico D). El tamaño medio de los grupos bancarios en la zona del euro ha aumentado de forma sostenida, mientras que los gastos de explotación (en porcentaje de los recursos propios) han disminuido, en general. Las entidades de crédito han reducido sus gastos de explotación mediante la racionalización de la estructura de su grupo, el cierre de un número considerable de sucursales locales y la reducción de personal, lo que se ha visto facilitado por la expansión de la banca electrónica y la digitalización. De cara al futuro, las entidades están tratando cada vez más de aprovechar las tecnologías de IA para mejorar la eficiencia de costes. Casi la mitad de las menciones a la adopción de la IA

realizadas por los ejecutivos de las entidades se centran específicamente en los beneficios potenciales en términos de optimización de costes en el futuro (gráfico D).

Gráfico D

Menciones a la IA en las presentaciones de resultados de las entidades, por temas

(número de menciones por presentación de resultados)



Fuentes: Capital IQ y cálculos del BCE.
Notas: El gráfico se basa en transcripciones de 761 presentaciones de resultados (*earnings calls*) de 51 entidades de crédito de la zona del euro analizadas utilizando un modelo de lenguaje de gran tamaño (LLM, por sus siglas en inglés) y un *prompt* completo. El LLM identifica las menciones a la IA y las clasifica en cinco grandes temas. Cada presentación de resultados puede abarcar múltiples temas. Los datos correspondientes a 2026 se refieren a presentaciones de resultados realizadas hasta el segundo trimestre de 2026.

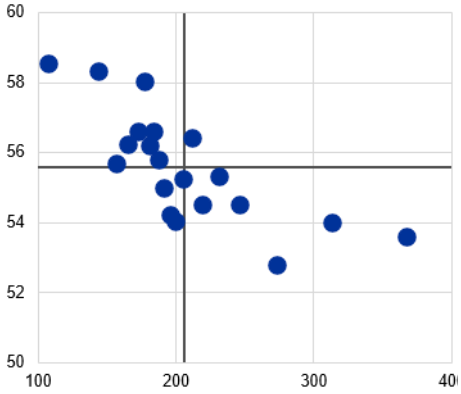
La competitividad de las entidades de crédito de la zona del euro podría aumentar si se avanza en la culminación de la unión de ahorros e inversiones o mediante una mayor consolidación (gráfico E). La fragmentación de los mercados impide que las entidades de crédito de la zona del euro alcancen la eficiencia de costes necesaria para ofrecer a los prestatarios condiciones crediticias competitivas. Los grupos bancarios más competitivos suelen caracterizarse por tener un mayor alcance geográfico, con las consiguientes ventajas en términos de menores ratios de eficiencia (panel a del gráfico E). La consolidación bancaria, incluida la transfronteriza, que ha sido particularmente limitada dentro de la zona del euro, ofrecería una vía alternativa para seguir mejorando la eficiencia de las entidades de crédito. La evidencia de fusiones anteriores demuestra que dicha consolidación puede incrementar la eficiencia operativa, la solidez de los balances y la diversificación sectorial de las entidades de crédito, contribuyendo así a reforzar su capacidad de intermediación y aumentando al mismo tiempo sus cuotas de mercado de manera mecánica (panel b del gráfico E). Esto, considerado aisladamente, reduciría la competencia en los mercados bancarios locales y podría debilitar la transmisión de la política monetaria. No obstante, en el caso de la consolidación transfronteriza, si esta se diese en un mercado crediticio de la zona del euro que estuviera más integrado, la creación de grupos bancarios más grandes, diversificados y competitivos podría beneficiar a los prestatarios al reforzar la estabilidad y el acceso al crédito a lo largo del ciclo de política monetaria y al garantizar que los impulsos monetarios se transmitan a los prestatarios.

Gráfico E

Alcance geográfico, consolidación y competitividad bancaria

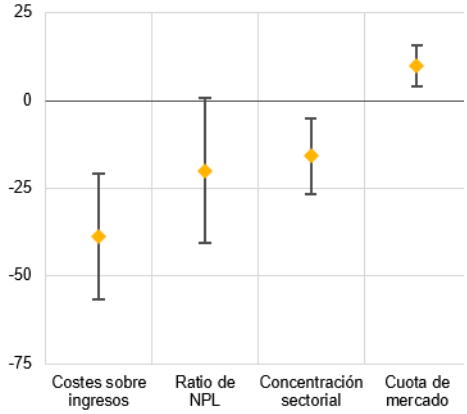
a) Relación entre alcance geográfico y eficiencia de costes

(eje de abscisas: alcance geográfico, kilómetros; eje de ordenadas: ratio de costes sobre ingresos, porcentajes)



b) Impacto de las fusiones sobre la eficiencia de las entidades de crédito y otras características

(porcentajes de desviación estándar)



Fuentes: BCE (AnaCredit, información remitida con fines de supervisión), OpenStreetMap y cálculos del BCE.
Notas: Panel a: gráfico de dispersión agrupado basado en 1.034 entidades de crédito de la zona del euro. Las dos líneas grises representan medias ponderadas agregadas. El alcance geográfico se mide por la distancia media ponderada a las empresas que han obtenido financiación bancaria en los últimos doce meses (ponderada por el importe del préstamo). El panel b) muestra los resultados de regresiones de diferencias en diferencias que evalúan los cambios tras una fusión en las entidades e incluyen efectos fijos de entidad y de tiempo. «Costes sobre ingresos» se refiere a la ratio de eficiencia, y «ratio de NPL» se refiere a la ratio de préstamos dudosos. Las variables dependientes están estandarizadas. Los efectos se acumulan a lo largo de los años posteriores a la fusión. Las líneas verticales indican intervalos de confianza del 95 %. La concentración sectorial de los préstamos se mide mediante un índice Herfindahl-Hirschman a nivel de entidad. El panel a abarca el período comprendido entre el primer trimestre de 2019 y el segundo trimestre de 2026, y el panel b el período 2011-2025.

Bibliografía

C. Altavilla, J. Begenau, L. Burlon y F. Maruhn (2024), «Determinants of bank performance: evidence from replicating portfolios», *Working Paper Series, n.º* 2937, BCE, revisado en enero de 2025.

M. Behn y A. Reghezza (2025), «Capital requirements: a pillar or a burden for bank competitiveness?», *Occasional Paper Series*, n.º 376, BCE, octubre.

C. Buch (2025), «The evidence is in: resilient banks build Europe's growth on solid ground», discurso pronunciado en el Policy Research Workshop de la Autoridad Bancaria Europea de 2025 titulado «Bridging capital and growth — the role of financial structures and intermediaries», París, 19 de noviembre.

F. Elderson (2026), «Boosting prosperity through deeper integration», discurso pronunciado en la conferencia «Financing Europe: a new era of strategic investment», Bruselas, 12 de mayo.

Comisión Europea (2026), «Competitividad del sector bancario y mercado único bancario», Comunicación de la Comisión al Parlamento, al Consejo, al Banco

Central Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM(2026) 615 final, 17 de julio.

P. Machado (2026), «Competitiveness and simplification — a common agenda for European banks», discurso pronunciado en el XVII Encuentro Financiero de Expansión, Madrid, 28 de septiembre.

B. Vujčić (2026), «Resilience, integration and competitiveness: building the future of European banking», discurso pronunciado en la décima conferencia anual de la Junta Europea de Riesgo Sistémico, Frankfurt am Main, 2 de octubre.

8 ¿Quiénes son los tenedores de *stablecoins*? Nueva evidencia sobre las tenencias de los consumidores de la zona del euro

Alexandra Born, Johanne Evrard, Dimitris Georgarakos, Geoff Kenny, Claudia Lambert, Justus Meyer, Trixi Pairan y Luca Zannier

La expansión del mercado de *stablecoins*, sus crecientes interconexiones con el sector financiero y el aumento de las tenencias de los consumidores podrían afectar a la estabilidad financiera de la zona del euro. El mercado mundial de *stablecoins* ha crecido con rapidez desde 2020, pero se ha estabilizado recientemente (panel a del gráfico A). Al mismo tiempo, las *stablecoins* se han vuelto cada vez más interconectadas con el sector financiero tradicional, en particular a través de las tenencias de activos de reserva[1]. Aunque el mercado de las *stablecoins* denominadas en euros se ha expandido, sigue siendo relativamente pequeño (panel b del gráfico A). Las *stablecoins* se utilizan, sobre todo, para la negociación de criptoactivos, aunque podrían servir también como instrumentos de pago transfronterizo. En este recuadro se utiliza evidencia singular a nivel de hogar procedente de un módulo temático de la encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores (CES, por sus siglas en inglés) realizada en agosto y noviembre de 2025 para evaluar la magnitud y la composición de las tenencias de *stablecoins* de los consumidores de la zona del euro[2]. Las exposiciones actuales en la zona del euro parecen limitadas, pero la concentración de tenencias entre los inversores en criptoactivos y el predominio de los *tokens* respaldados por dólares estadounidenses podrían amplificar las perturbaciones. Un uso más generalizado de las *stablecoins* en la zona del euro, especialmente fuera del ecosistema de los criptoactivos, podría aumentar los riesgos para las finanzas tradicionales con el tiempo[3].

1 Véase Ferrari Minesso y Habib (2022).

2 La CES abarca las 11 mayores economías de la zona del euro. Para más información, véanse Bańkowska *et al.* (2021), Georgarakos y Kenny (2022) y la página web de la CES del BCE.

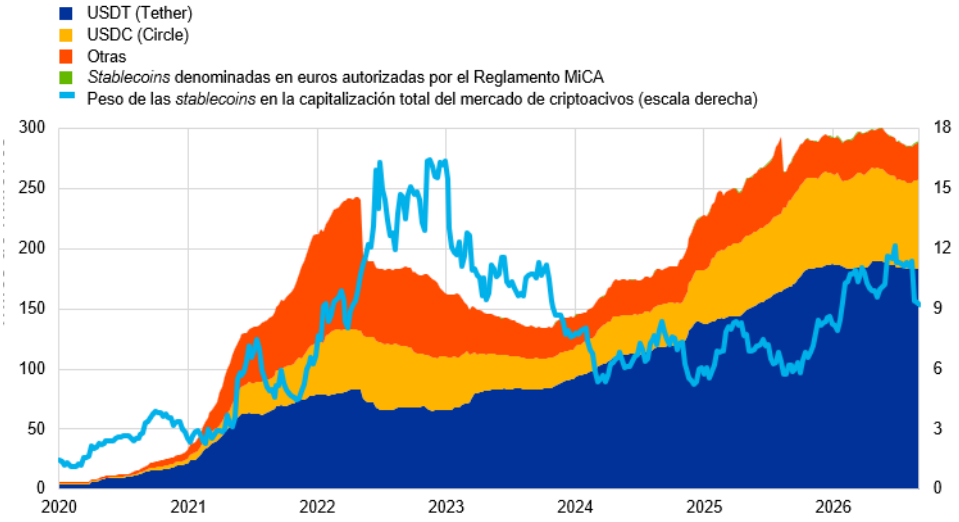
3 La principal vulnerabilidad de una *stablecoin* es que los tenedores pueden perder la confianza en obtener su reembolso a valor nominal, lo que provocaría una retirada masiva. La retirada masiva de *stablecoins* podría desencadenar una venta forzada de sus activos de reserva, lo que podría repercutir en los mercados financieros tradicionales. Véanse Aerts *et al.* (2025a) y Aerts *et al.* (2025b) para información más detallada sobre las conexiones y los canales de transmisión entre las *stablecoins* y los mercados financieros tradicionales.

Gráfico A

Evolución del mercado mundial de *stablecoins*

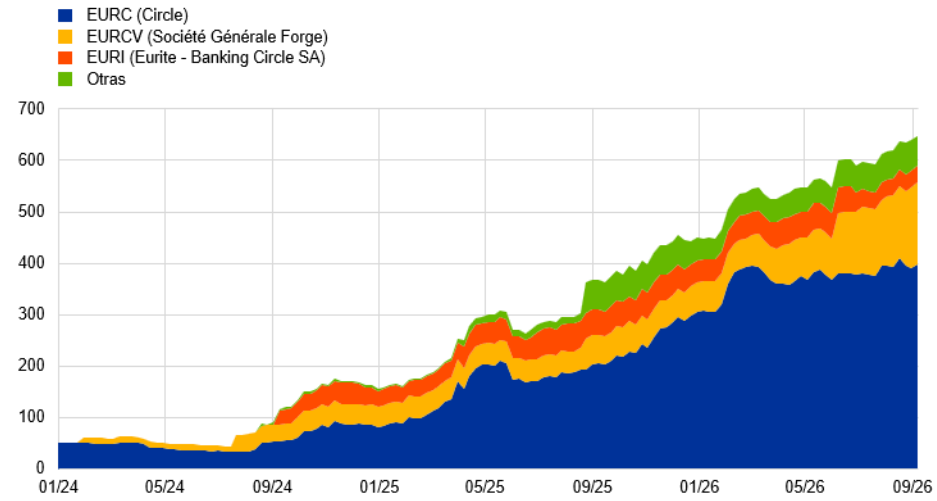
a) Tamaño de las *stablecoins* denominadas en dólares estadounidenses en el ecosistema de criptoactivos

(mm de dólares estadounidenses, porcentajes)



b) Capitalización bursátil de las *stablecoins* denominadas en euros autorizadas por el Reglamento MiCA

(millones de euros)



Fuentes: CoinDesk, CoinMarketCap y cálculos del BCE.
Notas: La capitalización bursátil se basa en la oferta de *stablecoins* en circulación. Están incluidas las siguientes: EURC, EURCV, EURAU, EURØP, EURR, EURI, EURe y EURQ. Las fluctuaciones en el peso de las *stablecoins* en la capitalización total del mercado de criptoactivos se deben, principalmente, a los cambios en la valoración de otros criptoactivos. Las últimas observaciones corresponden a septiembre de 2026.

El uso de las *stablecoins* para facilitar las operaciones en el ecosistema de criptoactivos puede comportar un riesgo para los consumidores, ya que podría afectar al sistema financiero tradicional[4]**.** Las *stablecoins* permiten la

[4] Véase Bertsch (2023). Si bien la UE ha establecido un marco regulatorio para los emisores de *stablecoins* con el Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos, que aborda los riesgos de las *stablecoins* para los consumidores y para la estabilidad financiera, las *stablecoins* que no están autorizadas por el Reglamento pueden seguir planteando estos riesgos; véase Junta Europea de Riesgo Sistémico (2025).

negociación y el intercambio de monedas fiduciarias por criptoactivos distintos de *stablecoins* y viceversa[5]. Los activos de reserva que respaldan las *stablecoins* las conectan al sistema financiero tradicional, lo que puede dar lugar a efectos de contagio[6]. Las *stablecoins* también pueden permitir realizar pagos transfronterizos de bajo coste, lo que podría ser una opción para los consumidores que envían dinero fuera de la zona del euro, aunque la evidencia sobre este caso de uso es dispar[7].

Los consumidores de la zona del euro están aumentando lentamente su exposición directa a los criptoactivos, partiendo de niveles bajos[8]. El porcentaje de consumidores que poseían criptoactivos aumentó del 9,8 % en noviembre de 2024 al 13 % en agosto de 2025 (panel a del gráfico B), período en el que los mercados de criptoactivos y las *stablecoins* estaban creciendo con rapidez (gráfico A). Los resultados de la CES de 2025 distinguen las tenencias de *stablecoins* dentro de las exposiciones de los consumidores a criptoactivos: en agosto, el 5 % de los consumidores declararon tener *stablecoins*, lo que representaba más de un tercio de todos los consumidores que eran tenedores de criptoactivos. La distribución estimada de las tenencias de *stablecoins* en términos de importes invertidos está sesgada hacia importes más reducidos (panel b del gráfico B). Sin embargo, se estima que las tenencias de cerca del 10 % de los propietarios de *stablecoins* ascendían a 10.000 euros o más en noviembre, lo que apunta a que el rango es amplio.

5 Véase el gráfico A.6 en Aerts *et al.* (2025a).

6 Las retiradas masivas de *stablecoins* podrían obligar a los emisores a liquidar activos para satisfacer las solicitudes de reembolso. Véanse Junta Europea de Riesgo Sistémico (2025) y Aerts *et al.* (2025a).

7 Véanse, por ejemplo, Di Iorio *et al.* (2026) o Vlaicu (2026).

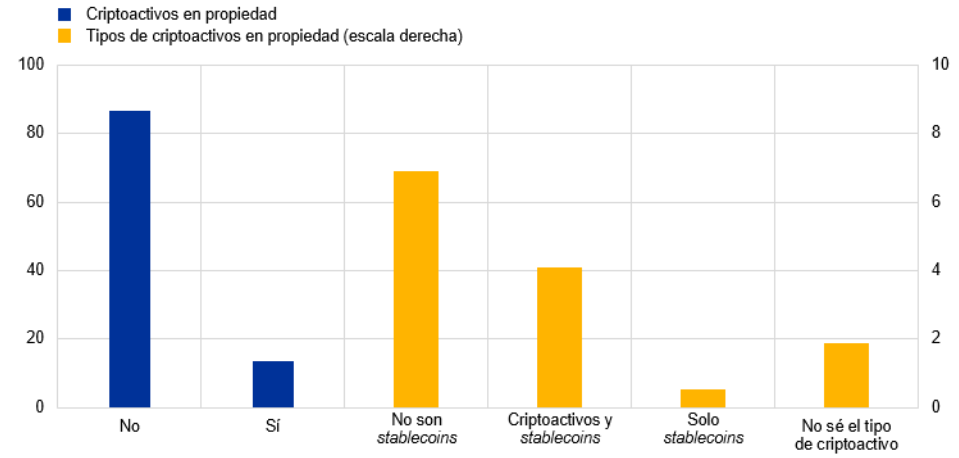
8 Esta información se basa en datos experimentales extraídos de las ediciones de agosto y de noviembre de 2025 de la CES. Los datos abarcan tanto las *stablecoins* en propiedad de los consumidores como el valor aproximado de las tenencias de los consumidores. Las respuestas están sujetas a la incertidumbre de la medición que refleja el carácter experimental de los datos, incluida la sensibilidad al diseño del cuestionario y a las muestras de tamaño reducido, dado el bajo porcentaje de consumidores que poseen criptoactivos. También es posible que los encuestados informen erróneamente sobre los tipos de activos y sus tenencias, debido a que perciben que se trata de información sensible.

Gráfico B

Tenencias de criptoactivos de los consumidores

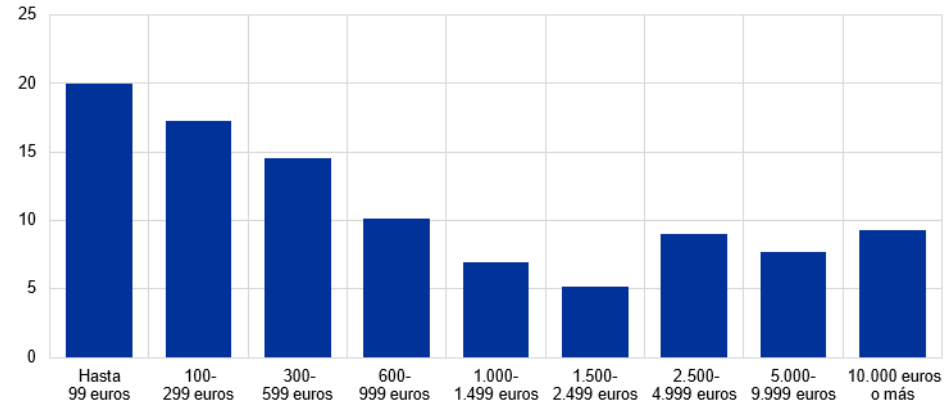
a) *Stablecoins* y criptoactivos en propiedad

(porcentaje de consumidores)



b) Estimaciones de las tenencias de *stablecoins*

(porcentaje de consumidores con tenencias de *stablecoins*)



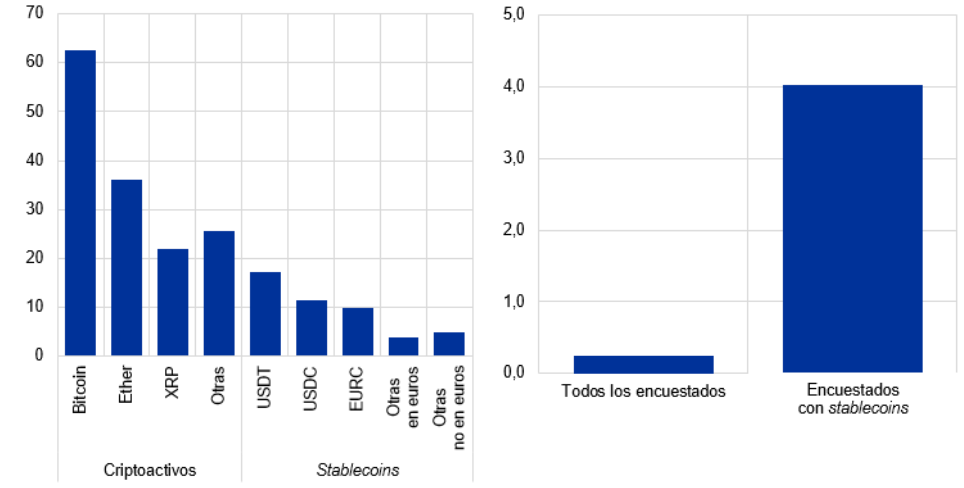
Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores y cálculos del BCE.
Notas: Datos ponderados por población de 11 países de la zona del euro. Panel a: datos experimentales del módulo temático de la CES de agosto de 2025. Se formularon las siguientes preguntas a los consumidores: «¿Posee actualmente usted o algún miembro de su hogar criptoactivos?», y como pregunta complementaria separada: «¿Cuáles de los siguientes criptoactivos o *stablecoins* posee actualmente usted o algún miembro de su hogar?». Panel b: datos experimentales del módulo temático de la CES de noviembre de 2025. A los consumidores que declararon invertir en criptoactivos (incluidas *stablecoins*) se les preguntó lo siguiente: «Que usted sepa, ¿cuál es el principal tipo de criptoactivo que usted o su hogar poseen actualmente?», y podían elegir basándose en una escala de cinco puntos, que iba desde «Solo invertimos en criptoactivos que no son *stablecoins*» a «Solo invertimos en *stablecoins*». Se asignaron ponderaciones en intervalos de 0,25, que van de 0 (solo criptoactivos que no son *stablecoins*) a 1 (solo *stablecoins*), y se calcula la inversión en *stablecoins* a partir de las inversiones en criptoactivos declaradas por cada encuestado.

En la exposición de los consumidores de la zona del euro predominan las *stablecoins* denominadas en dólares porque los consumidores tienden a mantener los criptoactivos de mayor capitalización bursátil. Alrededor del 63 % de los consumidores con exposición a criptoactivos son tenedores de *bitcoins*, seguidos de *ether* (36 %) y XRP (22 %) (panel a del gráfico C). Entre las *stablecoins*, el USDT es el de uso más extendido (17 % de los consumidores con tenencias de criptoactivos), por delante del USDC (12 %) y del EURC denominado en euros (10 %). Otras *stablecoins* denominadas en euros y no denominadas en euros representan, en conjunto, menos del 9 % de las tenencias declaradas. Aunque la encuesta no informa directamente sobre cómo se utilizan los activos, la

evidencia preliminar muestra un mayor uso entre los encuestados que han nacido en otro país de la UE o fuera de la UE. Se constató que los nacidos en el extranjero eran 2,1 puntos porcentuales más propensos a tener *stablecoins* que los consumidores nacionales después de tener en cuenta otras características. Este patrón es acorde con la posibilidad de que se estén utilizando *stablecoins* para los pagos transfronterizos o las remesas.

Gráfico C

Composición de las inversiones de los consumidores en criptoactivos



Fuentes: Encuesta del BCE sobre las expectativas de los consumidores y cálculos del BCE.
Notas: Datos procedentes de 11 países de la zona del euro. Panel a: datos experimentales del módulo temático de la CES de agosto de 2025. El panel muestra los tipos de criptoactivos y *stablecoins* en poder de los encuestados que declararon poseer criptoactivos. Dado el bajo porcentaje de encuestados que poseían criptoactivos, las observaciones también son limitadas (1.286 encuestados). Como los participantes en la encuesta podían elegir varios activos, los porcentajes no suman el 100 %. «Otras» refleja las tenencias que no aparecen indicadas por separado en el cuestionario. Panel b: datos experimentales del módulo temático de la CES de noviembre de 2025. El panel muestra los porcentajes medios de la cartera de *stablecoins* basados en los importes estimados que se muestran en el panel b del gráfico B y el valor total de los activos financieros de los consumidores (por ejemplo, en cuentas bancarias, acciones y fondos de inversión). Las estimaciones se ponderan utilizando pesos poblacionales.

El uso transaccional de las *stablecoins* podría tener implicaciones más amplias para la estabilidad financiera si su adopción continúa creciendo. Las *stablecoins* representan una pequeña proporción de los activos financieros de los consumidores, quienes las mantienen mayoritariamente junto con otros criptoactivos. Esta afirmación es coherente con su uso principal que es el uso transaccional dentro del ecosistema de criptoactivos (gráfico C). Aunque el uso relativamente reducido de *stablecoins* en la zona del euro limita los riesgos inmediatos para la financiación bancaria, cabe señalar tres vulnerabilidades de cara al futuro si su uso se generalizara en mucha mayor medida: i) exposición a retiradas masivas de *stablecoins* y a episodios de pérdida de la paridad (*de-pegging*), si las *stablecoins* se desviaran significativamente de su valor nominal; ii) posibles efectos de contagio derivados de una liquidación de las reservas de *stablecoins* denominadas en dólares estadounidenses, y iii) un posible canal de sustitución de divisas. Si el uso de *stablecoins* denominadas en dólares por parte de los consumidores de la zona del euro comienza a extenderse más allá de las

operaciones con criptoactivos, sus tenencias de *stablecoins* no denominadas en euros podrían crecer. Dependiendo de la magnitud de la adopción, esto podría afectar a la financiación mediante depósitos, a la transmisión monetaria y al papel de los instrumentos de pago denominados en euros[9]. Dada la importancia de las *stablecoins* en el ecosistema de los criptoactivos, una gran perturbación que afecte a una sola (por ejemplo, un episodio de pérdida de la paridad) podría ser perjudicial[10]. Dado que la mayoría de los tenedores de *stablecoins* también poseen otros criptoactivos, el conjunto de su cartera se vería afectado. Al contrario, una perturbación adversa en los precios de los criptoactivos podría provocar ventas masivas de *stablecoins*, lo que potencialmente produciría una pérdida de la paridad de las *stablecoins* y generaría efectos económicos adicionales. El hecho de tener *stablecoins* y criptoactivos a la vez sugiere que el uso de las primeras actúa como canal bidireccional entre los criptoactivos y la riqueza de los inversores. Las perturbaciones también pueden mermar la confianza de los inversores en las *stablecoins*, contribuyendo aún más a la inestabilidad del mercado de criptoactivos[11]. La volatilidad de las valoraciones de los criptoactivos puede plantear un riesgo para la confianza de los inversores a través de las *stablecoins*.

Los datos de la CES sugieren que, si bien las tenencias actuales conllevan riesgos limitados para la estabilidad financiera de la zona del euro, esto podría cambiar si la adopción de *stablecoins* aumentara significativamente. A medida que el mercado siga evolucionando, es posible que los consumidores de la zona del euro mantengan cada vez más *stablecoins* privadas, no bancarias y no denominadas en euros, especialmente con la entrada en estos mercados de generaciones más jóvenes y con mayor interés en los criptoactivos. Aunque pueden persistir los riesgos de contagio del arbitraje regulatorio transfronterizo, la UE ha implantado un marco regulatorio sólido a través del Reglamento relativo a los mercados de criptoactivos, que reduce muchos de los riesgos analizados. El seguimiento de las exposiciones de los consumidores y de los canales de contagio sigue siendo esencial para reforzar la confianza de los consumidores y limitar los riesgos para su riqueza.

Bibliografía

S. Aerts, A. Born, Z. Gati, U. Kochanska, C. Lambert, E. Reinhold y A. van der Kraaij (2025a), «Just another crypto boom? Mind the blind spots», *Financial Stability Review*, BCE, mayo.

S. Aerts, C. Lambert y E. Reinhold (2025b), «Stablecoins on the rise: still small in the euro area, but spillover risks loom», *Financial Stability Review*, BCE, noviembre.

9 Véase Altavilla *et al.* (2026).

10 Véase Du *et al.* (2025).

11 Véase Vidal-Tomás (2025).

C. Altavilla, M. Boucinha, L. Burlon, R. Adalid, R. Fortes y F. Maruhn (2026), «Stablecoins and monetary policy transmission», *Working Paper Series*, n. º3199, BCE, marzo.

K. Bańkowska, A. M. Borlescu, E. Charalambakis, A. Dias Da Silva, D. Di Laurea, M. Dossche, D. Georgarakos, J. Honkkila, N. Kennedy, G. Kenny, A. Kolndrekaj, J. Meyer, D. Rusinova, F. Teppa y V. M. Törmälehto (2021), «ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation», *Occasional Paper Series*, n.º 287, BCE, diciembre.

C. Bertsch (2023), «Stablecoins: Adoption and Fragility», *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, n.º 423, 16 de mayo.

A. Di Iorio, E. Di Stefano, M. Mascioli y G. Trebeschi (2026), «Are Stablecoins Efficient for Remittances? Evidence from a Mystery Shopping Exercise by Banca d'Italia», *Markets, infrastructures, payment systems*, n.º 86, Banca d'Italia, julio.

C. Du, R. Sonawane y C. Watsky (2025), «In the Shadow of Bank Runs: Lessons from the Silicon Valley Bank Failure and Its Impact on Stablecoins», *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, 17 de diciembre.

Junta Europea de Riesgo Sistémico (2025), «Crypto-assets and decentralised finance – report on stablecoins, crypto-investment products and multifunction groups», octubre.

M. Ferrari Minesso, y M. M. Habib (2022), «Euro-based stablecoins», *The international role of the euro*, BCE, junio.

D. Georgarakos y G. Kenny (2022), «Household spending and fiscal support during the COVID-19 pandemic: Insights from a new consumer survey», *Journal of Monetary Economics*, vol. 129(S), julio, pp. 1-14.

D. Vidal-Tomás (2025), «Centralized exchanges & proof-of-solvency: The guardians of trust», *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, vol. 103, artículo 102183, septiembre.

R. C. Vlaicu (2026), «What's the Impact of Stablecoins on Remittances and Regulatory Risks?», *Inter-American Development Bank (IDB) Blog*, IDB, 26 de marzo.

Artículos

1 La política industrial en la UE: ¿nuevas oportunidades, viejos riesgos?

Sam Langfield, Daphne Momferatou y Ralph Setzer

Conclusiones

La política industrial puede desempeñar un papel en el marco más amplio de las políticas económicas, siempre que las intervenciones estén bien diseñadas, tengan un carácter focalizado y estén acotadas en el tiempo. El impacto macroeconómico de las intervenciones depende del contexto. En el mercado único de la UE, compuesto por múltiples países con instituciones heterogéneas y estructuras financieras basadas predominantemente en la intermediación bancaria, las medidas nacionales no coordinadas comportan el riesgo de fragmentar la competencia del mercado y desencadenar una competición por las subvenciones. Para ser eficaz, la política industrial debe contar con un mandato claro, una gobernanza sólida, incentivos basados en el mercado y mecanismos de evaluación continua. Las intervenciones deben diseñarse con una duración limitada, y el apoyo a las actividades intensivas en capital debe estar supeditado al cumplimiento de hitos, objetivos y criterios de salida predefinidos.

Incluso con salvaguardas institucionales, la política industrial conlleva disyuntivas macroeconómicas. Cuando el objetivo es la productividad, la política industrial puede ser más eficaz si fomenta la innovación y favorece la adopción de tecnologías de frontera, en lugar de proteger de la competencia a las empresas establecidas. Cuando el objetivo es la resiliencia, los responsables de la elaboración de las políticas deben sopesar el valor del aseguramiento que ofrece la reducción de las dependencias frente a los costes derivados de una asignación ineficiente de los recursos. En todos los casos, la intervención en sectores específicos es solo uno de los elementos de un conjunto más amplio de medidas y no puede sustituir a las reformas estructurales que mejoran las condiciones marco del crecimiento potencial.

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

2 Del reconocimiento a la integración: los avances del BCE en los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza, y el papel de su centro sobre el cambio climático

Ivana Baranović, Giuseppe Barillà, Irene Heemskerk y John Hutchinson

Introducción

El cambio climático y la degradación de la naturaleza siguen siendo cada vez más relevantes para los bancos centrales en un contexto de agravamiento de los impactos físicos y de una transición más lenta de lo esperado hacia una economía baja en carbono[1]**.** Los riesgos físicos derivados de fenómenos meteorológicos más frecuentes e intensos, junto con los riesgos originados por la transición hacia una economía baja en carbono, pueden afectar a la inflación, la actividad económica, los mercados financieros y la resiliencia del sistema financiero en su conjunto. Por tanto, en el marco de su mandato, es importante que el Banco Central Europeo (BCE) desarrolle un conocimiento profundo de estos riesgos y los incorpore en su política monetaria, su supervisión bancaria y otras áreas de actividad.

El centro sobre el cambio climático (CCC) del BCE se creó en 2021 con el fin de coordinar los trabajos del BCE sobre cuestiones climáticas y proporcionar una orientación estratégica a este respecto[2]**.** El objetivo era ayudar a la institución a abordar la creciente relevancia de los riesgos relacionados con el clima para el cumplimiento de su mandato. El centro ha evolucionado en paralelo a la agenda climática del BCE y ha servido de apoyo para avanzar «del reconocimiento a la integración»[3]. Esta transición ha contribuido a asegurar que el BCE adopte un enfoque adecuado y capaz de dar respuesta a los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza. En este artículo se analiza cómo ha evolucionado el CCC y qué ha logrado en sus cinco primeros años, se ponen de relieve los principales logros institucionales y se explica cómo el BCE sigue respondiendo con flexibilidad a los cambios en el panorama económico, político y medioambiental.

Conclusiones

Desde su creación hace cinco años, el CCC ha ayudado al BCE a pasar de reconocer los riesgos climáticos a integrar sistemáticamente los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza en todas las áreas pertinentes. Durante este tiempo, el CCC, en estrecha colaboración con otras áreas, ha desarrollado la agenda estratégica sobre el clima y la naturaleza del BCE, ha

1 Para más información, véase la declaración sobre la estrategia de política monetaria del BCE (BCE, 2025a).

2 Véase BCE (2021a).

3 Véase Lagarde (2026).

traducido los objetivos de alto nivel en acciones institucionales concretas y ha reforzado la cooperación en el Eurosistema y a escala internacional. Todo ello ha ayudado al BCE a cumplir sus compromisos relacionados con el clima.

El BCE tendrá que seguir respondiendo a los retos cambiantes relacionados con el clima y la naturaleza. La siguiente fase de los trabajos del BCE relacionados con el clima y la naturaleza combinará la continuidad estratégica con la flexibilidad para responder a los riesgos emergentes. El BCE proseguirá con la integración de los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza en sus actividades de política monetaria, supervisión bancaria, estabilidad financiera y operaciones de mercado. Al mismo tiempo, el trabajo analítico se centrará cada vez más en las cuestiones en las que persiste un mayor grado de incertidumbre y en las que se necesita nueva evidencia para respaldar la formulación de políticas. En particular, las tres áreas prioritarias analizadas anteriormente, a saber: i) la gestión de la transición ecológica, ii) los riesgos físicos y iii) los riesgos relacionados con la naturaleza, contribuyen a orientar la atención del BCE hacia el desarrollo de acciones que sean más relevantes para su mandato.

En su función tanto de centro estratégico y de coordinación como de centro de competencias en materia climática, el CCC continuará colaborando estrechamente con todas las áreas pertinentes del BCE y los bancos centrales del SEBC. En concreto, el CCC seguirá identificando los riesgos emergentes y las prioridades en materia de políticas, aprovechando los conocimientos especializados pertinentes y fomentando la investigación con el fin de comprender mejor los riesgos relacionados con el clima y la naturaleza. La combinación de coherencia y capacidad de respuesta será importante para asegurar que el BCE continúe estando preparado ante la evolución de las implicaciones económicas y financieras del cambio climático y la degradación de la naturaleza, manteniendo al mismo tiempo sus actuaciones firmemente ancladas en su mandato.

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.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y publicación en español corren a cargo del Banco de España. En caso de discrepancia, prevalece la versión original en inglés.

La recepción de información estadística para elaborar este Boletín se cerró el 28 de octubre de 2026.

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

PDF ISSN 2363-3492, QB-01-26-054-ES-N