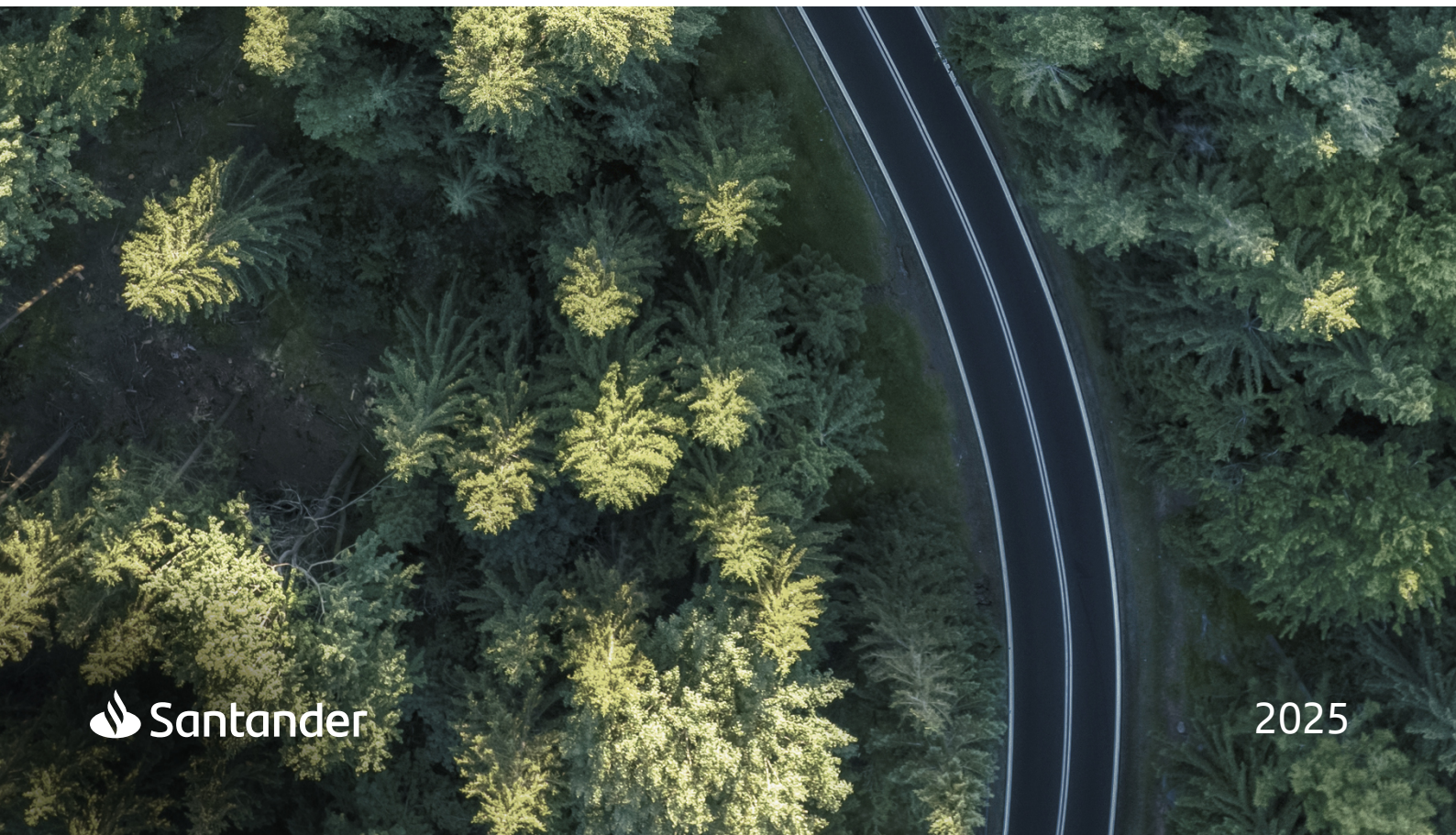




Perspectivas

*Renovar el crecimiento
en una nueva era geoeconómica*



Aviso legal

Esta publicación ha sido elaborada exclusivamente con fines informativos por el Servicio de Estudios que depende de la División de Comunicación, Marketing Corporativo y Estudios de Banco Santander, S.A. y sus filiales. Su contenido no constituye una oferta ni una solicitud de compra o venta de instrumentos financieros, ni constituye asesoramiento ni recomendación financiera, legal, fiscal o de inversión.

Esta publicación no refleja necesariamente la opinión oficial de Banco Santander, S.A. ni de ninguna de las entidades de su Grupo.

Los análisis, interpretaciones y conclusiones contenidos en este documento se basan en información obtenida de fuentes consideradas fiables. No obstante, Banco Santander, S.A. y sus filiales no garantizan la exactitud, integridad ni actualidad de dicha información. La información refleja la situación vigente en el momento de su elaboración y está sujeta a cambios sin previo aviso.

Banco Santander, S.A., sus filiales, empleados y colaboradores no asumen ninguna responsabilidad por pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de esta publicación ni de decisiones tomadas con base en ella. Los usuarios deben realizar sus propias evaluaciones y verificar la aplicabilidad de la información a sus circunstancias particulares.

Esta publicación está destinada exclusivamente a un uso no comercial. Su reproducción o distribución solo está permitida si se cita la fuente con exactitud y con la autorización expresa de Banco Santander, S.A.

En caso de ambigüedad o discrepancia entre las versiones en español e inglés de este texto, prevalecerá la versión en inglés.

La fecha de cierre estadístico de los datos y proyecciones de este informe fue octubre de 2025.

Índice

Repensar el crecimiento en una nueva era geoeconómica

Editorial	4
Resumen ejecutivo	8
Visión global	10
Regiones y países	19
ESTADOS UNIDOS. Adaptación a nuevas políticas: aranceles más altos y desregulación	20
En profundidad. El reto fiscal a medio y largo plazo	23
EUROPA. Eurozona: Hacia una recuperación cíclica	25
En profundidad. En busca de un activo seguro común en el área euro	27
Portugal. Fortaleza hoy, confianza mañana	30
En profundidad. El cisne lusitano: La transformación económica de un patito feo	33
España. Crecimiento sólido, nuevos motores	37
En profundidad. Oferta laboral bajo presión: el impacto de los cambios demográficos	40
Polonia. Impulso económico, pendiente del ajuste fiscal	43
En profundidad. ¿Cómo afectan los fondos de la UE a los préstamos comerciales en Polonia?	45
Reino Unido. Desaceleración económica, inflación y tensiones fiscales	47
En profundidad. ¿Por qué son tan elevados los precios de la electricidad industrial en el Reino Unido?	49
AMÉRICA LATINA. Retos y oportunidades en un entorno global volátil	53
Argentina. De la estabilidad a la prueba del crecimiento	56
En profundidad. Reformas estructurales en Argentina	59
Brasil. Crecimiento superior a lo previsto en un contexto de retos fiscales	62
En profundidad. ¿Un límite superior para la tasa oficial?	64
Chile. Actividad económica estable pese a los vientos externos en contra	66
En profundidad. ¿Por qué ha disminuido el crecimiento tendencial de Chile y qué se puede hacer para revertirla?	68
México. Crecimiento bajo pero resiliente	71
En profundidad. Los retos fiscales de México a medio plazo	73
CHINA. Convergencia, retos y el camino por delante	75
Temas clave	78
La tasa de interés de equilibrio: revisión de sus principales determinantes	79
Regulación y productividad: en busca del equilibrio óptimo	85
Los efectos macroeconómicos de la inteligencia artificial	91
Mercados de la vivienda: tendencias, desafíos y respuestas de política económica	99
La industria automotriz en Europa: Entre la transformación y la presión competitiva	104
El acuerdo UE-Mercosur: una alianza estratégica para el siglo XXI	111
Resumen de previsiones	119

Editorial

“Me interesa el futuro porque planeo pasar el resto de mi vida allí”. La cita se atribuye a Charles F. Kettering (1876-1958), inventor e ingeniero estadounidense. Capta el espíritu de este informe, que hemos llamado *Perspectivas*, la publicación económica anual del Servicio de Estudios.

Aquí compartiremos nuestra perspectiva sobre la economía global, con especial énfasis en las regiones donde Santander tiene una fuerte presencia: Estados Unidos, Europa y nuestros principales mercados en América Latina. También nos centramos en temas de relevancia global, como el impacto de la inteligencia artificial en la economía, la relación entre la productividad y la calidad regulatoria, los factores estructurales que impulsan los tipos de interés a largo plazo, el acuerdo entre la UE y Mercosur, y los desafíos en los mercados inmobiliario y automotriz.

En los últimos años, la economía global se ha caracterizado por una mayor incertidumbre y volatilidad. El mundo está experimentando cambios disruptivos y sin precedentes debido a desafíos a corto plazo y tendencias estructurales a largo. Estos suelen estar interrelacionados y resultan difíciles de distinguir. En el panorama actual, el principal reto para un departamento de estudios es separar las señales del ruido. *Perspectivas* es un intento de identificar estas señales y compartir conclusiones que contribuyan al debate público sobre los temas que configuran el futuro del mundo.

La economía global se encuentra en transición entre dos eras, pasando de la “globalización plena” a lo que se denomina la “era de las autonomías estratégicas”. Si bien no es fácil identificar un momento concreto, entre los principales impulsores de este cambio estructural se encuentran: el creciente papel de China en el panorama geopolítico y económico global; la pandemia de COVID-19 en 2020; la posterior invasión rusa de Ucrania en 2022; las tensiones geopolíticas en Oriente Medio; y las recientes políticas comerciales de Estados Unidos. Todos estos acontecimientos han llevado a los países a reconocer la fragilidad de las cadenas globales de valor, a reconsiderar sus alianzas internacionales y acuerdos estratégicos, y a reevaluar sus políticas comerciales e industriales. La geopolítica o, más concretamente, la geoeconomía (la intersección de los acontecimientos geopolíticos y sus impactos en la economía global) ha cobrado protagonismo en el análisis como nunca antes.

Los desafíos futuros son significativos. Según el Fondo Monetario Internacional¹ (FMI), la fragmentación económica global podría reducir la producción económica mundial en un 7% a largo plazo, lo que supone una pérdida de producción de unos 7,4 billones de dólares. Esto equivale aproximadamente al tamaño combinado de las economías de Francia y Alemania. La cooperación internacional es clave para revertir la geofragmentación. El mundo necesita una “nueva globalización” sobre pilares más sólidos y estables.

La situación actual se superpone con transformaciones estructurales a largo plazo, como los cambios demográficos, climáticos y tecnológicos, que se harán cada vez más evidentes en los próximos cinco a diez años. El economista Rüdiger Dornbusch, reconocido por su influencia en la macroeconomía internacional, solía afirmar: “En economía, las cosas tardan más de lo que se cree, y luego ocurren más rápido de lo que se pensaba”. Algunos datos ayudan a ilustrar cuánto cambiará el mundo en los próximos años. Las Naciones Unidas² pronostican que para mediados de la década de 2030 habrá 265 millones de personas de 80 años o más, superando en número a los niños. El envejecimiento de la población tendrá profundas implicaciones para los sistemas de pensiones, la sostenibilidad fiscal y los mercados laborales. En cuanto a la transición climática y el desarrollo de los países, según la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD),³ el déficit de financiación para alcanzar las inversiones en desarrollo sostenible ronda los 4 billones de dólares anuales. Finalmente, la aparición de la inteligencia artificial (IA) generativa transformará significativamente la economía global. Aunque aún carecemos de datos concretos sobre su impacto, algunos estudios apuntan a importantes aumentos de productividad. McKinsey (2023)⁴ estima que la IA generativa podría aumentar la productividad laboral mundial entre 0,1 y 0,6 puntos porcentuales anuales hasta 2040, dependiendo del ritmo de adopción. Al combinarse con tecnologías complementarias, el incremento podría alcanzar entre 0,2 y 3,3 puntos porcentuales anuales, lo que añadiría entre 2,6 y 4,4 billones de dólares al valor económico anual.

¿Qué surgirá de la intersección de todas estas tendencias demográficas, climáticas, geopolíticas y tecnológicas? Si alguien afirma saber la respuesta, sea escéptico. La respuesta honesta es que no lo sabemos. En lugar de ofrecer respuestas definitivas, este informe busca ayudar a plantear las preguntas correctas, basándose en datos y evidencias fiables.

Según el Banco Mundial,⁵ alrededor de 1.500 millones de personas han salido de la pobreza extrema en todo el mundo desde 1990, lo que equivale a un promedio de más de 100.000 personas al día, gracias a un crecimiento económico fuerte y sólido. Sin embargo, la “triple transición” —demográfica, energética y tecnológica— exigirá

¹ Fondo Monetario Internacional (agosto, 2023), “El alto coste de la fragmentación económica global”, Washington D.C.

² Naciones Unidas (2024), “Perspectivas de la población mundial 2024”, Nueva York.

³ Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (septiembre, 2023), “Monitor de tendencia de inversión en ODS (Número 4)”.

⁴ McKinsey Global Institute (junio, 2023), “The economic potential of generative AI: The next productivity frontier”, McKinsey & Company.

⁵ Banco Mundial (octubre, 2025), “Pobreza: panorama general”, Washington D.C.

que el mundo acelere aún más el crecimiento para generar recursos suficientes para satisfacer las crecientes necesidades. Lamentablemente, la proyección actual de crecimiento global promedio a cinco años se encuentra entre las más bajas en décadas.

El mundo necesita urgentemente repensar el patrón de crecimiento. Acelerar el crecimiento a largo plazo requiere una mayor inversión, y esta solo puede aumentar con mayor financiación. Por ello, es esencial una regulación inteligente que impulse esta financiación, canalizando el ahorro hacia la inversión, la innovación y el empleo. Diversos hallazgos, incluidos en este informe, sugieren que una regulación equilibrada (que contemple el crecimiento) tiene un impacto significativamente positivo en la productividad y, por supuesto, en el crecimiento económico a largo plazo.

El mundo actual está lleno de riesgos e incertidumbre. Pero más allá de eso, también está lleno de transformación y oportunidades. Porque no se trata de eliminar el riesgo (lo cual es imposible), sino de construir economías más resilientes e inclusivas capaces de aprovechar al máximo las oportunidades que se presentan.

Bienvenidos a *Perspectivas*. Esperamos que lo disfruten.

Juan Cerruti

Economista Jefe

Madrid, noviembre 2025

Agradecimientos

Queremos agradecer a Juan Manuel Cendoya (vicepresidente del Consejo de Administración de Santander España y director de Comunicación, Marketing Corporativo y Estudios) y a Bárbara Navarro (directora de Estudios, *Public Policy* y Relaciones Institucionales) su apoyo en la publicación de esta primera edición de *Perspectivas*. También queremos reconocer el trabajo de todos los miembros de los Servicios de Estudios de Banco Santander (Argentina, Brasil, Chile, México, Polonia, Portugal, España y Reino Unido) por la preparación de los contenidos (véase la lista al final de la publicación). Asimismo, agradecemos especialmente al equipo editorial y de coordinación del proyecto su excelente labor: Concepción Sanz, Esther Cases y Sandra Esteve (sede central España); Andrés Sansone y Lorena Palomeque (Chile); y Stuart Gibbons, por su ayuda con las traducciones.

Resumen ejecutivo

Perspectivas de crecimiento mundial

El crecimiento económico mundial esperamos que en 2026 mantenga un ritmo similar al de 2025 (3,1%), aún afectado por las incertidumbres en torno al comercio mundial y por la adaptación a las nuevas políticas. En 2027 podría producirse un modesto repunte (3,2%) que, si bien significaría una leve recuperación, seguirá alejado del crecimiento mundial medio observado desde el año 2000 hasta la pandemia (3,7%).

Desafíos para el crecimiento sostenido

Este ritmo de crecimiento es insuficiente para afrontar los desafíos globales. El envejecimiento de la población y la desaceleración estructural de China pesan sobre el potencial de crecimiento mundial. La incertidumbre geopolítica y la fragmentación están frenando aún más el impulso económico. Además, los desequilibrios fiscales en muchos países podrían plantear riesgos significativos en los próximos años.

Renovar el crecimiento global

Renovar el crecimiento global requerirá un cambio estructural proactivo. En esencia, el mundo debe avivar el crecimiento reemplazando sus motores actuales por unos nuevos. Una posible hoja de ruta que planteamos en este informe implica tres iniciativas simultáneas:

- Una reglobalización del mundo: Fortalecer el multilateralismo sobre bases más sólidas.
- Una revolución de la productividad, impulsada por tecnologías transformadoras como la IA.
- Una regulación inteligente que impulse el crecimiento, diseñada para estimular la financiación y la inversión.

Inflación y mercados laborales resilientes

La inflación mundial está bajando, aunque a diferentes ritmos según las regiones. En los últimos años, el endurecimiento de la política monetaria ha logrado un "aterrizaje suave" globalmente, y los mercados laborales han demostrado ser muy resistentes.

Muchos bancos centrales se encuentran en la etapa final de sus ciclos de relajación monetaria, aunque los tipos de interés terminales siguen siendo significativamente más altos que en la de la última década, lo que sugiere un nuevo nivel de equilibrio. En particular, estos tipos más altos han coexistido con un desempleo históricamente

bajo en muchas economías importantes (EE.UU., la zona euro, el Reino Unido, etc.), así como en diversas economías emergentes (Brasil, México, etc.).

En adelante, esperamos que el desempleo siga siendo bajo en la mayoría de los países en los que opera el Banco Santander. Entre 2026 y 2027 prevemos que la tasa de paro en EE.UU. se mantenga cerca del 4%, en la zona del euro alrededor del 6%, en el Reino Unido por debajo del 5% y en las siete principales economías de América Latina (LatAm7) hacia el 6%. Esta fortaleza del mercado laboral da a los bancos centrales mayor flexibilidad, ya que pueden mantener la vigilancia e incluso endurecer la política si es necesario, sin hacer descarrilar el crecimiento.

Sentimiento del mercado y precio de los activos financieros

Las extraordinarias expectativas de negocio asociadas a la inteligencia artificial (IA) en combinación con el ciclo de relajación de la política monetaria, están impulsando los precios de la renta variable. Al mismo tiempo, los riesgos geopolíticos subyacentes están dando lugar a una dualidad en los mercados financieros, pues mientras que los precios de las acciones en varios mercados están en máximos históricos, el oro y otros activos refugio tradicionales también alcanzan nuevos máximos.

Perspectivas de crecimiento por regiones

Las previsiones de crecimiento por regiones indican una recuperación moderada con cierta divergencia:

- Estados Unidos: Crecimiento del PIB del 1,8% en 2026 y ligera aceleración al 1,9% en 2027.
- Eurozona: El crecimiento alcanza el 1,3% en 2026 y repunta al 1,7 % en 2027. Sin embargo, España desacelerará hacia el 2,0% y el 1,7% en los próximos dos años.
- Reino Unido: modesta expansión del 1% en 2026, mejorando al 1,4% en 2027.
- Brasil: Crecimiento en torno al 1,5% en 2026 (por debajo de su promedio histórico), que sube al 1,8% en 2027.
- México: Crecimiento en el 1,0% en 2026 que repunta al 2,0% en 2027.

Temas clave

Desde una perspectiva estructural y a largo plazo, este informe también aborda varias cuestiones relevantes en la sección titulada "Temas clave":

- ¿Qué nivel alcanzarán los tipos de interés a largo plazo?
- ¿Cómo afectará la IA a la economía global?
- ¿Qué está sucediendo en los mercados inmobiliarios de todo el mundo?
- ¿Qué retos afronta la industria automovilística europea?
- ¿Qué podría significar el acuerdo UE-Mercosur para estas regiones?



Visión **global**

Visión global

Se prevé que el crecimiento económico mundial sea el 3,1% en 2026 y 3,2% en 2027.

Estas tasas de crecimiento son insuficientes para los retos que afrontamos.

La hoja de ruta para acelerar el crecimiento pasa por 're-globalizar', revolucionar la productividad y una regulación inteligente.

El crecimiento económico mundial en 2026 podría ser similar al registrado en 2025 (3,1%). No obstante, desde una perspectiva cíclica podría tener lugar un giro hacia una recuperación moderada en el transcurso de 2026. En cualquier caso, 2027 seguirá mostrando una leve expansión (3,2%), muy por debajo de la media histórica del 3,7% observada desde principios de siglo y hasta la pandemia de Covid-19.

Esta tasa de crecimiento sigue siendo insuficiente para hacer frente a los enormes retos que tenemos por delante. Para ponerlo en perspectiva: perder medio punto porcentual del crecimiento del PIB mundial implica 10 billones de dólares menos en solo 5 años, equivalente al PIB nominal combinado de Alemania y Japón, la tercera y cuarta economías más grandes del mundo.

La incertidumbre geopolítica y la volatilidad siguen siendo grandes limitaciones para el crecimiento. Las tendencias estructurales, como el descenso de la población en edad de trabajar debido al envejecimiento, también ralentizarán el crecimiento mundial a medio plazo. El aumento de la población mundial ha bajado del 2% anual a menos del 1% en solo medio siglo. La desaceleración de China es otro factor importante: a medida que su economía madure, el crecimiento probablemente disminuirá del entorno del 8% anual hace 10 años hacia el 4% en los próximos años. Ninguno de estos "motores de crecimiento" tradicionales estará disponible en el futuro. La pregunta clave es: ¿cómo puede el mundo reemplazar estos motores y reavivar el crecimiento global?

¿Cómo renovamos el crecimiento global?

Como escribió Giuseppe Tomasi di Lampedusa en *El leopardo*: "Si queremos que las cosas sigan como están, todo debe cambiar". Hoy en día, una gran parte de la humanidad disfruta de los niveles de vida más altos de la historia. Sin embargo, lo que nos trajo aquí no necesariamente nos hará avanzar en los próximos 10 a 20 años. Las perspectivas actuales de crecimiento mundial se encuentran entre las más débiles en muchos años. Ninguno de los desafíos mundiales que se avecinan puede resolverse sin acciones concretas y consenso sobre cómo renovar el modelo de crecimiento global. Una posible hoja de ruta sería sustituir los anteriores impulsores por tres nuevos motores de crecimiento para las próximas décadas:

- 1) **Reglobalizar el mundo.** La fragmentación geopolítica corre el riesgo de llevar al mundo a un equilibrio menos eficiente. Revertirlo requiere incentivos que generen dinámicas de ganar-ganar, fortalezcan el multilateralismo y refuercen la gobernanza global. El mundo debe "volver a globalizarse" sobre bases más estables y sólidas.

La resiliencia de las tasas de paro ha sido clave para mantener el crecimiento pese a los tipos de interés más elevados.

- 2) **Una revolución de la productividad.** Las tecnologías transformadoras, lideradas por la inteligencia artificial (IA), podrían ayudar a revertir la desaceleración del crecimiento económico. Esto también requiere reformas estructurales de los mercados laborales y la educación, junto con importantes inversiones en el reciclaje de la mano de obra y una mejor asignación de los recursos. Según el FMI, las ganancias de productividad inducidas por la IA podrían elevar el PIB mundial hasta en un 4 por ciento durante la próxima década¹ (véase Temas clave: ["Los efectos macroeconómicos de la inteligencia artificial"](#)).
- 3) **Regulación inteligente que impulse el crecimiento,** diseñada para desbloquear la financiación y estimular la inversión. La débil acumulación de capital ha llevado a una fuerte caída de la inversión real desde la crisis de 2008. La recuperación después de este año fue modesta, la inversión se contrajo nuevamente durante la pandemia y la inversión real agregada hoy se mantiene alrededor de un 20% por debajo de la tendencia en las economías avanzadas y alrededor de un 30% por debajo en los mercados emergentes.² Es esencial reactivar la inversión. Solo Europa necesita 800 mil millones de euros adicionales al año para recuperar la competitividad.³ Esto exige un marco regulatorio y financiero que fomente el crecimiento y equilibre la estabilidad financiera con incentivos a favor del crecimiento. La evidencia confirma cada vez más el estrecho vínculo entre la regulación de alta calidad y el crecimiento de la productividad (véase Temas clave: ["Regulación y productividad: en busca del equilibrio óptimo"](#)).

Renovar el crecimiento global requiere crear consenso para revertir la fragmentación económica, diseñar regulaciones más inteligentes y acelerar la adopción de tecnología para aumentar la productividad. Además, en varias regiones y países, abordar el desequilibrio presupuestario es clave para hacer frente a los déficits públicos persistentes y estabilizar las ratios de deuda.

Lecciones de las perturbaciones recientes

El mundo ha experimentado dos grandes perturbaciones exógenas en los últimos años: primero, la pandemia de Covid-19 en 2020 y segundo, la invasión rusa de Ucrania en 2022. Juntos, estos eventos tensaron las cadenas de valor globales y desencadenaron las tasas de inflación más altas en cuatro décadas en la mayoría de las regiones. La acción conjunta de los bancos centrales (en 2022, un récord ya que ocho de cada diez subió los tipos de interés simultáneamente) ayudó a que, en dos años, la inflación volviera a acercarse a los niveles anteriores a la crisis. Esto se logró a través de un "aterrizaje suave", con solo un moderado impacto negativo en la actividad económica. Una característica clave de esto fue la resiliencia de los mercados laborales en todo el mundo. Las tasas de desempleo demostraron ser muy resistentes a aumentar, incluso durante la desaceleración económica, lo que fue

¹ Fondo Monetario Internacional, Perspectivas de la Economía Mundial (octubre, 2025), "La economía mundial está cambiando, con sombrías perspectivas de crecimiento", Washington DC.

² Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (2025), "OECD Economic Outlook, Volume 2025 Issue1: Tackling uncertainty, reviving growth", Paris, 2025.

³ Draghi, M. (2024). 'The future of European competitiveness: Report for the European Commission'. Bruselas. Comisión Europea.

Los nuevos tipos de interés de equilibrio parecen compatibles con las bajas tasas de paro actuales.

Pese a que los tipos de interés están bajando, el crecimiento tendrá frenos por la geopolítica y los desequilibrios fiscales.

Los mercados globales reflejan un escenario dicotómico: bolsas y activos refugio, como el oro, se encuentran simultáneamente en niveles récord.

crucial para sostener el crecimiento pese a que los tipos de interés han sido más altos en los últimos años.

Hoy en día, la mayoría de los bancos centrales han completado o están cerca de completar sus ciclos de reducción de tipos de interés. Sin embargo, los tipos terminales siguen siendo significativamente más altos que en la década anterior. Estos nuevos niveles de equilibrio parecen compatibles con las bajas tasas de desempleo actuales (véase el tema clave: ["La tasa de interés de 'equilibrio': una revisión de los principales factores"](#)). En muchos casos, las tasas de desempleo están en mínimos históricos o cerca de ellos, como se observa en la eurozona, Estados Unidos, Reino Unido, Polonia, Brasil y México, entre los países donde opera Santander. Esta resiliencia también proporciona a los bancos centrales un mayor margen de maniobra en caso de que necesiten endurecer la política monetaria de nuevo para mantener la inflación bajo control en el futuro.

Tipos de interés en descenso y mercados en máximos históricos

Con los tipos de interés en descenso y acercándose a su suelo en muchos países y regiones, el ciclo económico global debería acelerar el crecimiento en el futuro. Sin embargo, como hemos anticipado, los pronósticos apuntan a una leve aceleración en los próximos dos o tres años y a un ritmo diferente según la región. Factores comunes, como la incertidumbre en torno a la situación geopolítica mundial y el empeoramiento de los desequilibrios fiscales, están actuando como vientos en contra del crecimiento. Estos se suman a las tendencias estructurales ya señaladas, incluido el envejecimiento de la población a nivel mundial y la desaceleración económica de China.

Por otro lado, ciertos factores podrían impulsar el crecimiento por encima de las proyecciones actuales. Por ejemplo, una desescalada más rápida de lo esperado de los conflictos armados en curso, junto con el fortalecimiento de la coordinación mundial y el multilateralismo, proporcionaría un impulso alcista. Del mismo modo, una adopción más rápida y generalizada de la IA de lo previsto actualmente impulsaría la productividad y el crecimiento económico. Según el FMI, una disminución significativa de la incertidumbre de la política económica mundial, derivada de acuerdos comerciales bilaterales y multilaterales más claros y estables, podría aumentar la producción mundial en alrededor de un 0,4%. La reducción de los aranceles dentro de estos acuerdos agregaría aproximadamente otro 0,3% al crecimiento. Además, las ganancias de productividad de la inteligencia artificial podrían aumentar aún más la producción mundial en aproximadamente un 0,4% a corto plazo.

Los mercados globales son quizás el reflejo más claro del escenario económico dicotómico actual, en el que las bolsas de valores en máximos históricos (generalmente asociadas a períodos de expansión económica) conviven con activos refugio tradicionales (como el oro) también en niveles récord. Esta inusual dinámica de activos pone de relieve la complejidad del entorno actual. Históricamente, la renta variable y el oro han prosperado en condiciones opuestas, pero desde finales de 2023

En EE.UU, la tasa arancelaria efectiva ha subido del 2% al 17%, el nivel más alto en casi 90 años.

Esperamos que el crecimiento económico se reactive en la eurozona.

ambos han alcanzado máximos históricos de forma simultánea. Este fenómeno refleja la doble naturaleza del ciclo actual: por un lado, el optimismo sobre el crecimiento y la productividad (impulsado principalmente por el entusiasmo en torno a la IA y las expectativas de relajación de la política monetaria), y por otro, una mayor demanda de activos refugio ante los riesgos geopolíticos. Mientras tanto, la aparición de innovaciones tecnológicas en las finanzas, como las *stablecoins*, que se han expandido rápidamente en un corto período, merece un análisis y comprensión más profundos.

Perspectiva regional y por país

Estados Unidos ha estado en el centro de la atención mundial en los últimos meses. En 2025, la administración estadounidense siguió una política comercial destinada a remodelar el mapa del comercio mundial y reducir su déficit comercial de bienes. La tasa arancelaria efectiva pasó del 2% a cerca del 17%, su nivel más alto en casi 90 años. Sin embargo, hasta ahora la guerra arancelaria parece haber tenido un impacto moderado en la economía mundial, gracias a la rápida respuesta del sector privado, que adelantó importaciones, y a la ausencia de medidas de represalia significativas por parte de la mayoría de los países. La agenda económica de la actual administración estadounidense también incluye medidas de desregulación, una extensión de los recortes de impuestos y políticas de inmigración más estrictas.

Esperamos que el crecimiento económico de EE. UU. toque fondo entre la segunda mitad de 2025 y principios de 2026, antes de acelerarse gradualmente en los años siguientes. Sin embargo, el crecimiento se mantendrá por debajo del promedio de las últimas décadas (ligeramente por encima del 2%). Al mismo tiempo, esperamos que la inflación converja gradualmente hacia el objetivo de la Reserva Federal, acercándose a ese nivel para 2027 o 2028, mientras que la tasa de desempleo se mantendrá baja, en el rango del 4,2% al 4,5%. La sostenibilidad fiscal a medio y largo plazo sigue siendo un desafío para la economía estadounidense. Mientras tanto, el dólar estadounidense podría seguir debilitándose gradualmente frente a otras monedas, como el euro.

La **eurozona**, que en los últimos años ha visto a los países del sur reemplazar a los del norte como los principales motores de crecimiento, avanzará hacia una contribución más equilibrada. El crecimiento se acelerará desde aproximadamente el 1,2% en 2025 al 1,7% en 2027, respaldado por el estímulo fiscal en países como Alemania y por la expansión sostenida de economías como España y Portugal. Los proyectos conjuntos de infraestructura relacionados con el gasto en seguridad nacional también se espera que tengan efectos positivos en el crecimiento. Además, existe un consenso creciente sobre la necesidad de impulsar la competitividad simplificando la burocracia a través de un enfoque de «regulación inteligente», que también se centre en reforzar el mercado único como motor del crecimiento y las economías de escala. Al mismo tiempo, será necesario seguir de cerca la situación fiscal de algunos países.

En Reino Unido, el crecimiento económico estará cerca del 1% en 2026.

El desempleo se mantendrá cerca de mínimos históricos (alrededor del 6%) en la zona del euro, limitado por el envejecimiento de la población que solo se compensa en parte con una mayor inmigración. La inflación ya está en el objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE).

En el **Reino Unido**, el crecimiento se mantendrá cercano al 1% en 2026, y el desempleo aumentará solo ligeramente. La inflación, por su parte, se moverá gradualmente hacia el objetivo del 2%. De cara al futuro, el Reino Unido se enfrenta al reto de estimular el crecimiento con una oferta laboral limitada, sin aumentar significativamente los costes laborales ni la inflación, al tiempo que continúa restableciendo la disciplina fiscal.

Al otro lado del mundo, la economía de **China** continúa por un camino de desaceleración gradual. Prevemos un crecimiento del 4,6% en 2026 y del 4,3% en 2027. Su trayectoria dependerá en gran medida de su capacidad para abordar vulnerabilidades estructurales clave, incluido el envejecimiento de la población, la sostenibilidad ambiental y la estabilidad financiera.

En América Latina el crecimiento sigue estando lastrado por el endurecimiento monetario pasado. Esperamos una recuperación más clara desde mediados de 2026.

En **América Latina**, el crecimiento regional aún está digiriendo los efectos retardados de los ciclos de endurecimiento monetario que los bancos centrales han implementado en los últimos años. A partir de mediados de 2026, la recuperación del crecimiento del PIB entre las economías más grandes de América Latina se hará más evidente, impulsada por el impacto de los recortes de los tipos de interés. Al mismo tiempo, aunque la necesidad de ajuste fiscal en **Brasil y México** podría limitar la expansión económica, el progreso en este frente fortalecerá la confianza, atraerá entradas de capital e impulsará la inversión. Sin embargo, persisten desafíos regionales: reducir la alta desigualdad y la pobreza; mejorar el acceso a la infraestructura básica; y fortalecer el perfil exportador de muchas economías, entre otras. El progreso en el acuerdo Unión Europea-Mercosur es, sin duda, un paso importante en la dirección correcta (véase el Temas clave: ["El acuerdo UE-Mercosur: Una alianza estratégica para el siglo XXI"](#)).

Esto no debe eclipsar el hecho de que América Latina, históricamente vulnerable a episodios de estrés económico y financiero cada vez que Estados Unidos y otras economías importantes aumentan sus tipos de interés, ha superado con éxito este desafío recientemente. Esta resiliencia refleja la gestión profesional de los bancos centrales de los diferentes países, así como las reformas estructurales emprendidas en las últimas décadas, por ejemplo, el aumento de la profundidad y la liquidez de los mercados de capitales, que ha reducido significativamente riesgos como los descalces de divisas.

Hasta ahora, **México** ha resistido relativamente bien los cambios arancelarios impuestos por Estados Unidos. Sin embargo, se avecinan desafíos con la renegociación del Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC) en 2026 y la necesidad de consolidación fiscal. A su vez, **Brasil** se enfrenta a un año decisivo de elecciones presidenciales en 2026 que dará forma a su panorama económico. Se

Los mercados de materias primas afrontan condiciones mixtas

El oro refuerza su papel como activo refugio.

Los precios de los metales básicos podrían aumentar en torno al 2% en 2026

espera que su banco central comience a recortar las tasas en la primera mitad de 2026, mientras que la consolidación fiscal sigue siendo una prioridad clave para los inversores.

Chile, por su parte, celebra elecciones presidenciales este año. Se espera que el crecimiento económico se desacelere en 2026 a poco menos del 2%, antes de recuperarse al 2,3% en 2027. A medio plazo, mantener un crecimiento más fuerte requerirá reformas estructurales para impulsar la productividad y la inversión.

Materias primas

Los mercados mundiales de materias primas están entrando en 2026 en condiciones mixtas. En general, se prevé que el índice compuesto S&P GSCI caiga el 3,3% el próximo año. Un crecimiento económico más lento moderará la demanda, pero persisten ciertos vientos de cola. El principal de ellos es el debilitamiento sostenido del dólar estadounidense, que mejora el poder adquisitivo de los compradores extranjeros. Como la mayoría de los productos básicos se cotizan en dólares estadounidenses, su depreciación generalmente reduce los costes para los importadores y estimula el consumo.

Aun así, el precio de las diferentes materias primas es poco probable que se mueva de manera uniforme. Los fundamentos varían sustancialmente entre categorías, lo que significa que la evolución de sus precios podría ser divergente. Si bien se espera que el índice general S&P GSCI muestre un ligero descenso, los metales preciosos, metales básicos, energía y agricultura probablemente evolucionarán de manera distinta.

Destacan los **metales preciosos**, cuyos precios se espera que suban más del 4% en 2026. El oro sigue siendo el ancla clave dentro del universo de las materias primas. Los bancos centrales, particularmente en los mercados emergentes, se muestran deseosos de diversificar sus reservas fuera del dólar, sosteniendo una sólida demanda institucional. Adicionalmente, la incertidumbre macroeconómica y geopolítica está reforzando el papel tradicional del oro como refugio seguro. Estas dinámicas sustentan una perspectiva constructiva para el precio del oro.

Los **metales básicos** tienen un panorama más matizado. Si bien se prevé que aumenten los precios alrededor del 2% en 2026, la débil actividad manufacturera en todo el mundo pesa sobre la demanda a corto plazo y el mercado inmobiliario de China sigue bajo presión, lo que mantiene bajo control el impulso de los precios.

Por otro lado, los factores estructurales que impulsan los precios a largo plazo permanecen intactos. El cobre, el níquel y el litio son indispensables para la transición energética, sirviendo como insumos básicos en la producción de vehículos eléctricos, baterías y redes de transmisión de energía. Otra fuente de demanda estructural proviene de la economía digital. La inteligencia artificial, con su creciente apetito por la electricidad y la infraestructura avanzada, agrega una nueva capa de soporte a los metales básicos. Los centros de datos, la fabricación de semiconductores y las redes de comunicación de próxima generación requieren muchos recursos.

Los precios de la energía soportan presiones a la baja.

También podrían bajar los precios de los productos agrícolas.

A medio plazo, es probable que venga un estímulo adicional de Europa, pues se espera que el Plan *ReArm Europe* y la agenda de modernización de infraestructuras de Alemania impulsen la demanda de materiales críticos. Esta necesidad estructural a largo plazo posiciona a los metales básicos como una de las clases de productos básicos más importantes estratégicamente.

Por el lado de la oferta, surgen divergencias notables entre los metales. El litio y el níquel disfrutan de perspectivas de producción relativamente favorables, y en particular, la producción de litio puede ampliarse con relativa rapidez. Por el contrario, la producción de cobre sigue siendo limitada, y no se espera que entren en funcionamiento nuevos proyectos significativos en el corto plazo que puedan expandir materialmente la producción. Como resultado, se proyecta que el mercado se mantenga en déficit a medio plazo, lo que agregará presión sobre los precios del cobre, que se espera que aumenten en torno al 3% en 2026.

Según las expectativas del mercado, **los precios de la energía** disminuirán más del 6% el próximo año, y en el caso del crudo Brent la caída podría ser aún mayor. Los mercados petroleros están entrando en un período de superávit sostenido, ejerciendo una mayor presión a la baja sobre los precios.

Además, el crecimiento de la demanda mundial de crudo está experimentando una desaceleración estructural, lo que refleja los avances tecnológicos que mejoran la eficiencia energética, así como la adopción acelerada de vehículos eléctricos.

Y por el lado de la oferta, la OPEP+ está revirtiendo gradualmente los recortes voluntarios de producción realizados a fines de 2023, aumentando la oferta de petróleo. Si bien los precios más bajos pueden desalentar una mayor actividad de perforación en EE. UU. y limitar el crecimiento futuro de la producción, las condiciones generales de suministro siguen siendo cómodas. Dicho esto, persisten riesgos. La escalada de las tensiones en Oriente Medio o las nuevas sanciones a ciertos países exportadores podrían perjudicar al suministro y hacer subir los precios.

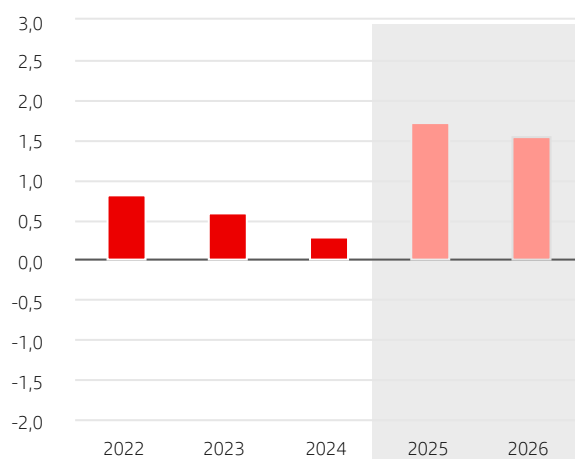
El **gas natural** cuenta una historia diferente. En los EE. UU., la demanda interna y el uso industrial resistente deberían mantener cierta fortaleza de precios. En Europa, por su parte, la diversificación de las fuentes de suministro ha creado un entorno más estable a pesar de los riesgos geopolíticos actuales, especialmente en lo que respecta a los flujos de gas ruso.

Los **productos agrícolas** presentan una perspectiva moderada. Se prevé que disminuyan alrededor del 2% en 2026. Las ganancias en la productividad y las mejoras constantes en los rendimientos podrían frenar las presiones sobre los precios de los granos. De hecho, la producción mundial de cereales se espera que aumente en 2025/26 gracias a las abundantes cosechas en varias regiones productoras clave. Este superávit probablemente hará bajar los precios, pero al mismo tiempo podría acelerar el consumo, particularmente en piensos y aplicaciones industriales.

La soja sigue un patrón similar. Con cosechas récord previstas en América del Sur, la producción mundial está en camino de alcanzar nuevos máximos, lo que provocará una presión a la baja sobre los precios, que se prevé que retrocedan casi un 4%.

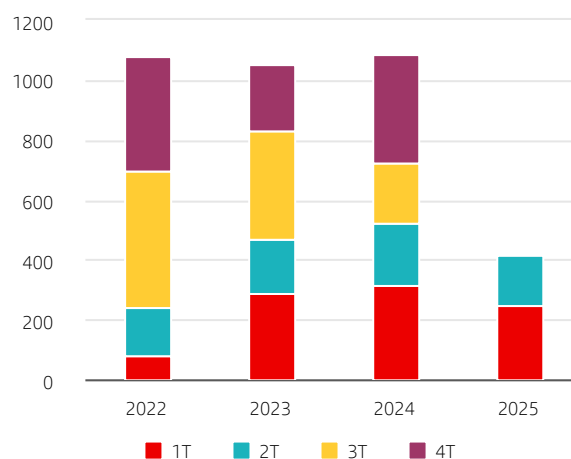
Sin embargo, esta perspectiva relativamente benigna oculta importantes riesgos al alza. El cambio climático está amplificando la frecuencia de los fenómenos meteorológicos extremos (sequías, inundaciones y olas de calor) que pueden interrumpir rápidamente la oferta y revertir las tendencias a la baja de los precios.

Superávit (+) / déficit (-) (millones de barriles por día)



Fuente: Administración de Información Energética de EE. UU. (EIA).

Demanda trimestral de oro por parte de los bancos centrales (toneladas)



Fuente: Consejo Mundial del Oro.

Previsiones de precios de las materias primas

Componentes del índice S&P GSCI	2025	2026	2027
Agricultura	350	343	336
Energía	214	201	205
Metales básicos	497	509	519
Metales preciosos	5.198	5.425	5.612
Total materias primas	545	527	534

Fin de período

Fuentes: Refinitiv, índice S&P GSCI y Servicio de Estudios Banco Santander.

Materias primas seleccionadas	2025	2026	2027
Soja (USD/bushel)	9,7	9,3	9,1
Petróleo Brent (USD/barril)	61	55	57
Cobre (USD/tonelada)	10.780	11.117	11.445



Regiones **y países**

 Estados Unidos

Adaptándose a nuevas políticas: aranceles más altos y desregulación

En Estados Unidos, los aranceles más altos y las políticas de inmigración más restrictivas pesaron sobre la actividad en 2025, aunque menos de lo esperado. En 2026, el crecimiento debería beneficiarse del estímulo fiscal y monetario, la desregulación y una menor incertidumbre sobre la política comercial. La Fed relajará gradualmente la política monetaria en medio de un mercado laboral más débil.

La economía estadounidense se desaceleró en 2025 ante el aumento significativo de los aranceles, la menor inmigración y la política monetaria restrictiva. La actividad económica se expandió en torno al 1,5% anualizado en la primera mitad de 2025, mientras que la demanda final privada interna (que excluye el gasto público, las exportaciones netas y la variación de inventarios privados) lo hizo al 2,4% anualizado. Las favorables condiciones financieras, las exenciones arancelarias para productos clave de la cadena de suministro y la fuerte inversión relacionada con la inteligencia artificial (IA) ayudaron a evitar una desaceleración más pronunciada.

Aunque se va aclarando la magnitud del aumento arancelario, su impacto sigue siendo incierto. Los datos de empleo sugieren que la demanda interna se expandirá a tasas modestas durante el resto de 2025. Una demanda laboral y un sentimiento económico más débiles junto con el aumento de los precios derivado de los aranceles, pesarán sobre el consumo privado. La inversión privada podría verse frenada por la compresión de los márgenes y la normalización de los flujos comerciales. En 2026 esperamos que la actividad se recupere gradualmente, impulsada por los recortes de impuestos y la ampliación de deducciones incluidas en la "One Big Beautiful Bill", la relajación monetaria, la desregulación y la menor de la incertidumbre sobre la política comercial.

Las condiciones del mercado laboral han empeorado y también la percepción de los trabajadores sobre la disponibilidad de empleo. El aumento del empleo ha sido particularmente débil en los últimos meses. La reducción de la inmigración ha limitado la oferta de trabajo y puede explicar parte de esta debilidad, aunque también otros factores parecen haber influido, como el aumento de la incertidumbre política, las dudas sobre la demanda, o la contracción del empleo en el sector público. Es poco probable que estos factores se reviertan a corto plazo,

Estados Unidos

por lo que esperamos que la tasa de paro aumente en torno al 4,5% en el primer semestre de 2026, antes de disminuir gradualmente a partir de entonces.

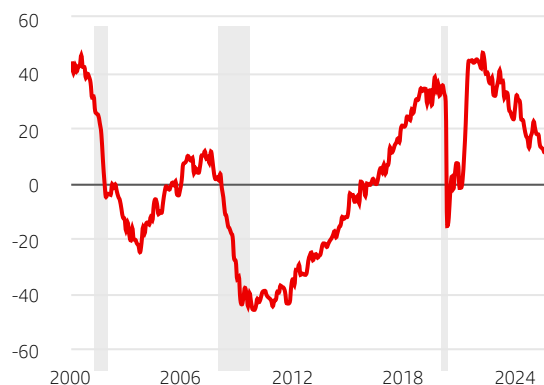
Se espera que la inflación se mantenga elevada en los próximos meses. El avance hacia el objetivo del 2% se ha estancado, reflejando el impacto de los aranceles. Si bien la inflación subyacente de los servicios se ha moderado, el aumento de los precios de los bienes mantiene la inflación general en niveles altos. Prevemos que la inflación ronde el 3% tanto en 2025 como en 2026 por el impacto de los aranceles, pero esperamos que este impacto sea temporal. Las expectativas de inflación a medio y largo plazo siguen bien ancladas, sin evidencia de presiones en las cadenas de suministro globales, mientras que el enfriamiento del mercado laboral limita el riesgo de efectos salariales de segunda ronda. Por lo tanto, prevemos que la inflación reanude su convergencia hacia el objetivo del 2% en el segundo semestre de 2026.

La Reserva Federal avanza gradualmente hacia su tipo de interés neutral. La preocupación por los riesgos a la baja del mercado laboral ha llevado a adoptar un enfoque más acomodaticio de la política monetaria que, no obstante, sigue siendo restrictiva. Por ello, esperamos que el rango objetivo de los tipos de interés oficiales descienda hacia 3,00-3,25%. Dado que las estimaciones de la tasa neutral han aumentado, en ausencia de señales de recesión o un retorno acelerado de la inflación al objetivo, es poco probable que la Fed reduzca los tipos de interés mucho más.

Aun así, persiste una gran incertidumbre en torno a las perspectivas. El impacto de los aranceles en el desempleo y los precios aún no está claro. La incertidumbre política podría persistir más de lo esperado si se reanudan las amenazas arancelarias o se producen desafíos legales. La preocupación por la deuda pública, junto con las dudas sobre la sostenibilidad de los ingresos arancelarios como fuente de financiación a largo plazo, pueden ejercer una presión al alza sobre las rentabilidades de largo plazo. En un plano más positivo, los avances en inteligencia artificial y las políticas favorables a las empresas destinadas a reducir las cargas regulatorias y estimular la inversión podrían elevar la productividad y el crecimiento potencial más allá de las expectativas actuales.

Estados Unidos

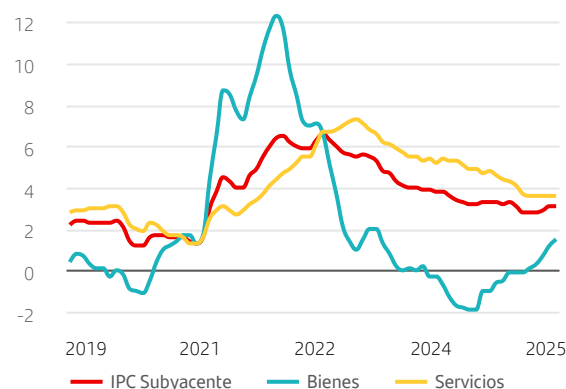
EE.UU.: La confianza de los consumidores en torno al mercado laboral se ha deteriorado aún más



Saldo neto de consumidores que reportan trabajos abundantes menos aquellos que reportan trabajos difíciles de encontrar. En sombreado, las recesiones según el NBER. Fuentes: Conference Board y Refinitiv.

EE.UU.: El aumento de los precios de los bienes ha mantenido la inflación subyacente persistentemente alta

(% variación anual)



Fuente: Refinitiv.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,8	1,9
Tasa de desempleo	4,3	4,4	4,2
Inflación (IPC)	2,8	2,8	2,3

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Estados Unidos: En profundidad**El reto fiscal a medio y largo plazo**

La situación fiscal de Estados Unidos afronta retos derivados del aumento de los costes sanitarios, de la seguridad social y del servicio de la deuda, que se prevé que sigan creciendo. Esto podría intensificar la presión sobre los niveles de deuda a medio y largo plazo. No obstante, un crecimiento económico más fuerte de lo esperado —impulsado, por ejemplo, por la IA u otros factores— ayudaría a mejorar estas perspectivas fiscales.

Déficits, intereses y carga de la deuda

El déficit federal se ha situado en los últimos años en torno al 6%–7% del PIB, con un déficit primario (que excluye el pago de intereses) mayor del que correspondería a la posición cíclica. Los pagos por intereses de la deuda se han duplicado desde 2022 y, ya alcanzan el billón de dólares lo que equivale al 3,2 % del PIB, supera algunas de las mayores partidas del gasto federal, como la de defensa nacional. La deuda federal en manos del público como porcentaje del PIB —que ya mostraba una trayectoria ascendente— repuntó al inicio de la pandemia y se sitúa ahora cerca del 100% del PIB.

Perspectivas y supuestos de política

Las proyecciones indican que, con las políticas de ingresos y gastos vigentes, la ratio de deuda pública sobre PIB seguirá aumentando en el medio y largo plazo. Se espera que el gasto sanitario y en seguridad social se eleven con el envejecimiento de la población. Los costes del servicio de la deuda absorberán una porción creciente del presupuesto, debido a la expansión del *stock* de deuda y al aumento de los tipos de interés respecto a los niveles previos a la pandemia. El incremento del gasto comprometido (incluyendo sanidad y pensiones) junto con el crecimiento del gasto por intereses, se proyecta que supere la evolución de los ingresos públicos durante los próximos diez años.

Revertir el desequilibrio estructural entre ingresos y gastos requiere medidas adicionales. El aumento de los ingresos por aranceles parece tener cierto potencial para compensar los retos fiscales adicionales que, de otro modo, habrían derivado de la denominada *One Big Beautiful Bill* (OB BB).¹ Sin embargo, el efecto agregado de ambas medidas no mejora la trayectoria fiscal proyectada previamente.² Por

¹ De acuerdo a las últimas estimaciones de la Oficina del Presupuesto del Congreso (CBO en sus siglas en inglés), si los aranceles se mantienen en los niveles actuales, el déficit total se reduciría en 4 billones de dólares en el período 2025–2035. Esta cifra es muy similar al aumento estimado del déficit, de 4.1 billones de dólares, proyectado para el período 2025–2034 como consecuencia de la OB BB. Estas estimaciones no incorporan el efecto que ambas medidas podrían tener sobre la actividad económica. Fuente: Congressional Budget Office (agosto 2025), 'An Update About CBO's Projections of the Budgetary Effects of Tariffs', entrada en el blog de la CBO.

² Si acaso, estas medidas introducen un grado adicional de incertidumbre. Las proyecciones del impacto de largo plazo de unos aranceles más elevados son especialmente inciertas, dada la posibilidad de modificaciones y exenciones arancelarias, así como la escasa evidencia empírica disponible acerca de cómo podrían reaccionar las empresas y los hogares ante incrementos de esta magnitud, tanto a corto como a largo plazo.

Estados Unidos: En profundidad

tanto, se espera que el déficit presupuestario se mantenga en los próximos años en torno al 6% del PIB. Estas proyecciones dependen de varios factores.

Se asume que las políticas actualmente aprobadas permanecerán vigentes a lo largo del horizonte de previsión. Si aumentara el gasto o si reducciones de ingresos inicialmente aprobadas como temporales se volvieran permanentes sin medidas compensatorias, el déficit podría ampliarse. Este patrón ha sido frecuente en las últimas dos décadas y explica gran parte del aumento del déficit estructural. Según la *Congressional Budget Office* (CBO), si algunas de las disposiciones fiscales temporales de la OBBB se convirtieran en permanentes, el desajuste presupuestario podría ampliarse en casi un billón de dólares durante la próxima década. Las proyecciones de crecimiento económico y de tipos de interés son también variables clave para evaluar la sostenibilidad de la deuda.

Tipos de interés, crecimiento y dinámica de la deuda

Tipos de interés reales más altos dificultan generalmente la convergencia de la deuda, ya que elevan los pagos por intereses y reducen el margen fiscal para el ajuste. También tienden a empeorar el déficit primario por su efecto contractivo sobre la actividad. Se estima que un aumento de un punto porcentual en los tipos por encima de las proyecciones actuales podría implicar un incremento adicional de alrededor de 10 puntos porcentuales en la ratio deuda/PIB en un horizonte de 10 años.

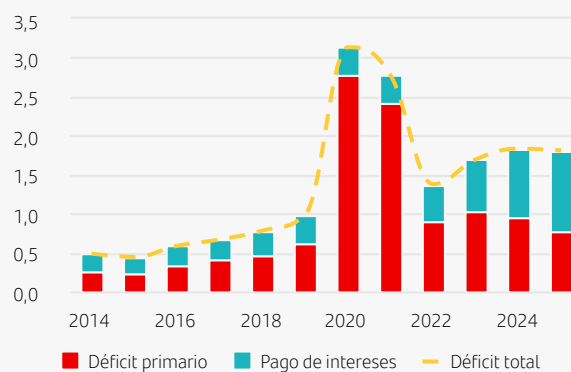
Por el contrario, un crecimiento económico más fuerte de lo esperado mejoraría las perspectivas fiscales al aumentar los ingresos fiscales y elevar el denominador en las ratios utilizadas para evaluar la sostenibilidad fiscal. Un crecimiento real sostenido y superior facilitaría el control de la dinámica de la deuda. Pero ¿será suficiente un impulso de productividad derivado de la revolución de la IA? Para revertir la tendencia actual de la deuda, el aumento del crecimiento tendría que ser muy sustancial.

EE.UU: Ratio de deuda pública sobre PIB (%)



Fuente: CBO.

EE.UU: Déficits primarios y pago de intereses (Billones de dólares)



Fuente: CBO.



Hacia una recuperación cíclica

La eurozona acelerará su crecimiento en 2026 apoyada por la política monetaria y la política fiscal. A medio plazo, los retos de recuperar competitividad y aumentar el crecimiento potencial mantendrán el foco en las reformas estructurales, la simplificación normativa y la mayor integración dentro de la UE.

En 2025, el área euro se ha defendido bien frente a los choques derivados de la subida de aranceles por EE.UU. y la incertidumbre en el comercio mundial. El PIB creció en el primer semestre el 1,4% anualizado. Pero la composición fue frágil, pues el crecimiento del primer trimestre se vio impulsado por las exportaciones, anticipándose a la subida de aranceles, y en el segundo por la acumulación de inventarios. La formación bruta de capital fijo ha tenido un comportamiento errático y el consumo de las familias no termina de despegar. El acuerdo comercial entre UE y EE.UU. es positivo porque reduce la incertidumbre, pero presiona sobre la competitividad de las empresas del área euro frente a sus homólogas estadounidenses, en un momento en que el euro se ha fortalecido.

En 2026 esperamos una recuperación cíclica, sustentada por la relajación de la política monetaria, por una política fiscal expansiva y por la favorable situación financiera de familias y empresas dado su bajo apalancamiento y elevado ahorro. En suma, esperamos que el PIB del área euro crezca el 1,2% en 2025 y el 1,3% en 2026, con un perfil trimestral ascendente que nos podría llevar al 1,7% en 2027.

De fondo, la eurozona afronta el reto de cambiar su modelo de crecimiento, orientándolo desde la demanda externa hacia la demanda interna, donde la inversión tenga un papel protagonista y se realice mayor gasto en seguridad nacional. El informe Draghi marca un camino para que la UE pueda competir con las grandes potencias, haciéndola más productiva, a la vez que avanza en la transformación energética y digital. Sus propuestas de potenciar el mercado interior, simplificar la regulación y fortalecer los mercados de capitales esperamos que estén entre las prioridades en las políticas públicas de los próximos años.

El mercado de trabajo ha sido resiliente frente al modesto crecimiento de la economía. La tasa de paro se ha mantenido en torno a mínimos históricos (6,2%), en buena parte por la escasez de mano de obra asociada al envejecimiento de la población. No obstante, el empleo ha mostrado un patrón desigual por países, ya que, si bien ha aumentado en el conjunto del área euro, es gracias a los incrementos registrados en España, Portugal e Italia, que han superado a las caídas registradas en Alemania y Francia. Para 2026, la recuperación de la actividad económica reforzará la tendencia descendente del desempleo, que se dirigirá hacia el 6%.

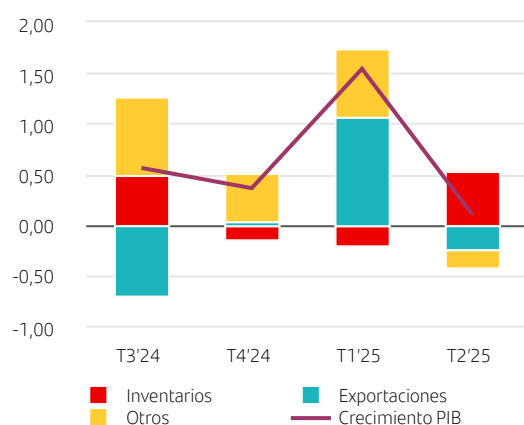
Eurozona

En 2025 la inflación ha vuelto al objetivo del BCE del 2%, lo que le ha permitido bajar sus tipos de interés. Para 2026 esperamos que la inflación se mantenga alineada con dicho objetivo. Podría caer puntualmente por debajo del 2% por el efecto de la apreciación del euro, pero esperamos que dicho efecto quede compensado por la mejora cíclica en la economía.

El BCE ha bajado sus tipos de interés hasta el 2%, un nivel que se considera neutral o ligeramente acomodaticio para la economía real. Dado el desfase con que actúa la política monetaria, esperamos que los recortes de tipos de interés de estos últimos años tengan efecto expansivo en 2026. Para 2026 esperamos que el BCE mantenga estables sus tipos de interés.

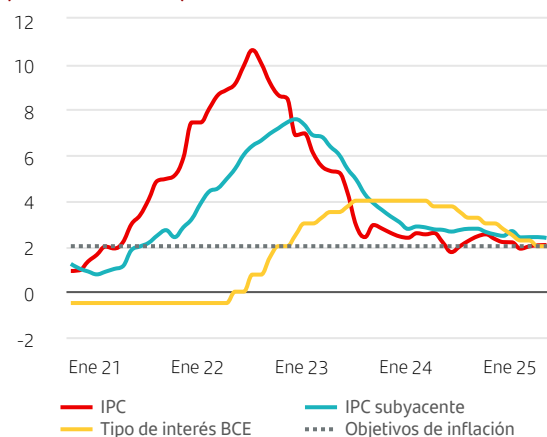
La política fiscal adoptará un sesgo expansivo en 2026 resultado de decisiones estratégicas tomadas en el año anterior, por las cuales la UE ha dado prioridad al aumento del gasto en defensa, y Alemania ha lanzado un ambicioso plan para renovar sus infraestructuras. También contamos con un impulso de los proyectos financiados con los fondos NGEU, dado que se acerca el final del plazo para recibir las subvenciones. Con todo, el déficit público del conjunto del área euro creemos que aumentará de forma moderada, desde el 2,9% del PIB previsto para 2025 hacia algo más del 3% en 2026. No todos los países tienen el mismo espacio fiscal. Aquellos con deuda pública elevada creemos que optarán por reasignar gasto público hacia defensa, pero preservando la sostenibilidad de su deuda pública.

Composición del crecimiento del PIB en el área euro (% variación anual)



Fuente: Eurostat.

La inflación está en el objetivo del BCE (% variación anual)



Fuentes: BCE y Servicio de Estudios Banco Santander.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	1,2	1,3	1,7
Tasa de desempleo	6,3	6,2	6,0
Inflación (IPC)	2,1	1,9	2,0

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Eurozona: En profundidad

En busca de un activo seguro común en el área euro



Nos encontramos ante una nueva oportunidad para impulsar la creación de un activo común en la eurozona, los eurobonos, algo que sería una pieza clave para fortalecer la integración financiera europea y su autonomía estratégica.

Una de las peculiaridades del área euro, derivada de que es una unión monetaria sin unión fiscal, es que **su mercado de deuda pública está atomizado**, lo que ha determinado que haya pocos instrumentos financieros en euros que actúen como activo seguro.

Esta fragmentación proviene de que cada estado tiene su propia calidad crediticia (dada por su posición fiscal), y porque existen grandes diferencias en cuanto a profundidad y liquidez entre los mercados de deuda pública de los estados. En concreto, el saldo vivo de los bonos emitidos por los tesoros del área euro se acerca a los 12 billones de euros, una cuarta parte califican con triple A, otro cuarto tiene un *rating* AA y el resto tiene un *rating* A o inferior. Además, el tamaño de las emisiones con frecuencia ha obstaculizado el desarrollado de mercados de derivados organizados. Por ejemplo, Eurex solo ofrece contratos de futuros con subyacentes de deuda pública alemana, francesa, italiana y española; entre ellos, los que realmente tienen profundidad y liquidez son los futuros alemanes, que concentran más del 70% de los futuros de renta fija que se negocian cada día. El resultado es que sólo la deuda pública alemana reúne las condiciones de calidad y liquidez que los inversores esperan de un instrumento que funcione como activo seguro. Cambiar esta estructura financiera requiere un acuerdo político entre los estados miembros y encontrar una solución técnica adecuada.

Emerge una nueva oportunidad

La falta de dicho acuerdo político proviene de que los estados del área euro, que mantienen la soberanía fiscal, han mostrado históricamente distintos grados de disciplina fiscal. Además, el Tratado de Maastricht prohíbe mutualizar la deuda pública de los estados miembros. Pese a ello, en varios momentos se ha planteado seriamente la posibilidad de crear un activo común.

La primera discusión surgió durante la crisis de deuda soberana desencadenada a raíz de la crisis financiera. Se buscaba romper el círculo vicioso entre solvencia soberana y bancaria. Aquellas propuestas no prosperaron debido a que la disparidad en la posición fiscal de los países provocó la desconfianza de los estados más austeros, que se negaron a emitir instrumentos de deuda que implicasen compartir riesgos.

 Eurozona: En profundidad

La segunda gran ocasión llegó con la pandemia, con el objetivo de dar capacidad fiscal a la UE para responder a un choque sistémico. Entonces sí se acordó emitir bonos comunes, pero como una medida excepcional (ligados a los programas Next Generation y SURE) y con fecha de caducidad, pues se legisló que dichos bonos se amortizaran en un plazo determinado.

La tercera oportunidad se presenta ahora, porque los cambios geopolíticos que está protagonizando EE.UU ha reorientado flujos internacionales de capital hacia el euro, lo que ha llevado a las instituciones públicas de la eurozona a replantearse el papel internacional de su moneda. Esta vez, la motivación para crear un activo común, un eurobono, sería impulsar la integración de los mercados de capitales europeos, aumentar su resiliencia frente a choques externos y reforzar la autonomía estratégica de europea.

Propuestas para un activo seguro común

Se han planteado dos líneas de actuación para conseguir de forma rápida un mercado de eurobonos que tenga el suficiente volumen y calidad crediticia como para poder funcionar como activo seguro, sin que suponga compartir riesgo entre los estados que formen parte del proyecto.

Una de ellas, presentada por los economistas Olivier Blanchard y Ángel Ubide,¹ reformula la propuesta que hicieron Delpla y von Weizsäcker (2010)² para abordar la crisis de deuda pública. Consiste en que la Comisión Europea emita eurobonos y utilice la financiación obtenida para comprar una parte de los bonos de los estados. Estos eurobonos serían deuda *senior* con respecto a la deuda pública de los estados (esto minimizaría el riesgo de que unos estados tenga que asumir el pago de la deuda de otros), y el pago de intereses estaría ligado a determinados ingresos fiscales de los países que formen parte del proyecto. Al final, la deuda pública de los estados quedaría segmentada en dos niveles, "bonos azules" de máxima calidad, que serían los eurobonos y estarían en condiciones de funcionar como activo seguro, y "bonos rojos" que serían el resto de los bonos nacionales.

La otra alternativa se basa en crear eurobonos de forma sintética, a partir de una emisión de títulos respaldados por bonos soberanos. El tramo *senior* de dicha titulización tendrían la capacidad de convertirse en el activo seguro europeo. Esta solución técnica también proviene de la etapa de la crisis financiera,³ y ha recibido

¹ Blanchard O. y Ubide, Á. (2025), "Now is the time for Eurobonds: A specific proposal", Peterson Institute for International Economics, Realtime Economics Blog.

² Delpla, J., y von Weizsäcker, J. (mayo, 2010), "The blue bond proposal", Bruegel Policy Brief No. 2010/03

³ Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., y Vayanos, D. (septiembre, 2011), "European Safe Bonds (ESBies)" y Brunnermeier, M. K., Garicano, L., Lane, P. R., Pagano, M., Reis, R., Santos, T., Thesmar, D., Van Nieuwerburgh, S., y Vayanos, D. (mayo, 2016), "The Sovereign-Bank Diabolic Loop and ESBies, American Economic Review, 106(5), 508-512.

Eurozona: En profundidad

varias reformulaciones e incluso hubo un extenso trabajo técnico que culminó en una propuesta legislativa al Parlamento Europeo en 2018.⁴

De la creación a la relevancia global

Incluso si se logra consenso político y se encuentra una solución técnica satisfactoria para crear eurobonos, quedará mucho camino para que el eurobono compita con los *treasuries*.

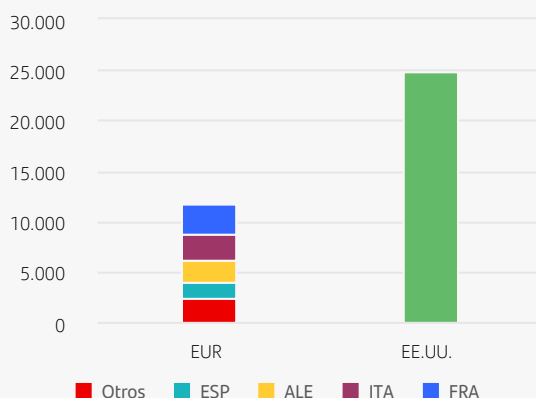
Los eurobonos cumplirán el primer requisito de un activo seguro: ofrecer un instrumento financiero de calidad. Las soluciones técnicas que hemos descrito contemplan que el saldo de eurobonos alcance al menos 5 billones de euros, duplicando el saldo vivo de deuda alemana (aunque aún supondría la quinta parte del saldo de deuda pública estadounidense).

El segundo requisito es la liquidez, que implica desarrollar instrumentos derivados y estructura de mercado. Y el listón de la deuda estadounidense en profundidad y liquidez es mucho más alto. Como ejemplo, en 2024 la negociación diaria en el mercado secundario de *treasuries* (1 billón de dólares) multiplicó por 30 al mercado alemán (frente 27 mil millones de euros).

Conclusión

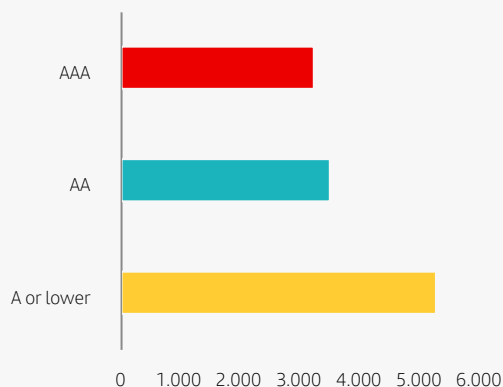
El entorno actual ha hecho emerger una oportunidad para crear un activo común, los eurobonos, lo que representa una pieza clave en la integración de los mercados de capitales europeos. Habrá por delante desafíos políticos y técnicos, pero la convicción de que mejorará las condiciones de financiación del conjunto del área euro (y de la UE) hacen que valga la pena.

Bonos de gobiernos en la eurozona y en EE.UU., saldo vivo 2025 (miles de millones €)



Fuentes: BCE y Departamento del Tesoro EE.UU. Incluye bonos EU.

Eurozona: bonos de gobiernos según rating (miles de millones €)



Fuentes: ECB y S&P.

⁴ Comisión Europea, Dirección General de Estabilidad Financiera, Servicios Financieros y Unión de los Mercados de Capitales. (2018, 24 de mayo). Propuesta de reglamento sobre valores respaldados por bonos soberanos (COM/2018/339 final).



Portugal

Fortaleza hoy, confianza mañana

Portugal destaca como uno de los países con mejores resultados de la zona euro. De cara al futuro, se espera que el crecimiento se modere, ya que la economía está pasando de una rápida recuperación a un crecimiento estable y sostenible, sustentado por sólidos fundamentos y políticas orientadas hacia el futuro.

Panorama económico: resiliencia en medio de vientos en contra globales. La economía portuguesa continúa creciendo de forma sostenida, impulsada por una fuerte demanda interna, un mercado laboral robusto y finanzas públicas sólidas, pese al aumento de los desafíos externos.

En el segundo trimestre de 2025, el PIB aumentó el 0,6% intertrimestral y el 1,9% interanual, impulsado por el consumo privado y respaldado por el aumento de los salarios reales y un empleo récord. La tasa de desempleo descendió al 5,8%, con 202.000 personas empleadas más que hace un año. La inversión creció moderadamente. La ejecución del Plan Nacional de Recuperación y Resiliencia (PRR) alcanzó el 32%, y los reprogramados fondos de la UE se dirigen ahora a sectores de alto impacto como la salud y la investigación, en sustitución de las obras públicas de menor ritmo. Sin embargo, el comercio exterior sigue siendo un eslabón débil. Las exportaciones netas lastraron el crecimiento debido a la débil demanda mundial y a la caída de las exportaciones de servicios. El turismo destaca con 18 millones de visitantes (3,7%) y 3.900 millones de euros en ingresos (8,4%) en los primeros siete meses, con EE. UU. ganando cuota de mercado.

Aun así, los aranceles estadounidenses (15%) sobre productos de la UE amenazan las exportaciones portuguesas clave. Los productos farmacéuticos, que representan más de un tercio de las exportaciones a EE. UU., ven reducida su competitividad. Otros sectores vulnerables incluyen equipos de transporte, textiles, calzado y vino. La inflación subió al 2,8% en agosto, impulsada por los precios de los alimentos (7,0%), mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,5%. La caída de los precios unitarios sugiere que podría estar en marcha una desinflación.

A pesar de la volatilidad, la confianza del consumidor se mantiene fuerte y el clima económico está mejorando en los sectores de servicios, manufactura y comercio, aunque la construcción muestra signos de desaceleración. El mercado inmobiliario se mantiene dinámico, con precios medios de 1.945 EUR por m² (18,7%). Sin embargo, las recientes reformas legales —la eliminación de la Visa de Oro y el endurecimiento de las normas de obtención de la nacionalidad— podrían enfriar el interés de los inversores extranjeros.

 Portugal**Perspectiva: Crecimiento sostenido anclado en la resiliencia y la oportunidad estratégica.**

Portugal está preparado para un crecimiento económico moderado, pero estable, que se prevé sea en media del 1,6% anual hasta 2027. Esta trayectoria está respaldada por una demanda interna resiliente, un mercado laboral robusto y una gestión fiscal sólida, lo que posiciona al país como una economía resistente dentro de la zona del euro.

Se espera que el consumo privado se modere, pero se mantenga positivo impulsado por el aumento de los ingresos reales y el estímulo fiscal, mientras que el ahorro de los hogares se mantendrá elevado. Se espera que la actividad inversora se expanda a un ritmo saludable —alrededor del 4% anual— respaldada por programas estratégicos de financiación pública como el Plan de Recuperación y Resiliencia (PRR) y Portugal 2030, así como por la disminución de los tipos de interés. Las exportaciones podrían enfrentar dificultades a corto plazo en 2025 debido a la incertidumbre económica mundial y el riesgo geopolítico. Sin embargo, se anticipa una recuperación gradual a partir de 2026 impulsada por los esfuerzos de diversificación y la competitividad de los sectores. El turismo seguirá siendo un pilar de la demanda externa, impulsando las exportaciones de servicios y contribuyendo a la actividad inmobiliaria, donde se prevé que el crecimiento de los precios de la vivienda se desacelere al 5% en 2025 y se estabilice en torno al 3,5% en 2026.

Se espera que el mercado laboral de Portugal permanezca resiliente y que el desempleo se mantenga muy por debajo de la tasa natural estimada. El crecimiento salarial estará soportado por reformas fiscales, la desinflación y la movilidad de la fuerza laboral, incluidos los flujos de inmigración que ayudarán a abordar los desafíos demográficos y las brechas competenciales. Se estima que la productividad crecerá aproximadamente el 1,5% anual impulsada por la transformación digital, la automatización y una mano de obra altamente cualificada. La inflación se estabilizará alrededor del 2% alineada con los objetivos del Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, la volatilidad a corto plazo puede persistir debido a las fluctuaciones de los precios de la energía, los efectos estacionales relacionados con el turismo y los ajustes de la cadena de suministro global.

La posición fiscal de Portugal sigue siendo sólida, y se espera que el presupuesto se mantenga cercano al equilibrio y tenga un superávit primario del 2% del PIB. Esto debería respaldar una reducción sostenida de la ratio de deuda pública, que se prevé que caiga por debajo del 90% para 2027. La confianza de los inversores se mantiene alta, y los diferenciales de los bonos soberanos frente a los alemanes siguen estrechándose. Esto refleja prudencia fiscal y estabilidad política, y se ve reforzado por las recientes mejoras de la calificación de S&P y Fitch, que elevaron a Portugal a A.



Portugal

Conclusión. Portugal entra en 2026 con una economía resiliente y unas perspectivas de crecimiento estable. Los riesgos globales y los cambios internos presentan desafíos, pero el sólido mercado laboral del país, su disciplinada política fiscal y las inversiones respaldadas por la UE proporcionan un sólido amortiguador. Al mantenerse ágil y aprovechar sus fortalezas, Portugal está bien posicionado para mantener la confianza e impulsar el progreso en los próximos años.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	1,6	1,9	1,6
Tasa de desempleo	6,4	6,4	6,5
Inflación (IPC)	2,2	2,1	2,1

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Portugal: En profundidad

El cisne lusitano: La transformación económica de un patito feo



Portugal ha experimentado una profunda transformación estructural en las últimas dos décadas. Partiendo de la fragilidad macroeconómica y los desequilibrios estructurales de principios de la década de los 2000, implementó una serie de reformas ambiciosas en respuesta a la crisis de la deuda soberana. Estos esfuerzos, combinados con un entorno externo favorable y una gestión fiscal disciplinada, permitieron a Portugal restablecer la confianza de los inversores, estabilizar las finanzas públicas y retomar una senda de crecimiento sostenible.

Una economía desequilibrada, pero aparentemente sana

Portugal experimentó un periodo de clara estabilidad económica entre 2000 y 2007, impulsado por un fuerte consumo alimentado por el crédito. Sin embargo, este crecimiento enmascaraba profundos desequilibrios estructurales: una baja inversión en I+D (0,3% del PIB), una excesiva dependencia del sector de la construcción (70% de la inversión total), un elevado endeudamiento (310% del PIB en 2008), fragilidades persistentes en el mercado laboral (8% de desempleo, 17% de desempleo juvenil) y una alta dependencia de la energía no renovable importada (85%). Estos desequilibrios estructurales crearon las condiciones para una crisis profunda, que se desencadenó con la crisis financiera de 2008.

Las dificultades de la transformación durante el periodo de ajuste (2010-2014)

La crisis internacional de 2008 dejó al descubierto la fragilidad de la economía portuguesa. En 2010, un fuerte deterioro de la confianza de los inversores provocó que los tipos de interés de la deuda soberana portuguesa superaran el 14%, lo que presagiaba una inminente crisis de liquidez. En respuesta, el Gobierno solicitó asistencia externa a la Comisión Europea, el BCE y el FMI (la llamada "Troika"), asegurando un paquete de rescate de 78.000 millones de euros.

El ajuste vino acompañado de una profunda austeridad:

- **Reducción de la masa salarial:** recortes en los salarios del sector público, reducción de las pensiones y prestaciones sociales, despidos.
- **Aumento de la carga fiscal:** subida de impuestos (como el IVA y nuevas cargas y mayores tipos en el IRPF).
- **Reducción de la inversión pública.**

Estas medidas, si bien fueron necesarias para restablecer la confianza externa, profundizaron la recesión económica. Entre 2011 y 2012, el PIB se contrajo más del 4% y el desempleo alcanzó niveles históricos (17% en 2013, con un paro juvenil en torno al 40%).

Portugal: En profundidad

Sin embargo, durante este período también se implementaron importantes reformas estructurales:

- **Mayor flexibilidad en el mercado laboral:** reducción de las indemnizaciones por despido y simplificación de los procedimientos de contratación y despido.
- **Modernización de la administración pública y mejora de la eficiencia del gasto.**
- **Sistema tributario:** Simplificación y reducción gradual del Impuesto sobre Sociedades.
- **Nuevo marco de competencia y regulación.**
- **Racionalización del sistema sanitario y de la administración local.**

Los primeros signos de recuperación surgieron a partir de 2014: el desempleo descendió hasta el 12% en 2015, las exportaciones superaron el 40% del PIB y la balanza por cuenta corriente pasó a ser positiva. Los diferenciales de deuda se redujeron de más de 1.200 puntos básicos en 2012 a 150 en 2015. La dependencia energética también mejoró, con las energías renovables alcanzando el 43% de la producción.

Camino de la generación de valor en un panorama económico favorable (2015–2019)

Tras salir del programa de asistencia financiera en 2014, Portugal entró en una fase de recuperación económica sostenida, marcada por un crecimiento equilibrado y disciplina fiscal.

A pesar de la importante recapitalización de Caixa Geral de Depósitos (4.900 millones de euros) en 2017, Portugal mantuvo el control fiscal, reduciendo su déficit presupuestario al 0,3% del PIB en 2018 y logrando un ligero superávit (~0,1%) en 2019, el primero en más de 40 años.

Este sólido desempeño fiscal se sustentó en un aumento de los ingresos tributarios, una notable disminución de los pagos por intereses de la deuda (del 4,5% del PIB en 2015 al 3% en 2019) y un control sostenido del gasto público. La deuda pública también descendió del 130% del PIB a aproximadamente el 117% en 2019, lo que llevó a que las agencias de calificación devolvieran a Portugal el grado de inversión en 2018.

La confianza de los inversores mejoró significativamente, lo que se reflejó en el estrechamiento de los diferenciales de los bonos portugueses frente a los bonos alemanes de 12 puntos porcentuales en 2012 a aproximadamente 0,7 puntos en 2020, lo que colocó a Portugal a la par de economías como España.

Portugal: En profundidad

A finales de 2019, Portugal exhibió fundamentos económicos sólidos, incluidos motores de crecimiento diversificados, una tasa de desempleo en descenso (~6,5%), superávits presupuestarios consistentes y una trayectoria clara de reducción de la deuda, lo que lo ayudó a resistir los desafíos posteriores como la pandemia de Covid-19 y el ajuste monetario.

Los desafíos para la resiliencia del modelo económico portugués (2020-2023)

Entre 2020 y 2023, la resiliencia económica de Portugal se vio puesta a prueba por importantes *shocks* externos, como la pandemia de COVID-19, el aumento de la inflación y la subida de los tipos de interés. En 2020, el PIB se contrajo un 8,4%, una de las caídas más pronunciadas de la UE, lo que puso de manifiesto las vulnerabilidades relacionadas con la dependencia del turismo y los *shocks* externos. El déficit fiscal aumentó drásticamente, alcanzando aproximadamente el 5,8% del PIB, y la deuda pública volvió a superar el 130%.

Las políticas europeas —incluida la suspensión de las reglas fiscales, las compras de activos por parte del BCE y el Plan de Recuperación y Resiliencia— ayudaron a estabilizar los mercados financieros y a mitigar el impacto económico.

Sin embargo, las presiones inflacionarias globales se intensificaron a partir de 2021 debido a las interrupciones de la cadena de suministro, los *shocks* de los precios de la energía y la inestabilidad geopolítica derivada de la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022. El BCE respondió con un rápido endurecimiento de la política monetaria, elevando los tipos de interés del 0% al 4,5%, lo que aumentó significativamente los costes de financiación.

A pesar de estos desafíos, Portugal demostró una notable resiliencia económica:

- **Crecimiento económico:** 4,8% en 2021 y 5,8% en 2022, superando la tendencia previa a la pandemia. En 2023 se moderó al 2,5%, pero se mantuvo por encima del promedio de la zona euro.
- **Mayor autonomía financiera:** Menor endeudamiento, mayor capitalización y liquidez.
- **Capacidad de mantener la inversión,** a pesar de la elevada volatilidad.
- **Firme compromiso con la innovación, la diversificación geográfica y la autonomía energética.**
- **Finanzas públicas:** El déficit cayó por debajo del 3% en 2022, con un superávit del 1,2% del PIB y una deuda pública del 97,7% del PIB en 2023.

 Portugal: En profundidad**El punto de partida condiciona la trayectoria y la confianza**

Portugal, partiendo de una posición más vulnerable, logró una transformación estructural que lo acercó a las economías más estables de la zona euro. La convergencia de los diferenciales de deuda portugueses con los de España —e incluso, en algunos momentos, por debajo de los de Italia— constituye un testimonio de la eficacia de las reformas y de la credibilidad recuperada.

La importancia del punto de partida radica precisamente en la capacidad de superación: cuanto más difícil es el comienzo, más significativo es el logro.



Crecimiento sólido con nuevos motores

El crecimiento de España, superior al de la Eurozona en los últimos años, alcanzará el 2,8% en 2025 y se mantendrá sólido posteriormente, aunque a un ritmo más lento. Los motores de crecimiento cambiarán desde la demanda externa, protagonista de la recuperación tras la pandemia, al consumo de los hogares y a la inversión. El gran reto será impulsar la productividad.

La demanda interna es el principal impulsor del crecimiento. El consumo de los hogares se ha mostrado más fuerte de lo esperado en 2025 y esperamos que siga siendo el principal motor de la economía en 2026. El buen momento del mercado de trabajo, las expectativas de moderación de la inflación, los tipos de interés estables y el crecimiento poblacional significativo gracias a los flujos migratorios han permitido un mayor gasto de los hogares. La inversión también está mejorando, pero tiene camino por recorrer. Esperamos una recuperación de la mano de la construcción ya que la demanda de vivienda supera la oferta actual. Respecto a la inversión de las empresas sigue afectada por las tensiones económicas globales y la incertidumbre comercial por lo que su mejoría será más lenta, pero su evolución ha sido alentadora en el primer semestre de 2025 y esperamos que mejore.

El sector exterior contribuirá a la desaceleración de la economía española en 2026. Por un lado, las exportaciones de servicios siguen creciendo, pero lo hacen a menor ritmo. El turismo, que lideró la recuperación postpandemia, sigue creciendo, pero a menor ritmo y con diferencias entre el turismo extranjero, que crece a un ritmo más moderado, y el nacional, que habría tocado techo. Las exportaciones de bienes, en cambio, están muy afectadas por el contexto internacional de incertidumbre comercial y por una Eurozona todavía débil. Al mismo tiempo, las importaciones de bienes y servicios aumentan en línea con la fortaleza de la demanda interna.

Pese al buen desempeño, persisten retos estructurales. La reciente expansión económica de España se ha basado en la creación de empleo, pero no en un aumento de la productividad, que apenas ha contribuido al crecimiento del PIB y ha mostrado un rendimiento inferior al de la zona euro. Diversos factores explican esta brecha: el reducido tamaño de las empresas, su nivel de innovación y el lento ritmo inversor, incluso con los fondos NextGenerationEU.

El mercado laboral seguirá mostrando fortaleza. Esperamos que en 2026 la tasa de desempleo siga descendiendo y se sitúe por debajo del 10% en un contexto de crecimiento de la población activa por la llegada de población inmigrante. Aunque

 España

esta tasa sigue siendo alta en comparación con otros países de la zona euro, también representa un nivel a partir del cual las empresas empiezan a tener dificultades para encontrar trabajadores. Simultáneamente, la creación de empleo seguirá siendo positiva, aunque a menor ritmo.

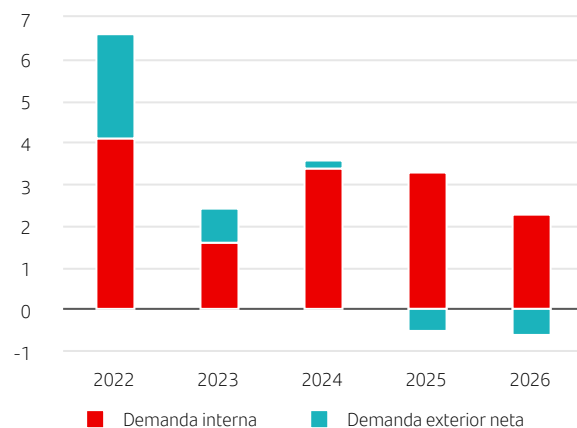
Inflación: en la senda adecuada, pero lentamente. Tras tocar el 2%, está teniendo un comportamiento errático por la evolución de los precios de la energía. Para 2025 esperamos una inflación promedio del 2,5% (3,1% en 2024) y un fin de año ligeramente por encima del 2%. La subyacente descenderá más lentamente ya que el componente de servicios sigue estancado por encima del 3% y dispone de menos margen de bajada ya que los incrementos salariales firmados en los convenios colectivos se han estabilizados en 2025 (cerca del 4%).

La demanda de vivienda supera a la oferta. La demanda residencial ha seguido creciendo, impulsada por una mejora de la accesibilidad como consecuencia de unos tipos hipotecarios más bajos. No obstante, el fin del ciclo de recortes de tipos junto con el fuerte encarecimiento de los precios ha provocado una moderación gradual del ritmo de crecimiento, que se espera continúe en los próximos trimestres. Al mismo tiempo, la oferta ha crecido a un ritmo de dos dígitos (13%), aunque sigue por debajo de la demanda demográfica subyacente: los visados de obra nueva se sitúan en torno a las 130.000 viviendas anuales, frente a una formación neta de hogares de 250.000. Esta brecha sigue ampliando el déficit de vivienda en las zonas más dinámicas. Las presiones alcistas sobre los precios persisten (12,7% en el segundo trimestre), aunque es probable que se moderen progresivamente.

La deuda y el déficit público siguen siendo retos, aunque han mejorado en 2025. La reducción del déficit (que se prevé descienda del 2,8% en 2024 al 2,5% del PIB en 2025 excluyendo las medidas por las inundaciones) se explica en buena medida por tres factores clave: mayores ingresos por la reversión de los descuentos fiscales en electricidad, gas y alimentos, el crecimiento moderado del gasto público y una evolución macroeconómica que sigue siendo favorable. Por ello, la evolución prevista por el gobierno de reducir la ratio de deuda sobre PIB hasta el 101,7% al cierre de 2025 y del 100,03% en 2026 resulta factible. Más a largo plazo, la política fiscal sigue siendo uno de los principales desafíos de España que deberá hacer frente al envejecimiento de la población y al gasto asociado (en pensiones, sanidad).

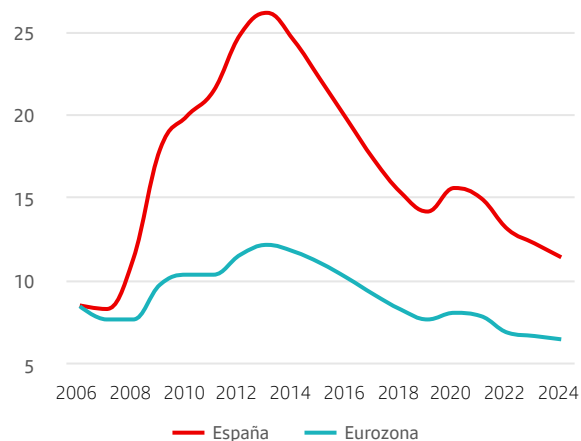
España

Cambio en los motores de crecimiento: del sector exterior a la demanda nacional (contribución al crecimiento del PIB, %)



Fuentes: INE y Servicio de Estudios Banco Santander.

La tasa de paro sigue descendiendo (%)



Fuentes: INE

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	2,8	2,0	1,7
Tasa de desempleo	10,3	9,8	9,6
Inflación (IPC)	2,5	2,0	2,1

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 España: En profundidad

Oferta laboral bajo presión: el impacto del cambio demográfico



La intensa recuperación de la economía española tras la pandemia ha reposado en la creación de empleo. Al mismo tiempo, la oferta laboral se ve presionada por la caída de la natalidad y por la jubilación de los nacidos en el *baby boom*, todo un reto para este modelo de crecimiento.

Cómo está cambiando la población activa española

La evolución demográfica, junto con cambios de tipo socioeconómico y educativo, están reconfigurando la población activa española. Dos factores impulsan esta transformación: la inmigración y el aumento de los trabajadores de más edad, con un marcado sesgo hacia las mujeres y hacia las personas con mayor formación.

En primer lugar, la inmigración ha sido un elemento clave en la recuperación cíclica de la economía española. Entre principios de 2022 y 2025 se crearon 1,6 millones de puestos de trabajo, de los cuales 1,2 millones fueron cubiertos por personas nacidas en el extranjero y 400 mil por nacionales. En el mismo periodo, la población activa se incrementó en 1,2 millones que, en su totalidad, procedía de trabajadores nacidos en el extranjero, elevando su peso en la población total hasta el 19% y en la población activa hasta el 28%. La inmigración desde América Latina representa la mayor parte, favorecida por los lazos culturales y el idioma común que han facilitado su integración en el mercado laboral español¹.

En segundo lugar, el aumento de la oferta de trabajo entre las personas de mayor edad refleja una tendencia de tipo estructural común a los países cuya población envejece. Esto se relaciona con las políticas que tratan de mejorar la sostenibilidad de los sistemas públicos de pensiones de prestación definida (alargando la edad de jubilación, desincentivando la jubilación anticipada y/o reduciendo la pensión esperada). Además, es frecuente que la población con estudios superiores se muestre más dispuesta a alargar su vida laboral, lo que contribuye a elevar la cualificación media del conjunto de la población activa.

España participa de ambas tendencias, acentuadas por el efecto retardado de la incorporación de mujeres jóvenes al mercado laboral a principios del presente siglo, que ahora están subiendo en los segmentos de edad. Así, aunque la población activa nacional no ha variado desde principios de 2022, el grupo de aquellos mayores de 55 años se ha incrementado en casi 500.000 personas, de los cuales dos de cada tres han sido mujeres. Además, el número de trabajadores con estudios superiores ha aumentado en 400.000 personas.

¹ Las comparaciones hechas con datos de la EPA entre el 1T22 y 1T25.



España: En profundidad

Implicaciones sobre el modelo de crecimiento económico

A medio plazo, la oferta de trabajo se verá presionada por la caída de la natalidad y la jubilación de la generación del *baby boom* de los años sesenta y setenta, ya que la diferencia entre la cohorte que llega a la edad laboral y la que se jubila rebajará la población en edad de trabajar en 100.000 personas de media anual durante el próximo lustro.²

Esta dinámica de la oferta laboral tiene difícil encaje con un modelo de crecimiento intensivo en empleo. Por ahora no ha generado fricciones porque la tasa de paro española partía de niveles elevados (casi 14% en 2022) y porque la inmigración ha cubierto buena parte de la demanda de empleo. No obstante, aunque la tasa de paro sigue siendo alta (en torno al 10%), oculta gran heterogeneidad por grupos de población y algunos sectores ya alertan de que tienen escasez de mano de obra.

La capacidad de que aumente de la oferta laboral es limitada

En un contexto demográfico como este, el potencial de expansión de la oferta de trabajo es limitado. La inmigración posiblemente continúe a corto plazo, pero es difícil de predecir, suele tener una naturaleza cíclica y se espera que se modere gradualmente en los próximos años.

Aún hay cierto espacio para que en España aumente la tasa de actividad entre los grupos de mayor edad y entre los jóvenes, pues en ambos casos son bajas en comparación con los países del norte de Europa. No obstante, los problemas de salud, en particular por enfermedades crónicas, se hacen más frecuentes con la edad. En España, las bajas por incapacidad temporal han subido el 60% desde 2019 (pasando del 2,9% de los activos en 2019 al 4,1% en 2024) y hay estudios que sugieren una posible relación con el envejecimiento de la población activa³.

Por último, los mercados laborales envejecidos tienden a ser menos dinámicos, porque la rotación laboral es menor entre los trabajadores de mayor edad con respecto a los trabajadores jóvenes⁴.

En conclusión

La economía española se ha beneficiado de un dividendo por población que no es tendencial. A medio plazo, compensar la demografía adversa va a requerir poner el foco en la educación de los jóvenes y el reciclaje de los mayores, algo que también será necesario para afrontar los cambios que implicará la digitalización y la adopción de la inteligencia artificial, al tiempo que impulsa ganancias sostenidas de productividad.

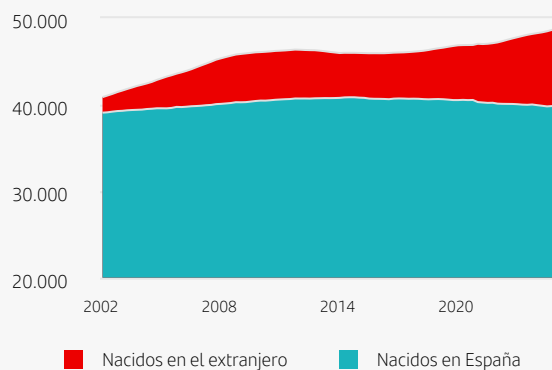
² Instituto Nacional de Estadística. (2024, 24 de junio). "Proyecciones de población". Años 2024-2074. INE.

³ Banco de España. (2025). Informe Anual 2024. "Un primer análisis del aumento de las bajas por incapacidad temporal en España" (págs. 172-175).

⁴ Anghel, B., & Puente, S. (2024, agosto). "El impacto del envejecimiento poblacional en los flujos de entrada y salida en el mercado de trabajo español". Boletín Económico del Banco de España, 2024/T3(07).

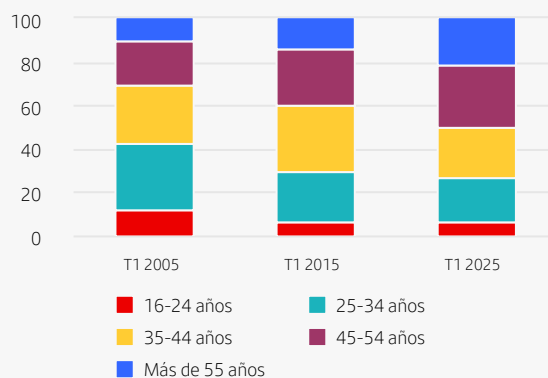
España: En profundidad

La población española sube por la inmigración (miles de personas)



Fuente: INE.

La población activa española envejece (% sobre la población activa)



Fuente: INE.



Polonia

Impulso económico, pendiente del ajuste fiscal

La economía polaca está mostrando resiliencia, con un crecimiento que se estabilizará por encima del 3% en 2025 y se acelerará en 2026. La inflación está convergiendo hacia el objetivo y la política monetaria se está relajando gradualmente. Sin embargo, los déficits fiscales persistentes, el aumento de la deuda pública y el elevado gasto en seguridad nacional lastran las perspectivas, con la confianza de los inversores dependiendo de las decisiones de política económica.

En 2025, Polonia se mantuvo en una senda de recuperación moderada tras el shock de los precios de la energía de 2022 y la invasión rusa de Ucrania. El PIB creció el 2,9% en 2024, se estabilizó por encima del 3,0% interanual en la primera mitad de 2025, y se espera que promedie el 3,5% este año. Preveemos que el crecimiento se acelerará hasta el 3,7% en 2026, por encima del consenso, gracias a unas perspectivas más sólidas para la zona euro y un ciclo de inversión interna que se ha retrasado, pero que debería cobrar pleno impulso el próximo año.

La absorción de los fondos del Fondo de Recuperación y Resiliencia (FRR) ha sido lenta, lo que ha desplazado el impulso inversor a 2026. Aun así, se observan señales tempranas en un mayor gasto por parte de los gobiernos locales y las grandes empresas. La ligera disminución de la inversión en 2025 debería compensarse con un mayor consumo de los hogares, impulsado por el aumento de los ingresos reales, la reactivación del crédito y la normalización del ahorro respecto a los niveles excepcionalmente altos de 2024.

El mercado laboral muestra un buen desempeño. La demanda de mano de obra se mantiene sólida, y el reciente aumento del paro registrado refleja, principalmente, cambios regulatorios más que un deterioro de las condiciones. El crecimiento salarial se mantiene elevado, pero debería desacelerarse al 6,0-7,0% interanual en los próximos trimestres. Con aumentos de productividad del 3,0-4,0% interanual, las condiciones deberían volverse cada vez más favorables para que la inflación se estabilice cerca del objetivo.

La inflación se ha desacelerado hacia el 3% interanual y se espera que se estabilice ligeramente por encima de este nivel a finales de 2025, en parte debido a los mayores costes de la vivienda (calefacción, gestión de residuos). El IPC podría caer por debajo del 3,0% en 2026, pero debería mantenerse dentro del rango de tolerancia en torno al objetivo del 2,5%. Suponemos que los límites al precio de la electricidad se mantendrán hasta finales de 2025 y que las nuevas tarifas energéticas para 2026 no aumentarán los costes de los hogares.

Polonia

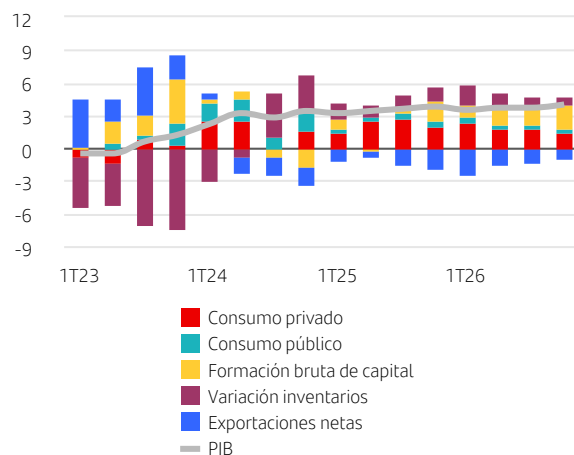
Esta perspectiva aún permite una mayor flexibilización de la política monetaria.

En 2025, el Banco Nacional de Polonia (NBP) continuó normalizando su política monetaria, recortando los tipos de interés al 4,5%, cifra que se mantiene por encima de nuestra tasa neutral estimada del 4,0%. Preveemos que el NBP actuará con mayor cautela, dada la política fiscal expansiva y el sólido crecimiento del PIB.

El déficit público se mantiene elevado. El proyecto de presupuesto para 2026 fija el déficit público en el 6,5% del PIB, ligeramente inferior al 6,9% de 2025. Se prevé que la deuda pública aumente hasta el 66,8% del PIB en 2026. El margen de consolidación fiscal se ve limitado por el ciclo político y la necesidad de un mayor gasto en defensa. Este deterioro ya ha llevado a Fitch Ratings y Moody's a cambiar la perspectiva de la calificación de Polonia a negativa. Creemos que es poco probable que la Comisión Europea reaccione con firmeza, ya que su evaluación depende de la trayectoria de gasto, y ésta no supera los objetivos establecidos.

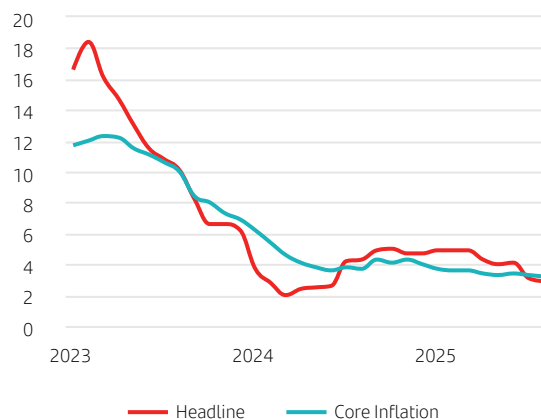
El zloty se ha mantenido estable entre 4,24 y 4,28 frente al euro desde abril de 2025. Esperamos que se mantenga algo por debajo de 4,30 zlotys por euro, respaldado por las entradas de fondos de la UE, aunque lastrado por la situación fiscal.

Polonia: Aportación al crecimiento (% var anual)



Fuentes: Oficina Central de Estadística (GUS) y Servicio de Estudios Banco Santander.

Polonia: IPC (% var anual)



Fuentes: Refinitiv y Central Statistics Office (GUS).

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	3,5	3,7	3,4
Tasa de desempleo	3,2	3,2	3,2
Inflación (IPC)	3,9	3,0	2,6

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Polonia: En profundidad

¿Cómo afectan los fondos de la UE a los préstamos comerciales en Polonia?



La Política de Cohesión 2021-2027 está empezando a dar resultados tangibles. Para los bancos, se plantea una pregunta clave: ¿los fondos de la UE están desplazando a los préstamos tradicionales o los complementan al permitir a las empresas lanzar proyectos de mayor envergadura? Este análisis analiza los datos, el impacto económico y las implicaciones políticas.

¿Qué muestran los datos?

Utilizamos dos fuentes: datos del Banco Nacional de Polonia (NBP) sobre nuevos contratos de préstamos para empresas no financieras, y cifras del Ministerio de Fondos y Política Regional (MFIPR) sobre la financiación de la UE concedida en los marcos 2014-2020 y 2021-2027. A primera vista, las cifras pueden parecer inconexas, especialmente dado el aumento del volumen de préstamos impulsado por la inflación tras la pandemia. Sin embargo, un análisis más detallado revela una clara correlación positiva: cuando aumenta la financiación de la UE, también lo hacen los préstamos a empresas.

¿Cuál es el impacto económico?

Los modelos de regresión, que controlan los factores macroeconómicos que pueden afectar tanto al volumen de préstamos como al volumen de financiación concedida por la UE, confirman esta relación. A cada mil millones de zlotys de financiación de la UE se asocia entre 500 y 600 millones de zlotys adicionales en préstamos. Esta relación es estadísticamente robusta y se mantiene en un nivel de significación del 1%. Curiosamente, se observa una caída temporal en la concesión de préstamos dos meses después de un pico de financiación europea, pero los datos trimestrales confirman la tendencia positiva general. Cabe destacar que ninguno de los modelos sugiere que los fondos de la UE desplacen a los préstamos bancarios.

¿Por qué son complementarios los fondos de la UE y los préstamos bancarios?

Los fondos de la UE rara vez cubren el coste total de un proyecto. En mayo de 2025, las empresas polacas habían puesto en marcha proyectos por valor de 234 mil millones de zlotys en el marco de la Política de Cohesión 2014-2020, pero solo 128 mil zlotys procedían de fuentes de la UE, lo que representa apenas el 55% del total. Nuestro análisis sugiere que aproximadamente la mitad de este déficit se cubrió con préstamos a empresas, lo que demuestra la interacción entre los fondos de la UE y los préstamos comerciales.

Polonia: En profundidad

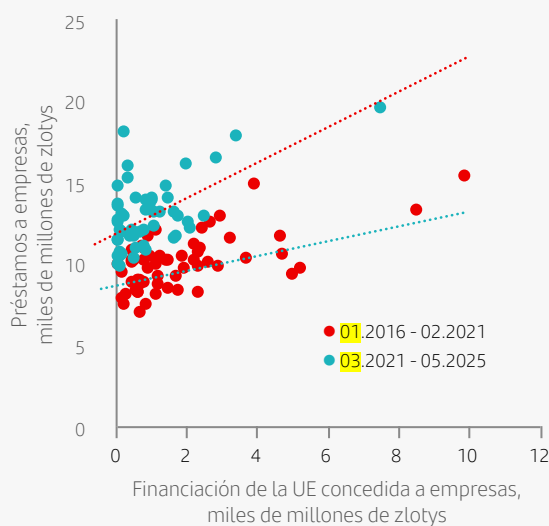
¿Cuáles son las implicaciones políticas?

De cara al futuro, la Política de Cohesión 2021-2027 debería impulsar moderadamente la demanda de préstamos. En 2024, se firmaron contratos de financiación europea por valor de 23 mil millones de zlotys, lo que habría generado 9 mil millones de zlotys en préstamos. En 2025, la financiación europea de 25 mil millones de zlotys podría generar más de 10 mil millones de zlotys en nuevos préstamos. Comparado con el total del saldo vivo de los préstamos empresariales, esto representa poco más del 0,1% interanual. Dado que se prevé que los préstamos a empresas en general crezcan alrededor del 7% interanual, el efecto es positivo, pero moderado. A partir de 2026, el impacto podría desvanecerse y el papel del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (FRR) será incierto.

Conclusión

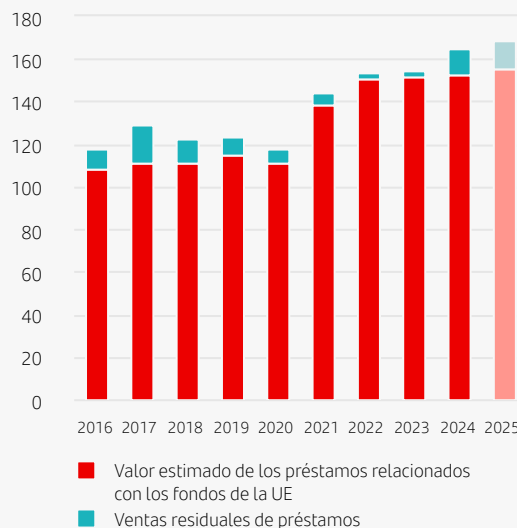
Los fondos de la UE y los préstamos bancarios no son sustitutivos, sino complementarios. Dado que los fondos de la UE solo cubren parte de los costes de los proyectos, las empresas recurren a préstamos para suplir la diferencia. Juntos, impulsan la inversión y el crecimiento empresarial en Polonia.

Relación entre el crédito a empresas y los fondos europeos



Fuentes: Banco Nacional de Polonia, Ministerio de Fondos y política Regional, y Servicio de Estudios Banco Santander.

Polonia: Préstamos a empresas (miles de millones de zlotys)



Fuentes: Banco Nacional de Polonia y Servicio de Estudios Banco Santander.

 Reino Unido

Desaceleración económica, inflación y tensiones fiscales

La economía del Reino Unido se recuperó en el primer semestre de 2025. Sin embargo, la alta inflación, la debilidad del mercado laboral y las tensiones fiscales lastrarán el crecimiento. Una inflación superior al objetivo limita el margen de actuación de la política monetaria. Las presiones fiscales persisten debido al elevado nivel de endeudamiento.

El crecimiento económico empezó bien en 2025. El PIB aumentó el 0,7% en los tres primeros meses del año y el 0,3% en el trimestre siguiente, a pesar de los vientos en contra derivados de los nuevos aranceles estadounidenses y de un entorno geopolítico incierto. Sin embargo, en el segundo trimestre el impulso provino en gran medida del gasto público, mientras que el consumo de los hogares apenas creció el 0,1% trimestral y la inversión empresarial se contrajo.

De cara al futuro, se espera que el crecimiento trimestral se desacelere en la segunda mitad de 2025. Esto refleja el patrón observado en los últimos años, con un mayor dinamismo en la primera mitad y resultados más moderados en la segunda. Más allá de eso, es probable que el crecimiento trimestral se mantenga al ritmo de la tendencia (0,3%-0,4%), a menos que se pueda aumentar la productividad.

Existen problemas con los datos del mercado laboral proporcionados por la Oficina de Estadísticas Nacional (ONS), por lo que es difícil basarse únicamente en estas estadísticas para evaluar las condiciones del mercado laboral. El cambio en el sistema de cotizaciones a la Seguridad Social por parte de los empleadores en 2024 y el aumento del salario mínimo en 2025 han perjudicado al mercado laboral. Las vacantes también han disminuido desde su máximo en 2022, y la Encuesta de Población Activa (EPA) sitúa la tasa de paro en el 4,7%, frente al 4,4% de finales del año pasado. Es probable que el desempleo mantenga su tendencia al alza y alcance un máximo cercano al 5% en 2026.

Hay dificultades para reducir la inflación al objetivo del Banco de Inglaterra. En verano la inflación estaba cerca del 4%. Ello se debía a los aumentos de precios regulados (las tarifas del agua subieron el 26% en abril) y la mayor inflación en los alimentos y los alquileres. Como resultado, las expectativas de inflación en el Reino Unido han aumentado, sosteniendo el crecimiento de los salarios en tasas cercanas al 5%, y ello a pesar de la relajación del mercado laboral y de que las encuestas sugieren que los aumentos salariales se moderarán en el próximo año (hacia el 3,5%). A medida que la inflación ha vuelto a subir, el crecimiento de los salarios reales ha bajado, lo que podría explicar que el gasto de los hogares no

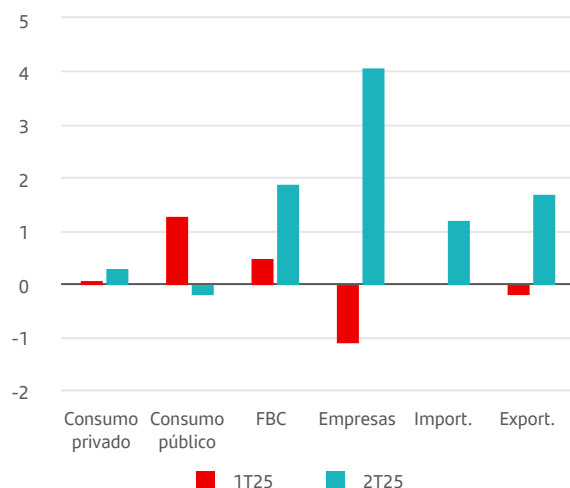
Reino Unido

haya crecido con la fuerza esperada. Si bien prevemos que la inflación disminuya, será difícil que alcance la meta oficial del 2% en los próximos 18 meses.

El tipo de interés oficial (*Bank Rate*) ha caído desde su máximo del 5,25% al 4% durante el último año. Sin embargo, el aumento de la inflación (y las expectativas de inflación) podría limitar nuevos recortes, especialmente a corto plazo. Si bien se considera que el tipo de interés bancario se mantiene en un nivel restrictivo, su grado de restricción sigue siendo una cuestión crucial. Se prevén nuevos recortes, pero su rapidez dependerá de la evolución de la inflación y el crecimiento salarial.

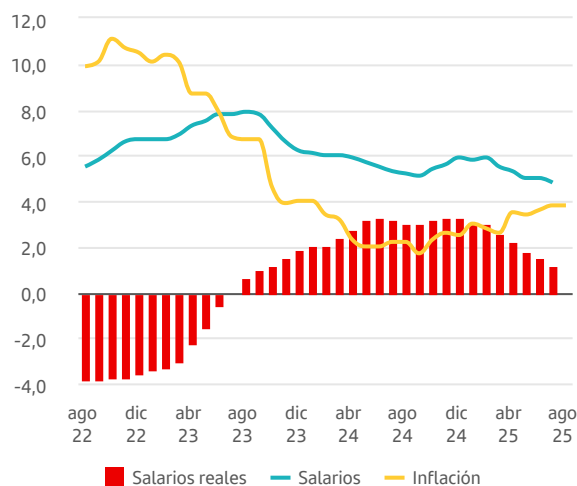
La situación fiscal sigue siendo una preocupación importante. El Reino Unido se enfrenta a un elevado endeudamiento público —con un gasto en intereses de la deuda que alcanzó los 16.400 millones de libras en junio— y una elevada ratio deuda/PIB en tiempos de paz del 96,1%. El mercado de bonos (*gilts*) registra rendimientos récord (los rendimientos de los bonos a 30 años alcanzan su nivel más alto desde 1998), lo que refleja la preocupación de los inversores por la inflación, el endeudamiento y la credibilidad fiscal. Esto ha generado un mayor escrutinio antes del Presupuesto de Otoño, en medio de especulaciones sobre un considerable déficit y las medidas fiscales que se adoptarán para subsanarlo.

Reino Unido: Crecimiento del PIB por componentes (% variación anual)



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas (ONS).

Reino Unido: Salarios e inflación (% variación anual)



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas (ONS).

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	1,3	1,0	1,4
Tasa de desempleo	4,6	4,8	4,8
Inflación (IPC)	3,3	2,4	2,3

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

Reino Unido: En profundidad

¿Por qué son tan elevados los precios de la electricidad industrial en el Reino Unido?



El Reino Unido afronta un dilema energético. Sus industrias pagan mucho más por la electricidad que sus competidores internacionales, una desventaja que erosiona la competitividad y amenaza con acelerar la desindustrialización. Este análisis explica por qué los precios son tan altos, qué efectos se perciben ya en la economía y qué opciones reales existen para abordar el problema.

En junio de 2025, el Gobierno del Reino Unido publicó la Estrategia Industrial Moderna¹ que define un nuevo enfoque económico centrado en las fortalezas del país. En ella, el Ejecutivo afirmó que haría “más fácil y sencilla la actividad empresarial”, y una de las claves principales para lograrlo era reducir los elevados costes eléctricos que soportan las empresas británicas.

Los precios de la electricidad industrial en el Reino Unido son significativamente más altos que en otras economías avanzadas, un coste que, según las empresas, dificulta competir a nivel internacional y aumenta el riesgo de desindustrialización. En el conjunto de los países miembros de la Agencia Internacional de la Energía (AIE), los precios de la electricidad industrial en el Reino Unido fueron cerca de un 50% más caros que en Alemania y Francia y cuatro veces superiores a los de Estados Unidos. En la última década, los precios han oscilado entre el 17% y el 49% por encima de la mediana de la AIE. Aunque India y China no son miembros de la agencia, los datos de 2024 muestran que las empresas de Reino Unido pagaron cerca del triple por la electricidad que sus competidoras en ambos países.

¿Qué hay detrás de los precios más altos?

La exposición del Reino Unido a los mercados mayoristas de gas ha incrementado significativamente los precios de la electricidad industrial. El Reino Unido utiliza un sistema de precios marginales, en el que el precio de la electricidad se fija en función de la última y más cara unidad de energía necesaria para satisfacer la demanda en cada momento. El gas sustenta la red eléctrica del Reino Unido y cubre las deficiencias que las energías renovables y otras fuentes de energía no pueden cubrir. Esto significa que los precios del gas terminan determinando los precios en el mercado eléctrico, incluso cuando no es la fuente principal de energía.

¹ Department for Business and Trade (June, 2025), ‘The UK’s modern industrial strategy’ (CP 1337).

Reino Unido: En profundidad

Un artículo publicado en Energy Journal Reports² reveló que, en 2021 las centrales eléctricas de gas generaron el 43% de la electricidad del Reino Unido, pero fijaron el precio del sistema el 97% del tiempo. En comparación, en la UE el gas determina el precio solo el 36% de las veces, y en Francia, con su gran capacidad nuclear, apenas el 7%. El Reino Unido podría usar sus recursos de gas natural para respaldar las energías renovables, como lo hizo Alemania cuando reactivó varias plantas de energía a carbón en respuesta a la escasez de energía, pero los sucesivos gobiernos han renunciado a nuevas licencias de explotación de gas y petróleo en alta mar y recientemente han cerrado la última central de carbón, en su compromiso de descarbonizar todos los sectores de la economía y alcanzar el objetivo de cero emisiones netas en 2050.

La exposición del Reino Unido a las fluctuaciones globales del gas se ve agravada por su limitada capacidad de almacenamiento, lo que hace que diversificar su mix energético sea aún más importante, ya que las energías renovables, como la solar y la eólica, son mucho menos fiables que otras fuentes de energía. Las energías renovables representaron poco más de la mitad de la producción eléctrica total en el Reino Unido el año pasado; pero, si bien la tecnología se ha abaratado, las facturas no han bajado. Hay varias razones que explican este hecho. En primer lugar, los altos costes iniciales de las infraestructuras renovables los siguen pagando los consumidores y la industria. Y, en segundo lugar, para los productores de energías renovables, los principales costes siguen siendo el suelo, la mano de obra y el capital, todos ellos en aumento.

¿Cuál es el impacto económico?

Los mayores precios de la electricidad en el Reino Unido probablemente hayan sido uno de los principales factores que han contribuido a la reducción de los volúmenes de exportación, ya que los competidores extranjeros tienen una ventaja competitiva en términos de precios y producción. Entre finales de 2022 y finales de 2024, los volúmenes de exportación del Reino Unido cayeron el 9,6%, en comparación con una disminución del 5,6% en Alemania y aumentos del 4,1% y el 5,1% en Francia y Estados Unidos, respectivamente. De esta caída cercana al 10% en los volúmenes de exportación, las exportaciones de servicios aumentaron el 11,6%, lo que significa que la disminución general estuvo explicada por las exportaciones de bienes, que cayeron el 28,8%.

Para hacer frente a estos mayores costes energéticos, las empresas pueden (en principio) reasignar presupuestos operativos. Pueden retrasar la inversión de capital o los planes de expansión, o incluso reducir la producción, ante los altos precios de la

² Zakeri, B., Staffell, I., Dodds, P. E., Grubb, M., Ekins, P., Jääskeläinen, J., Cross, S., Helin, K., y Castagneto Gisse, G. (2023), "The role of natural gas in setting electricity prices in Europe", *Energy Reports*, 10, 2778–2792.

Reino Unido: En profundidad

energía, especialmente en sectores con un consumo intensivo de energía. El líder de una importante patronal británica afirmaba recientemente que el 40% de las empresas estaban frenando la inversión por culpa de las facturas energéticas, mientras que un destacado representante de la industria química del Reino Unido aseguraba que los precios de la energía estaban asfixiando al sector.

Como decimos, esto ha sido un problema importante para las industrias con un alto consumo energético que operan en mercados internacionales, entre ellas las empresas que fabrican productos de papel, petroquímicos, metales y otros productos inorgánicos como el vidrio. Se estima que la producción combinada de estos sectores se redujo en un tercio entre principios de 2021 y finales de 2024, situando su nivel de producción en el nivel más bajo desde 1990. Esto significa que el Reino Unido depende cada vez más del sector servicios para impulsar el crecimiento económico lo que agrava su desequilibrio comercial y lo hace más vulnerable a los *shocks* globales. Los elevados costes de la electricidad industrial amenazan el futuro del sector industrial en el Reino Unido y, si no se actúa, podrían provocar la pérdida de empleos, una menor competitividad y una ralentización del crecimiento económico.

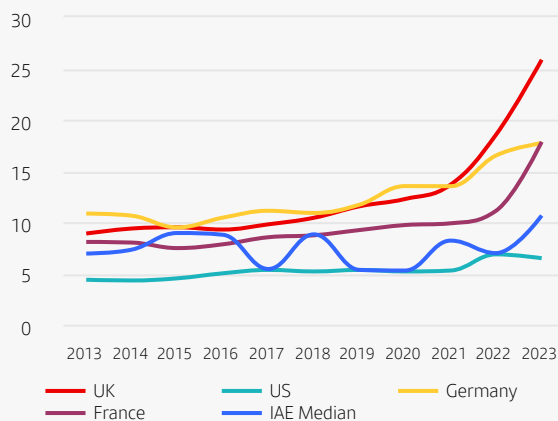
¿Qué se puede hacer?

El reciente compromiso del gobierno del Reino Unido con la construcción de una nueva central nuclear (Sizewell C), la primera en más de tres décadas, demuestra su deseo de contar con una cartera energética diversificada para mejorar la seguridad energética. El gobierno ha establecido políticas diseñadas para reducir los costes de algunos usuarios industriales de electricidad. En julio de 2025, se pusieron en marcha planes para reducir en un 90% los costes de la red eléctrica para las empresas con un consumo intensivo de energía. Alrededor de 500 de las empresas con mayor consumo energético del Reino Unido ahorrarán hasta 420.000 libras esterlinas al año cuando el descuento actual del 60% en los costes de carga de la red aumente al 90% a partir de 2026. En 2027, el gobierno también planea eximir de algunos impuestos verdes a alrededor de 7.000 empresas con un consumo intensivo de energía.

Pero, en realidad, estas medidas solo están trasladando el aumento de los costes de la electricidad a otros consumidores o a los contribuyentes, y no son una solución definitiva al problema. El tiempo podría dar una solución, sobre todo, si los precios del gas siguen bajando y si la tecnología de las energías renovables y el almacenamiento en baterías se abarata considerablemente. Las energías renovables aún podrían convertirse en la fuente de energía más barata y segura, pero lograrlo requerirá una inversión de capital significativa en el sistema energético del Reino Unido, y no será una solución rápida.

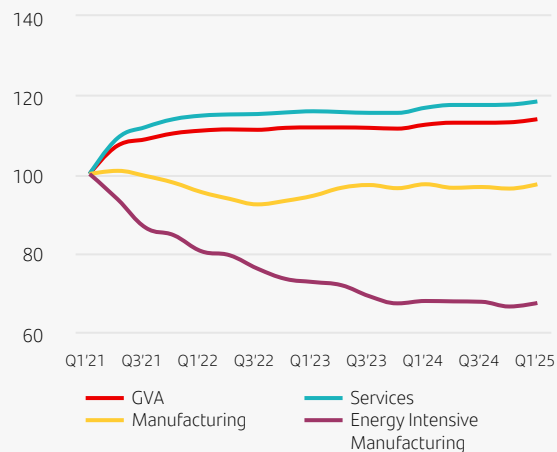
Reino Unido: En profundidad

Coste de la electricidad para uso industrial (peniques/kWh)



Fuentes: International Energy Agency y DESNZ.

Reino Unido: Valor añadido bruto (Índice, 1T21=100)



Fuentes: Oficina de Estadísticas Nacional (ONS) y Servicio de Estudios Banco Santander.



América Latina

Retos y oportunidades en un entorno global volátil

Las tensiones geopolíticas y comerciales actuales plantean desafíos, pero también generan oportunidades significativas para las economías de América Latina. Los mercados latinoamericanos donde opera Santander¹ presentan una notable diversidad, tanto en sus relaciones comerciales —que van desde vínculos estrechos con Estados Unidos o China hasta relaciones más diversificadas— como en sus estructuras productivas, que abarcan la manufactura y el uso competitivo de los recursos naturales, incluidos la agricultura, la minería y la energía.

A comienzos de 2025, se preveía una desaceleración generalizada. Las

principales incertidumbres procedían de las políticas comercial y económica de Estados Unidos, tanto de forma directa como indirecta, a través de su impacto en los principales socios comerciales de la región. Además, los cambios en la percepción del riesgo por parte de los inversores —que afectan a las condiciones de financiación y a los flujos internacionales de capital— también eran factores determinantes del desempeño económico.

Hasta el momento, la desaceleración de la actividad económica ha sido más leve de lo esperado, lo que ha llevado a revisar al alza las previsiones de crecimiento para 2025 y 2026. Aunque algunas decisiones de inversión se han pospuesto —reflejándose en una ralentización de la inversión este año— se espera una recuperación gradual a medida que el panorama se aclare, impulsada por avances en las negociaciones comerciales y la menor incertidumbre.

Una sorpresa positiva ha sido la fortaleza de las exportaciones, mayor de la esperada, debido en parte a una respuesta anticipada a las tensiones arancelarias y, en parte, a un tratamiento arancelario más favorable de lo estimado. El consumo privado también se ha mostrado resiliente, sostenido por la solidez del mercado laboral, la caída del desempleo y el aumento de los salarios reales.

La inflación, que venía moderándose en el último año y medio, se ha estabilizado en torno al 4,5% (excluida Argentina). Algunos países siguen fuera de los rangos de tolerancia de sus bancos centrales, mientras que otros ya muestran señales de convergencia. Esta heterogeneidad ha derivado en posturas monetarias divergentes: en Brasil, el banco central mantiene unos tipos de interés elevados y ha señalado que permanecerán así durante un periodo prolongado, mientras que México y Chile han comenzado, con cautela, a reducirlos a la vez que mantienen la vigilancia ante un

¹ Latinoamérica - 7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.



América Latina

eventual repunte inflacionario. Se espera que las tasas de inflación retomen su convergencia en 2026 y 2027, acercándose a niveles más moderados y próximos a los objetivos oficiales. Esto permitiría a los bancos centrales con políticas más restrictivas iniciar recortes, mientras que aquellos que ya las están relajando podrían avanzar de manera más decidida hacia la neutralidad.

Los mercados financieros, que experimentaron una alta volatilidad a finales de 2024 y principios de 2025, han mostrado una notable recuperación en los últimos meses. Las divisas se han apreciado frente al dólar estadounidense, los rendimientos a largo plazo han descendido pese a las políticas monetarias restrictivas —lo que refleja un aplanamiento de la curva— y las bolsas se mantienen cerca de máximos históricos, en línea con el desempeño de Wall Street y apoyadas por un fuerte apetito de los inversores internacionales.

La posición externa de América Latina sigue siendo sólida. Aunque el déficit por cuenta corriente ha comenzado a ampliarse, continúa siendo moderado (1,7% del PIB en promedio para Lat-7) y está holgadamente financiado por flujos de capitales estables, con inversión extranjera directa cercana al 2,5% del PIB e ingresos por inversiones de cartera moderados (0,5%). Además, las reservas internacionales se mantienen elevadas, con cerca de 840.000 millones de dólares (14,3% del PIB), lo que constituye un amortiguador sólido frente a posibles *shocks* externos adversos.

Si bien las cuentas fiscales avanzan en su proceso de consolidación, lo hacen de forma desigual y, en algunos casos, insuficiente para reducir los ratios de deuda pública. La sostenibilidad de la deuda requiere recuperar los superávits primarios alcanzados a finales de la década de los 2000. Esta es una tarea compleja en un contexto de crecientes demandas sociales. Sin estos avances, las perspectivas de crecimiento a medio plazo seguirán siendo débiles y los riesgos financieros persistirán. En este sentido, las proyecciones para 2026–2027 apuntan a que las políticas fiscales avanzan en la dirección adecuada, aunque requerirían una consolidación más rápida para anclar firmemente el proceso.



América Latina

América Latina - 7: Exportaciones por país de destino

País de origen	País de destino			
	EE.UU.	CHINA	UNIÓN EUROPEA	ARGENTINA y/o BRASIL
ARGENTINA	9 %	6 %	10 %	18 %
BRASIL	12 %	27 %	15 %	5 %
CHILE	17 %	37 %	9 %	6 %
COLOMBIA	30 %	4 %	12 %	5 %
MÉXICO	83 %	2 %	4 %	1 %
PERÚ	12 %	31 %	10 %	3 %
URUGUAY	11 %	13 %	8 %	25 %

Acumulado 12 meses hasta mayo de 2025. Destacado en rojo el principal país de destino.
Fuentes: FMI y Refitiv.

América Latina - 7: Exportaciones por sector

País	Sector exportador			
	AGRICULTURA	MINERÍA	ENERGÍA	MANUFACTURAS
ARGENTINA	60 %	8 %	13 %	19 %
BRASIL	43 %	14 %	17 %	27 %
CHILE	10 %	57 %	0,4%	33 %
COLOMBIA	32 %	14 %	33 %	21 %
MÉXICO	3,7%	2,0%	3,5%	91 %
PERÚ	21 %	65 %	5 %	9 %
URUGUAY	81 %	1 %	0,6%	18 %

Acumulado 12 meses hasta julio o agosto de 2025 según disponibilidad.
Destacado en rojo los principales sectores de cada país.
Fuentes: Ministerio de economía, comercio e industria, institutos nacionales de estadística y bancos centrales de cada país.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,8	2,2
Tasa de desempleo	5,7	5,9	5,9
Inflación (IPC)	7,5	5,4	4,4

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Argentina

De la estabilización a la prueba del crecimiento

En 2025, el anclaje fiscal, la desinflación sostenida, el nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y una financiación externa parcial permitieron preservar la estabilidad, aunque los cambios monetarios y el ruido electoral lastraron la actividad en la segunda mitad del año. Se espera que el crecimiento continúe en 2026, impulsado por la estabilidad macroeconómica, un mayor flujo de capital bajo el régimen de incentivo a las grandes inversiones (RIGI) y una recuperación gradual del consumo. Si las reformas avanzan y el clima político tras las elecciones de medio término se mantiene constructivo, Argentina podría acercarse a su potencial de crecimiento a medio plazo.

Tras un repunte rápido desde mediados de 2024, el impulso económico se moderó en la segunda mitad de 2025, derivando en una leve contracción. Una política monetaria muy restrictiva y unos tipos reales históricamente altos frenaron la inversión, la demanda y el crecimiento del crédito. Este retroceso parece temporal y estaría ligado principalmente a la incertidumbre electoral y a la postergación de decisiones de inversión. Un mandato más claro tras diciembre de 2025 podría restablecer las expectativas, desbloquear inversiones (incluidas las del régimen RIGI) y reactivar el consumo sentando las bases para una recuperación sólida en 2026, con un crecimiento del PIB estimado en torno al 3%.

La política monetaria se mantuvo restrictiva en 2025. El cambio hacia un esquema basado en agregados monetarios reforzó el anclaje y limitó la emisión monetaria. Se eliminaron instrumentos del Banco Central de la República Argentina (BCRA), como las LEFI (Letras Fiscales de Liquidez), y se incrementaron los requisitos de encaje, lo que endureció las condiciones de liquidez. Junto con la consolidación fiscal, esto favoreció la desinflación, aunque a costa de un menor crédito y actividad. El sistema comenzó a reequilibrarse, con un repunte de los préstamos, una buena calidad de activos y una recuperación de los depósitos. En 2026, se espera que las condiciones monetarias sigan siendo prudentes, pero con menores tipos reales, lo que abriría espacio para una recuperación gradual del crédito y la inversión del sector privado.

Las lecturas mensuales de inflación se mantuvieron en torno al 2% a mediados de 2025, apoyadas por el anclaje fiscal, una postura monetaria restrictiva y la liberalización del mercado cambiario, con una transmisión limitada a precios. Los recortes de subsidios y los ajustes tarifarios añadieron presión, pero la desinflación avanzó de forma sostenida, con una inflación general proyectada en torno al 30%

 Argentina

para 2025. La inflación subyacente también se moderó hasta mínimos de varios años, lo que refuerza la credibilidad de la política económica. De cara al futuro, se prevé que la inflación converja hacia el 16% en 2026 y que descienda a cifras de un solo dígito en 2027, en función del mantenimiento de la disciplina fiscal, unas condiciones monetarias prudentes y el anclaje de expectativas dentro de un tipo de cambio competitivo.

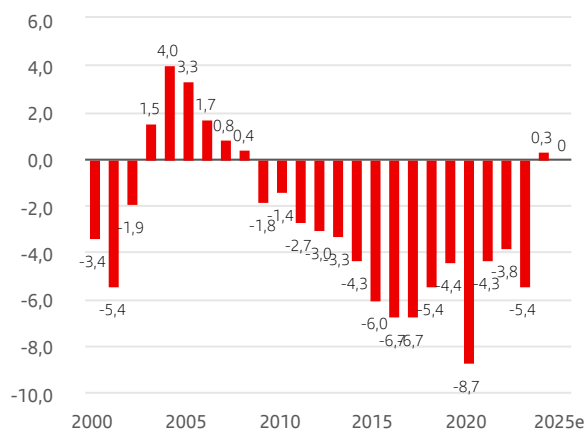
La política fiscal fue el pilar central del programa en 2025: se logró un superávit primario de aproximadamente el 1,6% del PIB, a pesar de las tensiones, gracias a los recortes de los subsidios, la reducción de las transferencias y el menor gasto de capital, mientras se mantuvo la cobertura social. La regla de déficit cero incluida en el acuerdo con el FMI reforzó la credibilidad y limitó la financiación monetaria por parte del BCRA. La consolidación debería continuar en 2026, apoyada por reformas en los ámbitos tributario, previsional y de coparticipación, con el fin de fortalecer la sostenibilidad a largo plazo.

En 2025, el repunte del sector agropecuario y una mejora en el balance energético favorecieron el comercio exterior, mientras que la relajación de las importaciones y la fuerte demanda de servicios ampliaron el déficit por cuenta corriente hasta aproximadamente el 1,6% del PIB. Las entradas de fondos multilaterales y corporativos compensaron el aumento de la dolarización de los hogares tras la unificación cambiaria de abril. El esquema de tipo de cambio con bandas mejoró la formación de precios y redujo las brechas. De cara al futuro, la confianza dependerá de la implementación de un plan creíble de acumulación de reservas y del restablecimiento del acceso a los mercados internacionales en condiciones sostenibles.

Las perspectivas para 2026 son más optimistas: se prevé un aumento de los flujos financieros, un superávit combinado del sector energético y minero cercano a los 16.000 millones de dólares, mayores exportaciones agropecuarias y la puesta en marcha de los primeros proyectos del régimen RIGI, lo que reforzará la balanza comercial, permitirá reconstruir reservas y fortalecerá la resiliencia externa. Mantener la disciplina fiscal y evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio real también será clave para conservar unas condiciones financieras sólidas, apoyar la actividad real y garantizar un acceso duradero a los mercados.

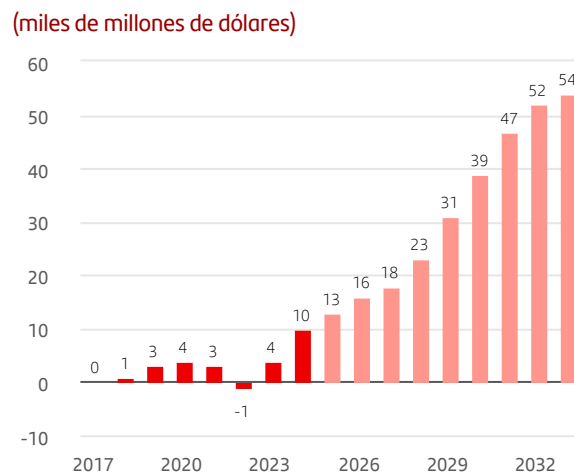
Argentina

Argentina tendrá equilibrio fiscal en 2025 (% del PIB)



Fuentes: FMI, Ministerio de Economía y Servicio de Estudios Banco Santander.

El saldo comercial en energía y minería se duplicará entre 2025-2029 (miles de millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Economía.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	3,5	3,7	3,7
Tasa de desempleo	6,3	6,0	5,6
Inflación (IPC)	30,0	16,0	8,7

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Argentina: En profundidad

Reformas estructurales en Argentina



Las reformas tributaria, laboral y previsional son esenciales para fortalecer el entorno empresarial de Argentina y sentar las bases de un crecimiento sostenible.

1. Reforma tributaria

En las últimas décadas, la presencia del sector público en la economía argentina se ha ampliado significativamente en los niveles nacional, provincial y municipal. Esta expansión se financió mediante un aumento considerable de la presión fiscal. Según el Ministerio de Economía, la carga tributaria consolidada pasó del 21% del PIB a comienzos de los años noventa a un máximo del 32,2% en 2015, para luego descender al 28,2% en 2024.

Esta estructura impositiva ha generado problemas de competitividad, debido a la prevalencia de impuestos altamente distorsionantes, como la "Tasa de Seguridad e Higiene" a nivel municipal, "Ingresos Brutos" en el ámbito provincial y el "impuesto al débito y crédito bancario" a nivel nacional. Argentina pasó de tener una presión fiscal 2,7 puntos porcentuales por debajo del promedio regional en 2001–2003 a estar, en la actualidad, 5 puntos porcentuales por encima.

Es prioritaria una reforma tributaria integral. Las líneas clave incluyen:

- Eliminar los impuestos distorsionantes.
- Reducir el gasto tributario.
- Simplificar el sistema.

Cabe destacar que solo el 10% de los más de 160 impuestos existentes genera el 90% de la recaudación total. Asimismo, la reforma del régimen de coparticipación federal debería formar parte de la agenda, aunque presenta complejidades legales y políticas significativas.

2. Reforma del mercado laboral

La informalidad laboral sigue siendo estructuralmente alta en Argentina, alcanzando el 42% en el primer trimestre de 2025. Esto se debe, en parte, al alto coste del empleo formal: contratar a un trabajador registrado cuesta, en promedio, 1,35 veces el salario bruto, frente a un promedio regional de 1,22 veces. La baja productividad y la excesiva litigiosidad laboral agravan el problema.

Según la Unión de Aseguradoras de Riesgos del Trabajo (ART), en el primer trimestre de 2025 se registraron 25.472 demandas laborales, con una proyección de 130.000 para el conjunto del año. A marzo, existían 301.735 causas pendientes.

Argentina: En profundidad

Estas condiciones desincentivan la contratación formal y perpetúan la informalidad.

Las políticas públicas deberían centrarse en reducir el coste del empleo formal y disminuir los incentivos a litigar. Aunque el crecimiento económico es necesario para mejorar la calidad del empleo, no es suficiente sin cambios estructurales en el mercado laboral.

3. Reforma previsional

La reforma del sistema previsional es crucial para garantizar la sostenibilidad del proceso de consolidación fiscal. Sin modificaciones, el sistema previsional representa un déficit estructural de aproximadamente el 2% del PIB.

Las medidas orientadas a fomentar el empleo formal —a través de menores costes laborales y menos litigios— mejorarían los ingresos del sistema. En paralelo, las tendencias demográficas están erosionando su sostenibilidad: desde 2014, la tasa de natalidad ha caído un 40%, y el bono demográfico muestra señales de agotamiento.

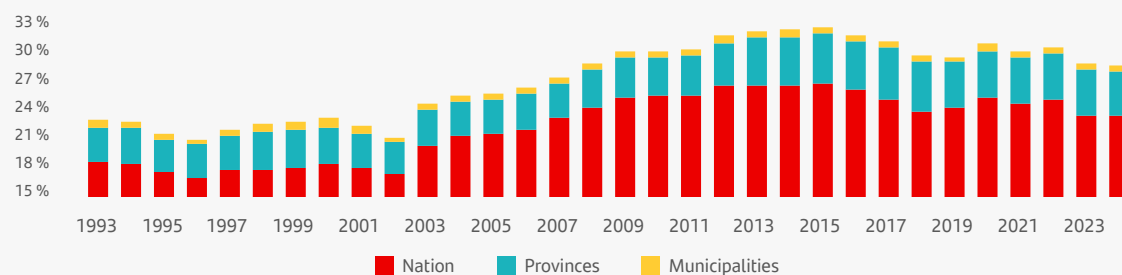
Aumentar la edad de jubilación contribuiría a contener los pasivos a largo plazo. Desde abril de 2024, los ajustes en las pensiones siguen una fórmula indexada a la inflación (vía decreto), protegiendo las prestaciones frente a los ciclos económicos y preservando su poder adquisitivo.

No obstante, persisten desigualdades en el acceso: en 2024, el 74% de las nuevas jubilaciones se otorgaron mediante moratorias, frente a menos del 0,3% en 2005. Avanzar hacia un sistema que distinga claramente entre prestaciones contributivas y no contributivas, y eliminar gradualmente los regímenes especiales, reforzaría la equidad, la transparencia y la sostenibilidad del sistema.

Argentina: En profundidad

Presión fiscal

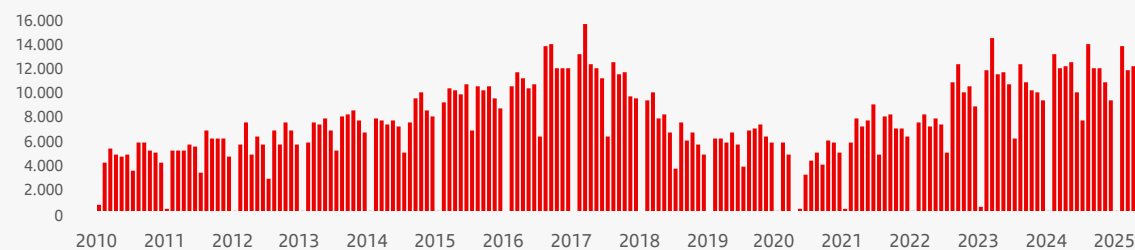
% PIB



Fuentes: Ministerio de Economía de Argentina y Servicio de Estudios Banco Santander..

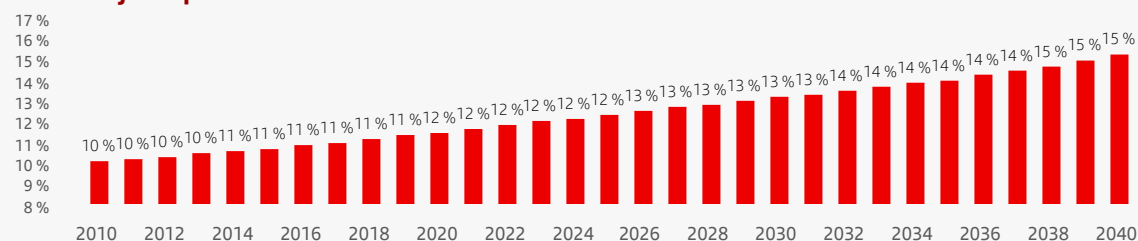
Demandas laborales presentadas por los trabajadores

Dato mensual



Fuente: Superintendencia de Riesgos de Trabajo.

Porcentaje de población de más de 65 años



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) y Servicio de Estudios Banco Santander.



Brasil

Crecimiento superior a lo previsto en un contexto de retos fiscales

En 2025, la economía brasileña está mostrando un rendimiento mejor de lo esperado, impulsada por la política fiscal, el aumento de la renta de los hogares y un mercado laboral resiliente. Se prevé que la actividad económica se desacelere en 2026 por la política monetaria restrictiva y por los desafíos fiscales. Aun así, el mercado laboral se mantendrá firme y la economía ha demostrado una notable fortaleza, fruto de las reformas socioeconómicas aplicadas en los últimos años.

La economía de Brasil creció a una tasa media anual del 3,2% entre 2022 y 2024. Con un crecimiento potencial estimado en torno al 2,0% anual —y reconociendo la incertidumbre inherente a este tipo de estimaciones— este desempeño sugiere que la economía operó por encima de su capacidad durante ese periodo. En ese mismo intervalo, la inflación se mantuvo por encima del objetivo del 3,0% (con una banda de tolerancia de 1,5 puntos porcentuales) durante los tres años, situándose en el 5,8%, 4,6% y 4,8%, respectivamente. Al mismo tiempo, la tasa de desempleo descendió significativamente, del 11,2% en diciembre de 2022 al 6,2% en diciembre de 2024, hasta alcanzar el 5,6% en agosto de 2025. La renta bruta disponible real de los hogares creció a una media anual del 5% entre 2022 y 2024, moderándose al 4,1% en lo que va de 2025. Parte de este crecimiento vigoroso se vio compensado por un aumento de las importaciones, especialmente en 2024. Esto, junto con la caída de los precios de las materias primas, contribuyó a ampliar el déficit por cuenta corriente que sigue financiándose con entradas de capital estables y las reservas internacionales se mantienen en niveles adecuados, reflejando una sólida posición externa.

Estos indicadores reflejan presiones por el lado de la demanda que podrían haber llevado a la economía a operar por encima de su potencial, en parte debido a impulsos fiscales y *cuasifiscales* en los últimos años. Paralelamente a la expansión presupuestaria, se relajaron las reglas fiscales, lo que ralentizó el ritmo de consolidación y limitó el avance hacia la estabilización de la ratio deuda/PIB.

A pesar de la incertidumbre, se espera que el mercado laboral mantenga su fortaleza a lo largo de 2026. Aunque el crédito, la renta y la actividad económica seguirán sintiendo los efectos acumulados de la política monetaria restrictiva, las perspectivas apuntan a un “aterrizaje suave” del PIB.

En política monetaria, la tasa Selic (tipo oficial) pasó del 9,25% (dic 2021) al 13,75% (ago 2022). Posteriormente descendió al 10,50% a mediados de 2023,

 Brasil

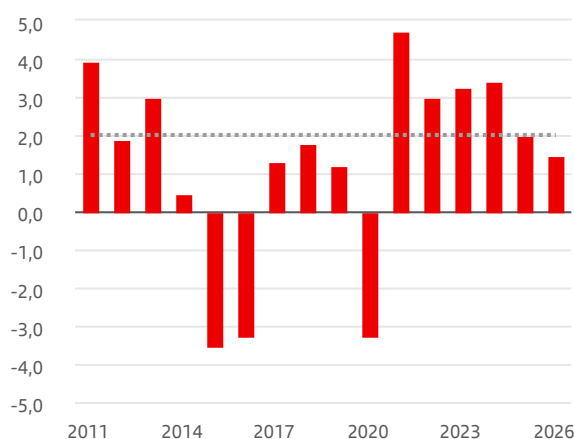
antes de subir hasta el 15% actual. Esperamos que este nivel se mantenga durante los próximos meses, a causa de las expectativas de inflación aún desancladas y los desafíos fiscales existentes. Para 2026 existe margen para una reducción de, al menos, 200 puntos básicos, que situaría la tasa Selic en torno al 13% en diciembre. De cara al futuro, los mercados centrarán su atención en los posibles resultados de las elecciones presidenciales de octubre de 2026.

Las reformas e innovaciones en los mercados financieros, —como el sistema de pagos instantáneos (PIX), *Open Finance*, las mejoras en garantías, la cesión fiduciaria y la normativa hipotecaria— han aumentado la eficiencia del sector y estimulado el impulso del crédito.

A pesar de los desafíos, las reformas estructurales implementadas en los últimos años han reforzado la resiliencia del país, incluidas la reforma laboral, la previsional y, más recientemente, la reforma del impuesto sobre el consumo, que ha dado lugar al nuevo Impuesto sobre el Valor Añadido (IVA) brasileño. Si se implementara de manera eficaz, esta reforma podría aumentar significativamente el crecimiento potencial de Brasil y respaldar su estabilidad a largo plazo.

Brasil: El reto de aumentar el crecimiento potencial del PIB

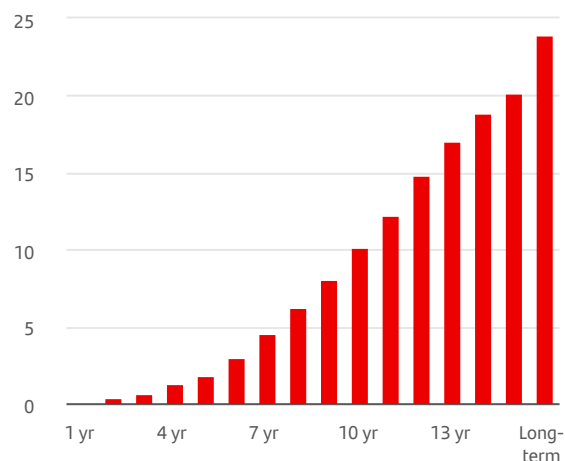
(% variación anual)



Fuentes: Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) y Servicio de Estudios Banco Santander.

Brasil: Aumento en el PIB potencial asociado al impacto directo de la reforma del IVA

(% acumulado)



Fuentes: Centro de Ciudadanía Fiscal (CCiF) y Servicio de Estudios Banco Santander.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	2,0	1,5	1,8
Tasa de desempleo	6,2	6,2	6,2
Inflación (IPC)	5,4	4,4	3,9

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Brasil: En profundidad

¿Un límite superior para la tasa oficial?



La política monetaria de Brasil atraviesa un periodo de transición. El banco central se enfrenta actualmente al reto de mantener una tasa oficial (Selic) elevada durante un periodo prolongado, una tarea complicada por la profundización de los cambios en el sistema financiero y la incertidumbre sobre la orientación fiscal. La inflación continúa por encima del objetivo, y la velocidad de convergencia sigue siendo incierta. Al mismo tiempo, los efectos marginales de los tipos de interés sobre la actividad económica parecen más dispersos, lo que plantea una pregunta clave: ¿nos estamos acercando a un límite superior para la tasa de política monetaria?

Este "límite superior" teórico, aún poco formalizado en la literatura, hace referencia al umbral de tipos de interés a partir del cual los costes —financieros, sistémicos o fiscales (estos últimos asociados al riesgo de dominancia fiscal)— empiezan a superar los beneficios. Los modelos de contagio financiero (Allen y Gale, 2000¹; Acemoglu et al., 2015²) muestran cómo los *shocks* locales pueden amplificarse en redes con liquidez limitada o interconexiones densas. Brunnermeier y Sannikov (2014)³ demuestran que la política monetaria puede generar efectos no lineales, con pérdida de estabilidad más allá de cierto punto. Greenwood, Hanson y Stein (2015)⁴ sintetizan esta lógica con el concepto de "fragilidad de los tipos de interés": más allá de un determinado nivel, subir los tipos puede generar más inestabilidad que disciplina.

La cambiante anatomía del crédito y los canales de financiación

La anatomía del crédito en Brasil ha cambiado de forma significativa. El auge de instrumentos como los bonos corporativos (*debêntures*), los certificados de crédito inmobiliario (CRIs), los certificados de crédito del agronegocio (CRAs) y los fondos de inversión en derechos crediticios (FIDCs) ha reducido la centralidad del canal bancario tradicional en la financiación empresarial. Las grandes empresas han diversificado sus fuentes de financiación, y se están realizando esfuerzos para ampliar este ecosistema hacia las pymes. Esta transformación supone una ganancia en asignación eficiente de los recursos y contribuye al desarrollo del sistema financiero, pero también plantea retos significativos para la conducción de la política monetaria.

¹ Allen, F., y Gale, D. (2000), "Financial contagion", *Journal of Political Economy*, 108(1), 1–33.

² Acemoglu, D., Ozdaglar, A., y Tahbaz-Salehi, A. (2015), "Systemic risk and stability in financial networks", *American Economic Review*, 105(2), 564–608.

³ Brunnermeier, M. K., y Sannikov, Y. (2014), "A macroeconomic model with a financial sector", *American Economic Review*, 104(2), 379–421.

⁴ Greenwood, R., Hanson, S. G., y Stein, J. C. (2015), "A comparative-advantage approach to government debt maturity", *The Journal of Finance*, 70(4), 1683–1722.

 Brasil: En profundidad**Menor eficacia del canal de transmisión de la tasa Selic**

Con una menor dependencia del crédito bancario, el canal de transmisión tradicional de la tasa Selic pierde tracción. En consecuencia, la política monetaria recurre a ciclos de endurecimiento más prolongados: su intensidad nominal aumenta, aunque su efectividad marginal disminuye. Esta combinación puede generar efectos colaterales crecientes: presiona el coste del capital, reduce el valor de los activos y encarece el servicio de la deuda. También afecta al valor de las garantías (colateral), lo que incrementa la sensibilidad a los *shocks* de liquidez y reduce el apetito por instrumentos de mayor duración.

Aunque aún no hay señales claras de estrés, tampoco las hay de que este límite superior ya se haya alcanzado. Sin embargo, la hipótesis merece atención, especialmente ante la aparición de riesgos latentes. Paralelamente, surgen indicios de que los tipos elevados comienzan a afectar al crédito bancario y al apetito por nuevas emisiones en el mercado de capitales. Este escenario refuerza la necesidad de una calibración cuidadosa, capaz de evitar tanto un endurecimiento insuficiente como una persistencia excesiva.

Equilibrar las presiones fiscales y la eficacia monetaria

Los efectos de la política monetaria pueden verse contrarrestados por la política fiscal. Al sostener la demanda e impulsar las primas de riesgo, podría reducir la eficacia de las medidas de política monetaria. En este contexto, elevar los tipos de interés para compensar la pérdida de poder de decisión de la política monetaria puede agravar los efectos secundarios sin garantizar el resultado deseado. Esto subraya la importancia de reconocer los límites operativos del tipo Selic. Dichos límites no deben interpretarse como indicios de debilidad institucional, sino como resultado de las transformaciones de la política fiscal y las finanzas públicas.

Mantener la estabilidad macroeconómica requiere un conjunto amplio de instrumentos. Una política fiscal alineada con la política monetaria permitiría que esta última operara a menor coste. La coordinación entre políticas se está convirtiendo en una necesidad técnica.



Actividad económica estable pese a los vientos externos en contra

Chile se encamina hacia un crecimiento moderado debido a factores externos adversos y a la debilidad del mercado laboral. Tras expandirse en torno a 2,4% en 2025, se espera que el PIB se desacelere por debajo de 2,0% en 2026 antes de repuntar en 2027. La inflación avanza hacia la convergencia con el objetivo del 3% de cara a 2026, lo que permitirá al banco central acercar el tipo de referencia a su nivel neutral. La consolidación fiscal seguirá siendo necesaria para estabilizar la deuda pública.

Expansión impulsada por la inversión. La economía chilena cerró 2024 con una nota positiva, estimulada por ganancias transitorias en los sectores exportadores, tendencia que continuó a comienzos de 2025. Se prevé que el PIB crezca el 2,4% en 2025, antes de moderarse al 1,8% en 2026 y recuperarse en 2027. La demanda interna, que había quedado rezagada, empezó a fortalecerse en el segundo trimestre de 2025, gracias a un fuerte aumento de la inversión, reflejo del avance de grandes proyectos mineros y energéticos. Se espera que estos sectores sigan siendo los principales motores del crecimiento, mientras que las proyecciones de inversión total se han revisado significativamente al alza. Aunque la minería y la energía liderarán la expansión, la recuperación es desigual entre sectores. La construcción residencial sigue débil, aunque se prevé cierta mejoría en la segunda mitad de 2026 a medida que disminuya el stock de viviendas nuevas sin vender.

Progresos graduales en el mercado laboral respaldarán el crecimiento moderado del consumo. El mercado laboral sigue siendo frágil, con un desempleo elevado y tasas de empleo que se mantienen estancadas en el último año. Sin embargo, ha aumentado la proporción de empleo formal y se espera una recuperación gradual de la demanda laboral hacia 2026, a medida que la expansión económica se consolide. Junto con una menor carga financiera de los hogares y condiciones financieras más flexibles —que mejoran el acceso al crédito— estas tendencias deberían sostener un incremento del consumo privado en torno al 2% anual durante el horizonte de previsión.

El entorno externo plantea riesgos significativos. Perspectivas globales más débiles, combinadas con el aumento de las tensiones comerciales, amenazan a la economía abierta de Chile. Se espera que estos factores frenen el crecimiento en 2026 antes de que las condiciones mejoren en 2027.



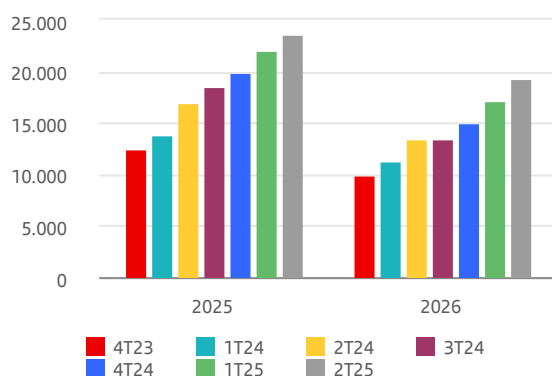
La inflación converge hacia el objetivo, permitiendo la normalización monetaria.

Este indicador subió de 3,4% en diciembre de 2023 a 4,9% a principios de 2025, principalmente por el ajuste de las tarifas eléctricas tras varios años de congelación. Este efecto es transitorio y la inflación ha ido descendiendo gradualmente, con la inflación subyacente ya por debajo del 4%. La escasa incidencia de los efectos de segunda ronda, las expectativas bien ancladas y la baja brecha de actividad permitirán que la inflación se sitúe por debajo del 4% a finales de 2025 y alcance el objetivo del 3% en 2026.

Se espera que la política monetaria se ajuste en línea con la convergencia de la inflación. Se prevé que el banco central reduzca el tipo de referencia hasta 4,50% a finales de 2025 y a 4,25% en 2026. Esta relajación gradual refleja presiones inflacionarias contenidas, unas expectativas bien ancladas y el aumento de los riesgos externos.

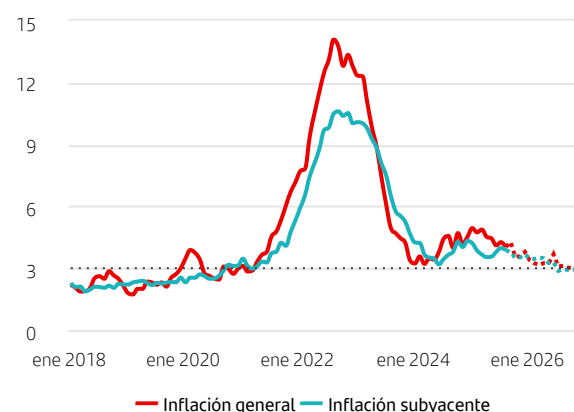
Consolidación fiscal para preservar la sostenibilidad de la deuda. Esta gestión sigue siendo un reto tras una década de déficits persistentes. En este contexto, se proyecta un déficit del 2,0% del PIB para 2025. Ingresos inferiores a lo esperado y un estrecho margen fiscal apuntan a la necesidad de consolidación en los próximos años.

Chile: La inversión en equipo se verá impulsada por proyectos de gran escala (miles de millones de dólares)



Nota: cada barra representa la proyección de inversión trimestral para 2025 y 2026.
Fuentes: Corporación chilena de bienes de capital y Servicio de Estudios Banco Santander.

Chile: Esperamos desinflación en 2026 (% variación anual)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Servicio de Estudios Banco Santander.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	2,4	1,8	2,3
Tasa de desempleo	8,7	8,5	8,4
Inflación (IPC)	4,3	3,2	3,0

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 Chile: En profundidad

¿Por qué ha disminuido el crecimiento tendencial de Chile y qué se puede hacer para revertirlo?



Durante los años 90, la economía chilena avanzó a una tasa media anual del 6,3%, impulsada por una serie de reformas estructurales que elevaron la eficiencia y sentaron las bases de una expansión sostenida. En los primeros años del siglo XXI el crecimiento se moderó ligeramente, aunque se mantuvo elevado —4,8% anual de media—, lo que permitió a Chile reducir con rapidez la brecha de renta con los países avanzados. A pesar de los actuales vientos en contra, el país tiene una valiosa oportunidad para reactivar su actividad mediante una transformación productiva basada en sus ventajas comparativas para liderar las industrias del futuro.

Según el Banco Mundial, Chile transitó de ser un país de renta media-baja a finales de los años 80 a alcanzar niveles de renta comparables a los de las economías de la OCDE en la década de 2010.

Este sólido desempeño descansó sobre varios pilares:

- **Integración global**, a través de una red de 34 acuerdos comerciales que cubren cerca del 90% del PIB mundial, lo que otorgó acceso preferente a mercados relevantes y fomentó la competencia e innovación.
- **Mercados financieros profundos y sofisticados** apoyados en el sistema de pensiones privado y el sector bancario resiliente, que canalizaron ahorro doméstico hacia inversión productiva. En este contexto, los activos de los fondos de pensiones alcanzaron aproximadamente el 80% del PIB.
- **Instituciones sólidas y estabilidad macroeconómica**, incluyendo el banco central independiente, la política fiscal prudente, reguladores técnicos, la baja inflación y el firme compromiso con unas finanzas públicas sanas.
- **Bono demográfico** asociado una población en edad de trabajar, que contribuyó positivamente al producto potencial.

No obstante, el entorno cambió sustancialmente en años recientes. Entre 2012 y 2024 la tasa media del PIB se redujo a apenas el 2% anual, reflejando el estancamiento en la convergencia de Chile hacia el estatus de país de renta alta. Estimaciones internas sitúan la tasa de crecimiento tendencial en torno al 2,2%, insuficiente para cerrar la brecha de renta con las economías avanzadas en un horizonte razonable.

 Chile: En profundidad**¿Qué explica la desaceleración?**

Varios factores estructurales contribuyen a este fenómeno:

- **Caída de la inversión:** mientras que la inversión creció a más del 9% anual entre 1990 y 2008, desde 2014 su ritmo se ha contenido en torno al 1% anual.
- **Estancamiento de la productividad total de los factores (PTF)**, especialmente en los sectores no mineros, que se ha mantenido plana desde 2014 después de crecer un 2,7% anual en los años noventa.
- **Vientos demográficos adversos**, incluido el descenso de la natalidad y envejecimiento, que limitan la población en edad de trabajar y aumentan la presión sobre las cuentas públicas.
- **Ralentización de la globalización**, con un comercio global en declive y tendencias proteccionistas al alza, lo que representa un desafío para una economía pequeña y abierta como la chilena.

El camino por delante: del reto a la oportunidad

A pesar de estos factores, Chile tiene margen para reactivar su dinamismo mediante una transformación productiva. Un estudio del FMI¹ muestra que, entre 28 países que superaron los 26.000 USD de renta per cápita entre 1950 y 2010, la mediana de crecimiento en la década siguiente fue del 2,9%. Por tanto, alcanzar una expansión del 3%–3,5% resulta factible si se implementan con decisión y coherencia las reformas necesarias.

Chile dispone de ventajas comparativas únicas que pueden impulsar las industrias del futuro:

- **Gran Potencial de energías renovables de primer nivel mundial**, esencial para la transición energética.
- **Recursos naturales estratégicos** (cobre, litio) críticos para la electrificación y la digitalización.
- **Oportunidades en sectores como el forestal, la agroindustria, el turismo y los servicios digitales**, que pueden favorecer un avance inclusivo y la creación de empleo.

Reformas para desbloquear el crecimiento

Aprovechar estas fortalezas exige cambios ambiciosos y focalizados para mejorar la productividad, estimular la inversión y fomentar la innovación. Algunas prioridades clave son:

¹ Guo and Schaechter (2025), 'Chile Can Grow Faster – But it Won't Be Like the 1990s Again', International Monetary Fund (IMF News).

Chile: En profundidad

1. **Modernizar y acelerar el marco regulatorio.** según la Comisión Nacional de Evaluación y Productividad (CNEP), obtener permisos para proyectos mineros a gran escala puede tardar hasta nueve años. Agilizar y digitalizar estos procesos es crucial para atraer inversión, mejorar la asignación de recursos, adoptar tecnologías y diversificar la estructura productiva.
2. **Aumentar la participación laboral, especialmente la femenina,** mejorar el acceso a servicios de cuidado de calidad y políticas que favorezcan la conciliación permitiría ampliar la fuerza laboral.
3. **Mejorar la educación y las competencias laborales,** incorporar habilidades digitales y de inteligencia artificial para elevar la productividad y adaptar la fuerza de trabajo a la demanda futura.
4. **Revisar el sistema tributario,** reducir la carga efectiva sobre la inversión para potenciar la acumulación de capital y el crecimiento a largo plazo.

Con todo, ya hay avances: una ley recientemente aprobada simplifica procesos sectoriales de permiso —un paso en la dirección adecuada— y los principales candidatos presidenciales han incorporado muchas de estas materias en sus programas. Todo ello alimenta un escenario de optimismo contenido: si Chile actúa con determinación, puede recuperar una senda de crecimiento más dinámica y sostenible.

Impacto en el crecimiento del PIB a largo plazo de las diferentes medidas de política fiscal

	Más de 10 años	Anual	Impacto en PIB
Reducción del impuesto de sociedades en 2 puntos porcentuales	1,2 %	0,12 %	
Reducción en el tiempo de procesamiento de los permisos	2,4 %	0,24 %	
Energía limpia, hidrógeno verde y derivados	1,1 %	0,11 %	
Despliegue total del litio	2,8 %	0,28 %	
Aumento en la tasa de actividad femenina			1,8 %

Fuente: Ministerio de Finanzas (noviembre, 2023), "Informe del comité de expertos sobre el espacio fiscal y el crecimiento tendencial".



Crecimiento bajo, pero resiliente

En 2025, la economía mexicana mostró una sorprendente fortaleza frente a la incertidumbre derivada de los aranceles estadounidenses, en parte, gracias al adelanto de las exportaciones y a un amplio programa de transferencias sociales. Se prevé que la actividad económica se acelere ligeramente en 2026, desde una base baja, a medida que haya mayor claridad en materia comercial. Además, el Mundial de Fútbol aportará un impulso temporal adicional. No obstante, se proyecta que el crecimiento permanezca por debajo de su tendencia el próximo año.

El crecimiento del PIB en 2025 se estima en torno al 0,4%, el nivel más bajo desde 2020. El desempeño fue mejor de lo previsto en los primeros meses del año, impulsado por las exportaciones, ya que se adelantaron compras ante la expectativa de subida en los aranceles en EE.UU. Sin embargo, en la segunda mitad del año el crecimiento del PIB se moderó conforme se normalizaron los flujos comerciales, a la vez que la débil creación de empleo y el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito bancario pesaron sobre la economía. En 2026, México se beneficiará de un crecimiento algo mayor en EE.UU. (con mucho, su principal socio comercial), de tipos de interés más bajos y del impulso puntual derivado del mundial de fútbol. Proyectamos un crecimiento del PIB del 1,0% en 2026 y del 2,0% en 2027.

La inflación se ha beneficiado de una demanda interna relativamente débil. La inflación durante la mayor parte del último año se mantuvo entre 3,5% y 4,5%, principalmente por la volatilidad en los precios agrícolas. Estos niveles son muy inferiores al pico cercano al 9,0% registrado a finales de 2022. Mientras tanto, la inflación subyacente anual se ha estabilizado ligeramente por encima del límite superior del rango objetivo del banco central (4%), debido a que la desinflación de servicios ha sido limitada. Se prevé que la inflación general y la subyacente converjan gradualmente hacia una tasa de largo plazo del 4,0% en los próximos trimestres. Desde la perspectiva de política monetaria, la mayor parte del ciclo de relajación, iniciado a comienzos de 2024, ya habría quedado atrás, y se estima que el tipo de interés oficial se estabilice en torno al 7,0%.

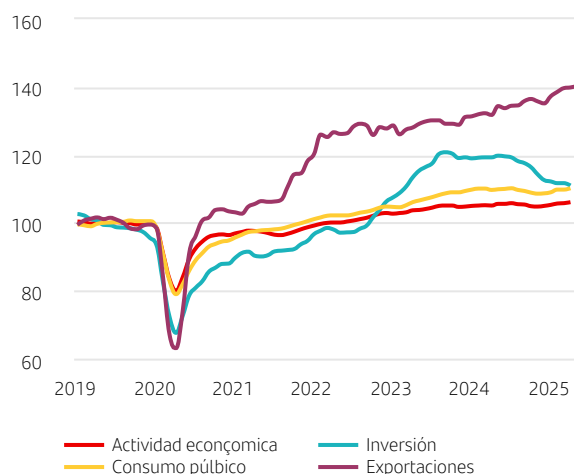
En el terreno fiscal, el programa de consolidación anunciado para 2025 se ha ejecutado en gran medida según lo previsto, y plantea nueva reducción adicional del déficit fiscal en 2026. En los últimos trimestres, el gobierno ha recortado gastos para compensar la debilidad de los ingresos, sobre todo a costa de la inversión pública en infraestructura. De cara a 2026, se prevén modificaciones en regímenes tributarios específicos para ampliar las bases imponibles. El gobierno mantiene un compromiso firme con la prudencia fiscal, algo que los mercados financieros y las agencias de calificación ya han incorporado en gran medida.

México

Las cuentas externas de México siguen mostrando desequilibrios limitados. Se proyecta que el déficit por cuenta corriente se mantenga por debajo del 1,0% del PIB en 2026. En los últimos trimestres, la moderación de las remesas desde el exterior fue más que compensada por la mejoría del saldo comercial, que pasó de un pequeño déficit a un superávit, impulsado por la fortaleza de las exportaciones manufactureras y la debilidad de las importaciones de bienes de capital. El déficit por cuenta corriente equivale a un tercio de las entradas netas de inversión extranjera directa, lo que deja a México con una vulnerabilidad mínima ante flujos de capital volátiles. Esto ayuda a explicar la resiliencia del peso mexicano.

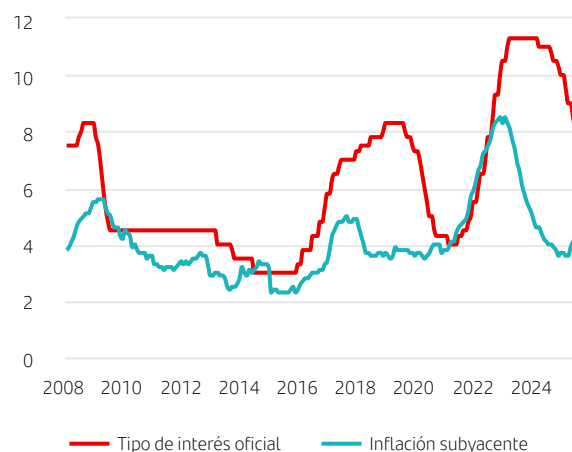
La economía mexicana es muy abierta y dependiente de Estados Unidos, destino de más del 80% de sus exportaciones. En este contexto, la reconfiguración de las cadenas globales de suministro plantea riesgos, pero también oportunidades: desde el inicio de las tensiones comerciales entre EE.UU. y China en 2017, la cuota de México en las importaciones estadounidenses ha aumentado. La actual escalada podría fortalecer aún más la integración norteamericana. Para aprovechar plenamente estas oportunidades, México debe mejorar el capital humano, la infraestructura y el marco legal, pilares para sostener un crecimiento de largo plazo sólido y equilibrado.

México: Las exportaciones han sido el motor del crecimiento económico (2019=100)



Fuente: INEGI.

México: Pese a la bajada de tipos de interés, el tipo de interés oficial sigue muy por encima de la inflación (% variación anual)



Fuentes: INEGI y Banco de México (Banxico)

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	0,4	1,0	2,0
Tasa de desempleo	2,8	3,5	3,8
Inflación (IPC)	4,0	3,9	4,0

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander.

 México: En profundidad

Los retos fiscales de México a medio plazo



El ajuste actual de las finanzas públicas compensa el aumento del déficit registrado en 2024 y debería ser suficiente para disipar las preocupaciones fiscales a corto plazo. Sin embargo, las finanzas públicas mexicanas seguirán enfrentando importantes desafíos a mediano plazo.

Ajuste fiscal a corto plazo en marcha

En 2024, el déficit público de México se elevó al 5,7% del PIB, el nivel más alto en al menos tres décadas. Se trata de un aumento notable respecto al promedio del 3,7% de los cinco años anteriores, que marca un cambio frente al historial de disciplina fiscal mantenido en periodos previos. México fue uno de los pocos países que no aplicó una respuesta fiscal expansiva durante la pandemia: aunque la ratio de deuda pública sobre PIB aumentó en 2020 debido a la contracción del PIB y de los ingresos tributarios, disminuyó de manera constante entre 2021 y 2023. Como resultado, la deuda pública al cierre de 2024 se situó en el 51,3% del PIB, muy por debajo del promedio de la OCDE (110% del PIB).

Para 2025, la nueva administración federal anunció un plan de ajuste fiscal que incluye una reducción del déficit público del 1,8% del PIB, basada principalmente en una fuerte disminución del gasto público. Si bien las estimaciones actualizadas muestran que el déficit se reducirá solo en 1,4% del PIB —por debajo de la meta, debido a menores ingresos petroleros—, se ha realizado un esfuerzo significativo de contención del gasto. Durante el primer semestre del año, el gasto total se redujo un 3,8% en términos reales anuales, pese a un aumento del 10,8% en el pago de intereses. Excluyendo los gastos de ejecución obligatoria, el gasto público disminuyó un 7,9% en la primera mitad de 2025.

Para 2026, el gobierno federal propone una reducción adicional del déficit hasta el 4,1% del PIB, que se alcanzaría mediante medidas destinadas a incrementar los ingresos tributarios. Bajo supuestos realistas sobre la evolución del entorno macroeconómico, es probable que la deuda pública siga aumentando como proporción del PIB en los próximos años, aunque a un ritmo moderado. En este contexto, se espera que la deuda mexicana mantenga su calificación de grado de inversión en el futuro previsible, a pesar del complejo entorno global, aunque podrían registrarse desvíos fiscales adicionales que limiten el margen de maniobra.

Desafíos fiscales a mediano plazo

Las finanzas públicas de México enfrentan una serie de desafíos estructurales. La rigidez del gasto público ha aumentado de forma considerable: los componentes obligatorios del presupuesto —como el pago de intereses, las transferencias a

México: En profundidad

gobiernos locales y las pensiones—, que representaban un tercio del gasto total hace diez años, ahora rozarían la mitad. Esta tendencia probablemente continuará ante la transición demográfica en curso. Además, existen límites al tamaño de los recortes que pueden aplicarse a las partidas discrecionales sin afectar negativamente a la economía. En el primer semestre de 2025, la inversión pública se contrajo un 30,4% en términos reales, y en 2025 su peso en el gasto total será un tercio menor que en 2015.

Por otra parte, la contribución de los ingresos petroleros se ha reducido de forma continua, debido al descenso de la producción y a la débil situación financiera de Petróleos Mexicanos (Pemex), que probablemente seguirá requiriendo apoyo del gobierno.

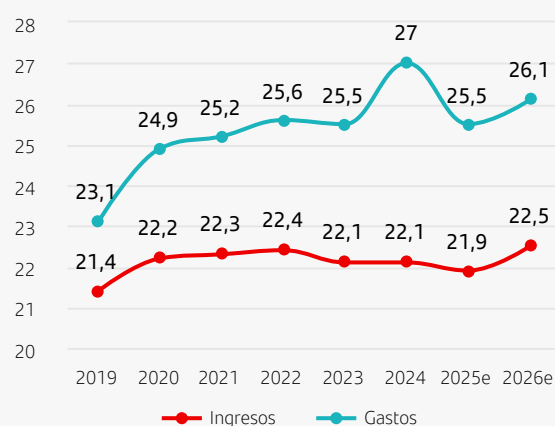
México también destaca por la estrechez de su base impositiva: pese a las mejoras recientes en la recaudación se prevé que los ingresos tributarios en 2025 alcancen apenas el 15% del PIB, muy por debajo del promedio de la OCDE (34%) y del promedio latinoamericano (21%).

En los próximos años, el debate sobre una reforma tributaria integral que amplíe las fuentes estables de ingresos públicos seguirá siendo relevante y necesario.

México: Ingresos y gastos públicos

(% PIB)

e/: estimaciones del proyecto de presupuestos 2026.

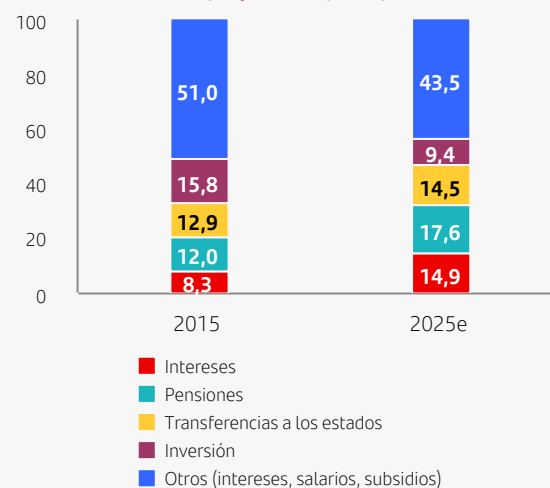


Fuentes: Secretaría de Hacienda and Crédito Público.

México: Estructura del gasto público

(% sobre el total de gasto)

e/: estimaciones del proyecto de presupuestos 2026



Fuentes: Secretaría de Hacienda and Crédito Público.



China

Convergencia, retos y el camino por delante

Las perspectivas de China apuntan a una desaceleración gradual, en un contexto de debilidad de la demanda interna y de la inversión en infraestructuras. La demanda externa ofrece solo un alivio limitado, lo que mantiene los riesgos sesgados a la baja. Las autoridades están dosificando las medidas fiscales y optan por un apoyo gradual para mantener la flexibilidad de cara al 15º Plan Quinquenal, que comienza en 2026.

A medio plazo, las perspectivas de China siguen siendo relativamente

resilientes, sustentadas por el tamaño de su mercado, su creciente capacidad tecnológica —patente en los avances rápidos en inteligencia artificial, energías renovables y vehículos eléctricos— y una inversión estratégica sostenida en infraestructuras y digitalización. No obstante, esta trayectoria dependerá en gran medida de cómo se aborden vulnerabilidades estructurales como los cambios demográficos (descenso de la natalidad, envejecimiento de la población y reducción de la fuerza laboral), la sostenibilidad ambiental, la estabilidad financiera y unas dinámicas geopolíticas cada vez más complejas.

Gran parte del crecimiento pasado de China se ha basado en la inversión de capital en el proceso de alcanzar la frontera tecnológica mundial. Como ocurre en todo proceso de convergencia, mantener un crecimiento rápido resulta más difícil a medida que una economía se acerca a dicha frontera. Si a ello se suma el declive demográfico se configura un escenario de desaceleración natural, incluso en condiciones políticas y financieras estables.¹

Dicho esto, la innovación tecnológica —especialmente en el ámbito de la inteligencia artificial— y las reformas estructurales podrían influir positivamente en esta trayectoria de convergencia. Del mismo modo, la participación de China en asociaciones económicas regionales y globales podría sostener el crecimiento mediante un impulso al comercio y a los flujos de inversión.

En este contexto, preveemos que el PIB de China se desacelere interanualmente hasta el 4,6% en 2026, frente al 4,9% en 2025 (en línea con el objetivo gubernamental del 5% para este último año). Esta previsión parte del supuesto de que las negociaciones comerciales con Estados Unidos mantendrán los aranceles bilaterales en sus niveles actuales. El aumento de aranceles por parte de EE.UU. redujo los envíos hacia ese país, pero esta contracción fue más que compensada por una fuerte demanda externa procedente de mercados distintos al

¹ Fernández-Villaverde, J., Ohanian, L., y Yao, W. (September, 2023), "The neoclassical growth of China", VoxEU/CEPR.



China

estadounidense. Se espera que el ajuste en el sector inmobiliario continúe a lo largo de 2026.

Todo lo anterior se refleja en **una inflación interna moderada en los últimos trimestres**, en un contexto de demanda débil y bajadas de precios por parte de fabricantes de sectores sobredimensionados. El Gobierno busca frenar la competencia agresiva de precios mediante medidas del lado de la oferta, conocidas como iniciativas contra la 'involución'. Es probable que estas medidas tarden varios meses en tener efectos amplios.

China mantiene una amplia capacidad fiscal. Las autoridades han incrementado la emisión de bonos en los últimos meses, pero parecen estar retrasando deliberadamente el despliegue a gran escala de los fondos. Esta estrategia sugiere una preferencia por un uso estratégico del estímulo antes que por un paquete amplio de impacto inmediato.

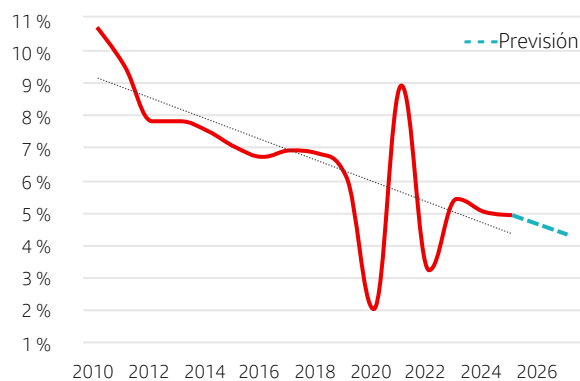
Ante la acumulación de riesgos a la baja para el crecimiento, es posible que los responsables políticos adopten medidas de apoyo incremental, incluida, potencialmente, una bajada modesta de tipos en el cuarto trimestre de 2025. Lo más relevante es que las autoridades parecen dispuestas a tolerar un crecimiento moderado a corto plazo con el fin de preservar margen de actuación para intervenciones de mayor impacto en 2026, el primer año del 15º Plan Quinquenal (2026–2030).

Este próximo Plan Quinquenal priorizará la autosuficiencia tecnológica (con especial atención a la adopción de la inteligencia artificial en el sector manufacturero para mejorar la productividad total de los factores, conforme a la agenda "AI Plus"), el reequilibrio selectivo hacia el consumo interno, la transición ecológica (tras unas cifras récord en instalaciones solares y eólicas, el próximo cuello de botella se sitúa en la flexibilidad del sistema: mercados, almacenamiento, respuesta de la demanda y redes de transmisión), así como la seguridad energética y de las cadenas de suministro. También se hará hincapié en mantener la apertura exterior, incluso ante unas fricciones geopolíticas persistentes.

China se encuentra en un momento decisivo. Su capacidad para gestionar eficazmente los cambios estructurales, la incertidumbre geopolítica y las limitaciones naturales del proceso de convergencia económica será crucial para definir la trayectoria de su crecimiento futuro.

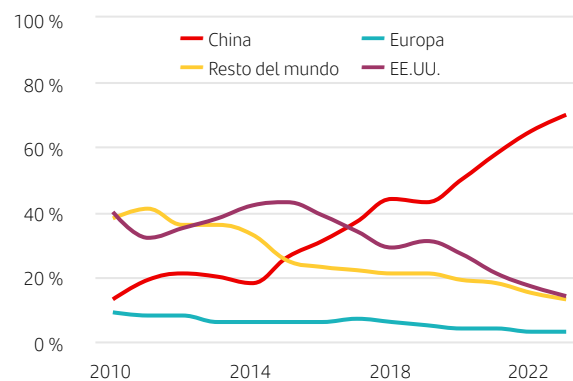
China

China: crecimiento anual del PIB



Fuentes: Refinitiv y Servicio de Estudios Banco Santander.

Patentes de IA concedidas



Fuentes: AI índice de la Universidad de Stanford.

Previsiones macroeconómicas

	2025	2026	2027
Crecimiento del PIB (%)	4,9	4,6	4,3

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander



Temas clave



La tasa de interés de equilibrio: revisión de sus principales determinantes

La tasa de interés de equilibrio sirve como la estrella polar que orienta la política monetaria de los bancos centrales. El tipo neutral o natural (R^*) es la tasa real —es decir, ajustada por inflación— que permite que la economía crezca a pleno empleo y con una inflación en línea con el objetivo del banco central. En otras palabras, es la tasa a la cual la economía opera en su potencial, con la inflación anclada al objetivo de largo plazo. En este artículo se analizan sus principales determinantes y, en consecuencia, hacia dónde podría dirigirse en los próximos años.

A diferencia de los tipos de interés nominales —observados a diario en los mercados financieros—, R^* es inobservable y está, en cambio, determinado por factores estructurales de largo plazo. La mayoría de bancos centrales lo estiman mediante modelos, dado su papel como referencia para la política monetaria. Cuando los tipos se sitúan por encima de R^* , la política es contractiva; cuando están por debajo, es expansiva.

El concepto se remonta al economista Knut Wicksell, quien definió R^* como el tipo al que la política monetaria no ejerce ni presiones inflacionarias ni desinflacionarias. Como describió una vez el economista John H. Williams:¹ El tipo natural es una abstracción; como la fe, se observa por sus efectos. Solo puede afirmarse que, si la política del banco logra estabilizar los precios, el tipo bancario debe haberse alineado con el tipo natural; si no, es que no lo ha hecho”.

En términos sencillos, R^* se refiere al tipo real de interés que prevalecería a largo plazo en condiciones de equilibrio general. También puede verse como el inverso del precio de los activos sin riesgo —lo que significa que las fluctuaciones en los precios de los activos influyen directamente en el nivel de R^* .

El concepto del tipo neutral de interés juega un papel central en el análisis macroeconómico. Sirve como punto de referencia clave para la calibración de la política monetaria, ayudando a los bancos centrales a evaluar si la política es expansiva o restrictiva. También sustenta la valoración de activos, ya que el extremo largo de la curva de rendimientos reales viene influido tanto por la trayectoria esperada del tipo natural como por la prima por plazo.

El concepto de tipo de interés neutral desempeña un papel central en el análisis macroeconómico. Sirve como punto de referencia clave para la calibración de la política monetaria.

¹ John C. Williams (2023), “Measuring the Natural Rate of Interest: Past, Present, and Future”, Federal Reserve of New York.

En Estados Unidos, la tasa de equilibrio nominal, según las últimas estimaciones, ronda el 3%.

El tipo de interés nominal de equilibrio en la zona euro parece situarse entre el 1,75% y el 2,25%.

Como cualquier tipo de interés, R^* se determina en los mercados de crédito por el equilibrio entre el ahorro (la oferta de crédito) y la inversión (la demanda de crédito). Para que las empresas realicen nuevas inversiones necesitan que los hogares y otros ahorradores aporten el capital que las financie. Así, la inversión agregada debe igualar el ahorro disponible. Para lograrlo, los tipos deben ser lo bastante altos para incentivar el ahorro y lo bastante bajos para fomentar el endeudamiento. El tipo de interés que consigue ese equilibrio a largo plazo es R^* .

La literatura económica ha debatido largamente los factores que influyen tanto en la oferta de ahorro como en la demanda de inversión. El análisis se centra en los principales impulsores estructurales de cada lado y en cómo los cambios recientes podrían estar remodelando las dinámicas observadas en las dos últimas décadas —en particular, el periodo de tipos persistentemente bajos tras la crisis financiera global de 2008. Estas dinámicas parecen ahora estar revirtiéndose.

Este análisis no pretende desarrollar modelos de estimación de R^* . Los métodos más usados en la literatura académica incluyen enfoques de series temporales, modelos semiestructurales y modelos de equilibrio general dinámico estocástico (DSGE). Los rangos de estimación puntuales procedentes de distintos modelos de R^* revelan una considerable incertidumbre asociada al modelo, reflejando la amplia gama de estimaciones que arrojan metodologías contrapuestas. Dado que R^* es inobservable, los economistas deben recurrir a diversas técnicas de estimación.

Entre los primeros años de los 2000 y 2022, los tipos de interés alcanzaron mínimos históricos en todo el sistema financiero global. En Estados Unidos, el tipo de los fondos federales promedió el 7,5% entre 1980 y 2000, pero solo el 1,7% entre 2000 y 2022. En la eurozona, el tipo de referencia medio cayó del 4,8% al 1,5% en los mismos periodos.

Según diversos estudios, R^* ha descendido de forma pronunciada en las economías avanzadas durante las últimas tres décadas. Por ejemplo, el Federal Reserve Bank of New York estima que R^* en EE.UU. bajó del 3,7% en 1990 al 0,4% en 2020, antes de la pandemia. En la eurozona, R^* cayó del 2,65% en 1990 al 0,4% en 2020. Actualmente, la Fed estima R^* entre 0,78% y 1,37% según dos metodologías distintas (equivalente a 2,78%–3,37% en términos nominales). Publicaciones recientes del BCE también sugieren que las estimaciones de R^* oscilan entre –0,5% y +0,5% hasta finales de 2024, lo que implica un tipo nominal entre 1,75% y 2,25%.

¿Cuáles han sido los principales factores de este R^* históricamente bajo? Y, lo que es más importante, ¿siguen vigentes estos factores? Como se ha dicho, varias fuerzas que afectan los patrones de ahorro e inversión ayudan a explicar las fluctuaciones de R^* . Este análisis se centra en cinco factores estructurales clave: demografía, déficits fiscales, productividad, geopolítica y transición energética.

El impacto global del envejecimiento de la población en R^* sigue siendo objeto de debate.

Demografía

La demografía parece desempeñar un papel importante en la configuración de R^* . Según las Naciones Unidas, hacia mediados de la década de 2030 habrá 265 millones de individuos de 80 años o más —superando en número a los recién nacidos— y hacia finales de la década de 2070 la población mundial de 65 años o más se proyecta que alcance 2.200 millones, superando al número de menores de 18 años.

Una mayor esperanza de vida tiende a aumentar los ahorros precautorios, ejerciendo presión a la baja sobre R^* . El denominado “efecto japonés” describe cómo las poblaciones envejecidas y un mayor capital por trabajador reducen la productividad marginal del capital, lo que debilita los incentivos a la inversión y reduce los tipos.

No obstante, el impacto global del envejecimiento poblacional sobre R^* sigue siendo objeto de debate, ya que varias fuerzas empujan en direcciones opuestas. La sostenibilidad de los sistemas de pensiones se verá sometida a una presión creciente a medida que aumente la ratio de dependencia, lo que podría elevar los déficits públicos y ejercer presión al alza sobre los tipos de interés. Del mismo modo, las reducciones relacionadas con la edad en la oferta laboral podrían elevar los salarios y las presiones inflacionarias, impulsando los tipos nominales al alza.

Algunas de estas ideas se resumen en lo que se conoce como el “efecto Goodhart y Pradhan”, descrito en su libro *The Great Demographic Reversal*.² Sostienen que una población mundial más envejecida, junto con la desglobalización, desencadenará una reversión a largo plazo de las tendencias desinflacionarias anteriores, dando lugar a una inflación y tipos de interés estructuralmente más altos.

Fiscal deficits

Los déficits fiscales —y las ratios de deuda pública sobre PIB— han aumentado bruscamente en las principales economías en las últimas décadas. Han surgido crecientes preocupaciones sobre la sostenibilidad de estos déficits, especialmente en países como Estados Unidos y varias naciones europeas. Según el Institute of International Finance (IIF), en la primera mitad de 2025 se añadieron más de 21 billones de dólares a la deuda global (pública y privada), alcanzando un nuevo máximo anual de 338 billones de dólares.

Más allá de la presión demográfica sobre los sistemas de pensiones, el clima geopolítico actual está impulsando un mayor gasto en defensa e infraestructura, a menudo financiado mediante déficits más amplios. Según el *Stockholm International Peace Research Institute* (SIPRI), el gasto militar global alcanzó 2,7 billones de dólares en 2024, subiendo durante diez años consecutivos y aumentando el 37% entre 2015 y 2024. El incremento del 9,4% en 2024 fue el mayor desde, al menos, 1988. Financiar este gasto requerirá una mayor emisión de deuda, lo que probablemente ejercerá presión al alza sobre los tipos de interés.

² Charles Goodhart y Manoj Pradhan (2020), “*The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*”.

Un mayor crecimiento de la productividad generalmente impulsa R^* ya que aumenta los rendimientos esperados del capital y estimula las inversiones.

La fragmentación geopolítica puede empujar al mundo hacia un equilibrio menos eficiente con mayores costes, inflación y tipos de interés.

Productividad

La productividad se cita con frecuencia como un determinante clave de R^* . Un mayor crecimiento de la productividad típicamente eleva R^* al aumentar los rendimientos esperados del capital y estimular la demanda de inversión. Por el contrario, un crecimiento de la productividad más lento puede contribuir a un R^* más bajo.

La desaceleración persistente de la productividad en las economías avanzadas probablemente contribuyó al bajo R^* observado en las últimas décadas.³ Laubach y Williams (Reserva Federal, 2016) estimaron que una caída de un punto porcentual en el crecimiento tendencial del PIB (impulsada principalmente por una menor productividad) se vinculaba con una caída de 0,9–1,0 puntos porcentuales en R^* . De forma similar, la OCDE (2021) concluyó que el descenso de la productividad en las economías avanzadas ha sido un factor clave en la caída de R^* . En la eurozona, el crecimiento medio de la productividad cayó de aproximadamente el 1,6% (1995–2005) al 0,6% (2010–2020), coherente con niveles de R^* cercanos a cero.

No obstante, las tecnologías transformadoras —especialmente la IA— podrían revertir esta tendencia. McKinsey (2023)⁴ estima que la IA generativa podría elevar la productividad laboral global entre 0,1 y 0,6 puntos porcentuales anuales hasta 2040, según el ritmo de adopción. Combinada con tecnologías complementarias, el impulso podría alcanzar entre 0,5 y 3,4 puntos porcentuales anuales, generando entre 2,6 y 4,4 billones de dólares en valor económico anual. El FMI (2025) proyecta que la adopción de la IA podría impulsar la productividad total de los factores (PTF) en Europa el 1% en cinco años (alrededor de 0,2 puntos porcentuales anuales), si bien una regulación más estricta podría reducir ese efecto en un tercio.

Geopolítica

La globalización ha sido una fuerza deflacionaria potente durante las últimas décadas, permitiendo ganancias de eficiencia que redujeron costes, contuvieron la inflación y comprimieron los tipos de interés. Pero el cambio geopolítico podría alterar significativamente las cadenas de suministro globales, con la seguridad convirtiéndose en la prioridad.

El auge del *nearshoring* y el *friendshoring* podría socavar la eficiencia de las cadenas de suministro, elevando los costes de producción y las presiones inflacionarias y, por tanto, los tipos de interés. Asimismo, la escalada de tensiones arancelarias podría fragmentar aún más el comercio mundial. La integración de China en la economía global fue esencial para la dinámica de “baja inflación, alto crecimiento” de comienzos del siglo XXI. No obstante, China parece ahora transitar hacia un equilibrio de crecimiento más lento.

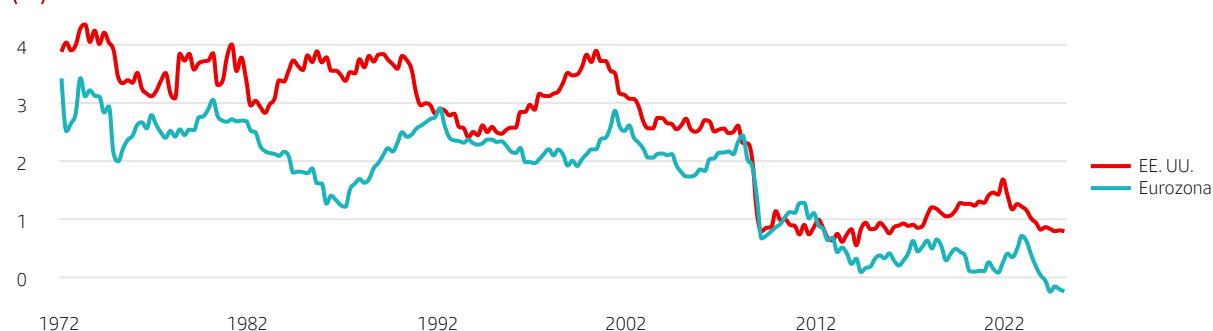
En suma, la fragmentación geopolítica podría empujar a la economía mundial hacia un equilibrio menos eficiente, con mayores costes, inflación y tipos de interés. El FMI

³ Kathryn Holston, Thomas Laubach y John C. Williams (2016), “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants”.

⁴ McKinsey Global Institute (Junio, 2023), “The economic potential of generative AI: The next productivity frontier”. McKinsey & Company.

estima que una fragmentación severa podría reducir el PIB mundial hasta en el 7% a largo plazo —unos 7,4 billones de dólares de producción perdida—. El Foro Económico Mundial y Oliver Wyman (2025)⁵ estiman pérdidas potenciales de hasta 5,7 billones de dólares (el 5% del PIB mundial), mientras que McKinsey (2025⁶) proyecta que la fragmentación podría reducir el crecimiento del comercio mundial en hasta 3 billones de dólares para 2035, alrededor del 25% de las ganancias proyectadas.

Tipo de interés natural(r^*) (%)



Fuente: Kathryn Holston, Thomas Laubach, y John C. Williams (junio, 2023), "Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19", *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, no. 1063, EUMFTA por la Comisión Europea.

Actualmente, los tipos de interés estructuralmente más altos coexisten con un bajo desempleo, lo que refleja un entorno que requerirá niveles de inversión sin precedentes.

Transición energética

Alcanzar emisiones netas cero exigirá inversiones masivas. Algunas estimaciones indican que lograr los objetivos del Acuerdo de París requeriría aproximadamente 9,2 billones de dólares en inversión anual para 2050 —3,5 billones más que la inversión anual actual de 5,7 billones.

Todo lo demás constante, una mayor inversión eleva el tipo de interés de equilibrio. Más ampliamente, la UNCTAD⁷ estima que la brecha de financiación global para cumplir los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) asciende a 4 billones de dólares anuales. Cumplir los objetivos climáticos probablemente impulsará R^* al alza, dada la magnitud del capital requerido.

¿Cuál será el nuevo tipo de equilibrio?

Aunque la incertidumbre persiste, el tipo de equilibrio en la "nueva normalidad" diferirá del observado en el mundo hiperglobalizado y ultralíquido que siguió a la crisis financiera de 2008. Hoy observamos la coexistencia de tipos estructuralmente más elevados con el desempleo bajo, lo que refleja un entorno en el que las crecientes demandas —sistemas de pensiones, finanzas públicas, envejecimiento poblacional y la transición verde— exigirán niveles de inversión sin precedentes.

⁵ World Economic Forum y Oliver Wyman (2025), "Navigating global financial system fragmentation".

⁶ McKinsey Global Institute (enero, 2025), "A new trade paradigm: How shifts in trade corridors could affect business". McKinsey & Company.

⁷ United Nations Conference on Trade and Development (marzo, 2024), "Trillion-dollar shift urgently needed to align global finance with climate and development goals".

Al mismo tiempo, el auge de la IA podría impulsar ganancias de productividad, elevar los rendimientos medios y, por tanto, empujar los tipos al alza.

En última instancia, todos estos retos comparten una característica común: requerirán financiación significativa para inversión en las próximas décadas. Esto subraya la necesidad de marcos regulatorios que promuevan activamente la financiación, respaldados por regímenes de política coherentes y estables. Solo así podremos financiar la triple transición —energética, tecnológica y demográfica—. Una estrecha coordinación entre los gobiernos, los reguladores, el sector privado y la sociedad en general será esencial.

Determinantes del tipo de interés neutral (La dirección de las flechas indica efecto sobre los tipos)

	Entre 2007-2022	Desde 2022 en adelante
Ahorros		
Demografía		
Sistema de pensiones	↑	↑ ↑
Esperanza de vida	↓	↓ ↓
Mercado de trabajo	↓	↑
Déficits fiscales	↑	↑ ↑
Inversiones		
Productividad	↓	↑
Geopolítica	↓	↑
Transición climática	↑	↑ ↑

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander



Regulación y productividad: en busca del equilibrio óptimo

Comprender el vínculo entre regulación y productividad resulta cada vez más determinante en un contexto de crecimiento y competitividad débiles, especialmente en Europa y en algunos países de América Latina. Si bien los marcos regulatorios son indispensables para el funcionamiento económico, su diseño y complejidad pueden favorecer o, por el contrario, obstaculizar las mejoras de productividad. Esta sección explora los retos empíricos para medir el impacto regulatorio y el consenso emergente sobre la existencia de un umbral regulatorio óptimo.

Definir ese vínculo entre regulación y productividad es complicado: aunque existe abundante información sobre el desempeño económico de los países, los índices robustos y fiables que capturen fielmente las características de un marco regulatorio siguen siendo escasos. En última instancia, la regulación y su impacto económico son variables no observables que deben estimarse de forma indirecta.

Si bien la regulación es esencial para el funcionamiento económico, la sobrerregulación puede generar efectos negativos en el desarrollo económico.

No obstante, estudios recientes han avanzado en la comprensión de esta relación. Los pasos preliminares en este esfuerzo incluyen definir correctamente qué se entiende por regulación o complejidad regulatoria, así como establecer métodos empíricos robustos para su medición. Por ejemplo, De Lucio y Mora-Sanguinetti (2021)¹ proponen tres dimensiones para definir el concepto de complejidad regulatoria: (1) la dimensión cuantitativa (volumen de normas), (2) la dimensión cualitativa (redacción compleja o ambigua) y (3) la dimensión relacional (interconexión entre normas).

Los marcos regulatorios y normativos son necesarios para establecer estándares, acordar reglas, alinear incentivos y asegurar condiciones adecuadas para el desarrollo de las actividades. Cuando se aplican sin atender a estos criterios o a principios de eficiencia, la regulación deriva en una burocracia excesiva que lastra la competitividad, el clima de negocios y, en última instancia, la iniciativa privada y la productividad. Una analogía útil es la curva de Laffer en la teoría fiscal,² que postula que más allá de cierto umbral, aumentos adicionales en los tipos impositivos reducen la recaudación debido a desincentivos para trabajar e invertir. La llamada *sobrerregulación* genera efectos negativos sobre la innovación, el emprendimiento, la productividad y, por ende, el desarrollo económico.

¹ Juan de Lucio y Juan S. Mora-Sanguinetti (2021), 'Drafting 'better regulation': The economic cost of regulatory complexity', *Journal of Policy Modeling*, volumen 44, No 1.

² La curva de Laffer ilustra una relación teórica entre los tipos impositivos y la recaudación fiscal del gobierno. Parte del supuesto de que no se recaudan ingresos fiscales en los extremos del 0% y el 100%, lo que implica que existe un tipo impositivo intermedio que maximiza la recaudación. La forma de la curva depende de la elasticidad de la renta imponible, es decir, de cómo varía la renta imponible en respuesta a cambios en el tipo impositivo. Esta idea fue popularizada por el economista de la oferta Arthur Laffer.

Una vez superada la zona teórica de regulación óptima, surge una zona de sobreregulación caracterizada por altos costes de cumplimiento, barreras de entrada e ineficiencias en la asignación de recursos.

Entre 2009 y 2024, la UE implementó cerca de 13.000 normas, más del doble de las 5.500 de EE.UU., según el informe de Draghi.

La “curva de Laffer” regulatoria

Esta curva regulatoria de tipo Laffer sugiere que existe un nivel óptimo de regulación que maximiza su impacto positivo sobre la actividad económica. Antes y después de ese punto hay dos zonas no óptimas o subóptimas: la primera, de regulación insuficiente, en la que prevalecen fallos de mercado que generan externalidades negativas, riesgo sistémico, asimetrías de información, etc. En tales casos, introducir regulación mejora la seguridad jurídica, la confianza empresarial y el desempeño.

Pero una vez superada la zona teórica de regulación óptima surge una zona de regulación excesiva, caracterizada por elevados costes de cumplimiento, barreras de entrada a la competencia, burocracia excesiva, ineficiencias en la asignación de recursos y desincentivos a la inversión y a la iniciativa privada, con la consiguiente reducción del bienestar agregado. Entre estos extremos se halla la zona eficiente — aquella que equilibra protección y dinamismo y fomenta el crecimiento a largo plazo.

Investigaciones recientes apoyan esta visión. Utilizando una base de datos de más de 200.000 normas españolas, Mora-Sanguinetti et al. (2023)³ hallaron que una mayor complejidad regulatoria reduce el empleo y el valor añadido. Estos hallazgos son coherentes con investigaciones estadounidenses como la de Bailey y Thomas (2017),⁴ que mostraron que los sectores altamente regulados experimentan un crecimiento más lento del empleo.

El impacto de la regulación sobre la actividad económica ha sido objeto de amplio debate en la Unión Europea en los últimos tiempos, sobre todo ante la proliferación de normativas y estándares mientras la región afronta además una productividad y competitividad débiles. Según *The Future of European Competitiveness*, un informe de Mario Draghi encargado por la Comisión Europea,⁵ Estados Unidos promulgó aproximadamente 5.500 normas entre 2009 y 2024, mientras que la UE implementó en torno a 13.000 en el mismo periodo.

En respuesta, el llamado *Competitiveness Compass*, presentado por la Comisión Europea a principios de 2025, pretende devolver dinamismo a Europa y estimular su competitividad y crecimiento económico. Otro paso relevante de la Comisión es el Paquete *Omnibus* de simplificación, cuyo objetivo es reducir los requisitos de información de sostenibilidad en al menos el 25% para todas las empresas y hasta el 35% para las pymes, con el fin de reforzar su competitividad frente a EE.UU. y China. Según estimaciones de la Comisión, esto supondría un ahorro de alrededor de 6.000 millones de euros anuales en costes administrativos. Es alentador comprobar que este *Paquete Omnibus* de simplificación de la regulación existente se ha extendido

³ Juan S. Mora-Sanguinetti, Javier Quintana, Isabel Soler y Rok Spruk (2023), 'Sector-level economic effects of regulatory complexity: evidence from Spain', *Bank of Spain, Working Papers*, No 2312.

⁴ James B. Bailey y Diana Weinert Thomas (2017), 'Regulating Away Competition: The Effect of Regulation on Entrepreneurship and Employment', *Mercatus Center, George Mason University*.

⁵ Mario Draghi (2024), 'The future of European competitiveness', Comisión Europea.

Más del 60% de las empresas de la Unión Europea consideran que la regulación es una barrera para la inversión.

Reducir las barreras comerciales dentro de la UE hasta alcanzar los niveles internos de EE. UU. podría aumentar la productividad en 7 puntos porcentuales a largo plazo.

más allá del ámbito inicial de sostenibilidad hacia otras áreas y sectores (por ejemplo, defensa) y se ha convertido en un concepto compartido por numerosas autoridades e instituciones europeas que han comprendido que la simplificación y la eficiencia regulatoria son esenciales para competir en el mundo actual.

Este énfasis en reducir la carga burocrática está justificado. Según *Business Europe*, más del 60% de las empresas de la UE consideran la regulación como una barrera para la inversión, y el 55% de las pymes citan los obstáculos regulatorios y administrativos como su principal desafío.

La evidencia histórica respalda esta preocupación. En 2017, el *Council of Economic Advisers* de Estados Unidos estimó que la regulación excesiva costó al país un promedio del 0,8% del crecimiento del PIB por año desde 1980.⁶ Di Vita (2018)⁷ muestra que la complejidad regulatoria frena el crecimiento regional en el caso de Italia, y Kirchner (2012)⁸ demuestra que, a nivel nacional (Australia), el crecimiento de la legislación medido por el número de páginas se relaciona negativamente con el crecimiento del ingreso real per cápita.

A veces, el problema no es solo la sobre-regulación sino también la falta de armonización o la complejidad administrativa. Un estudio del FMI⁹ estima que las barreras intra-UE al comercio siguen siendo significativas. Estas barreras podrían representar, de media, un arancel equivalente de alrededor del 44% para el comercio de mercancías —tres veces más altas que las barreras comerciales entre estados de EE.UU. Para los servicios, estas barreras estimadas son aún más pronunciadas, equivalentes a un arancel del 110%, y, entre los servicios financieros, se estiman cercanas al 100%. Dado que la actividad económica se desplaza cada vez más hacia los servicios, su efecto negativo sobre el crecimiento se amplifica.

El FMI señaló la necesidad de avanzar aún más en el ámbito interno, donde se concentra la mayor parte del comercio de los países de la UE. Reducir estas barreras generaría beneficios importantes: según el Fondo, rebajar las barreras comerciales intra-UE hasta los niveles internos de EE.UU. podría aumentar la productividad en casi 7 puntos porcentuales a largo plazo. Esto reduciría a la mitad la brecha de productividad actual entre las principales economías de la UE y EE.UU.

Como resultado de la fragmentación legal y regulatoria, el Mercado Único Europeo está lejos de alcanzar su pleno potencial. La proporción de pymes que venden en otros países de la UE se ha estancado en el 8% desde 2019, y el comercio intra-comunitario se ha mantenido cercano al 20% del PIB, frente a más del 70% en EE.UU.

⁶ The Council of Economic Advisers to the US president (2017), 'The Growth Potential of Deregulation'.

⁷ Di Vita, G. (2018), 'Institutional quality and the growth rates of the Italian regions: The costs of regulatory complexity', *Papers in Regional Science* 97(4), pp.1057-1082.

⁸ Stephen Kirchner (diciembre, 2012), 'Federal legislative activism in Australia: A new approach to testing Wagner's law', *Public Choice* Vol.153, No. 3/4.

⁹ Alfred Kammer (2024), 'Europe's Choice: Policies for Growth and Resilience', *International Monetary Fund European Department*.

La relación entre la regulación económica y la productividad es fundamental, ya que la productividad es el motor clave del crecimiento y el desarrollo a largo plazo.

Productividad: el santo grial del desarrollo económico

La teoría tradicional del crecimiento económico sostiene que los aumentos de la producción pueden proceder de la acumulación de trabajo, bienes de capital (maquinaria, etc.) o de la eficiencia con que ambos factores se combinan — denominada comúnmente productividad. En modelos de crecimiento tradicionales (como el de Solow) ésta se estima como el residuo (lo que no se explica por los aumentos de trabajo o capital). Asumiendo que el crecimiento vía acumulación de trabajo o capital tiene límites en el medio y largo plazo (por rendimientos marginales decrecientes), o que puede ser similar al de otros países, el crecimiento mediante productividad se convierte en el santo grial del desarrollo económico —la vía más sostenible y de mayor calidad para elevar la producción y el crecimiento a largo plazo.

¿Qué impulsa las mejoras de productividad —comúnmente medidas como productividad total de los factores (PTF)?— Elementos como la tecnología, la formación de la fuerza laboral, la innovación, el desarrollo de un ecosistema que favorezca el emprendimiento e incluso la calidad institucional, entre otros. Por ello, resulta importante comprender la relación entre regulación y otras variables como el crecimiento o el empleo; en particular, es crucial explorar la relación entre regulación y productividad.

Nicoletti y Scarpetta (2003)¹⁰ encontraron que reducir las barreras a la entrada en algunos países europeos hacia la media de la OCDE en diez años podría tener los siguientes efectos. En primer lugar, la reducción de barreras de entrada en industrias de servicios podría aumentar el crecimiento anual de la PTF en el sector empresarial aproximadamente entre 0,1–0,2 puntos porcentuales en países como Portugal, Grecia e Italia. En segundo lugar, existe también un efecto indirecto de la eliminación de barreras comerciales y administrativas a la entrada por encima de las existentes en el país medio de la OCDE. Este efecto depende de la brecha tecnológica acumulada en ciertos sectores manufactureros altamente regulados: tales reformas se estiman que podrían impulsar el crecimiento anual de la productividad manufacturera en 0,1–0,2 puntos porcentuales en algunos países europeos (Alemania, Francia, Italia y Grecia). En la misma línea, Crafts (2006)¹¹ demostró evidencia sólida de que las regulaciones que inhiben la entrada en los mercados de productos afectan negativamente al crecimiento de la PTF en los países de la OCDE, coherente con los modelos de crecimiento endógeno.

Productividad y regulación

Tomando datos de diversas fuentes, desarrollamos dos regresiones para examinar la relación entre la regulación, por una parte, y la productividad y el PIB per cápita, por otra. En el primer caso, utilizamos datos de *The Conference Board* sobre el crecimiento de la PTF para un grupo de 24 países en los últimos diez años. Después lo combinamos con un índice que representa la calidad de la regulación. Para ello

¹⁰ Giuseppe Nicoletti y Stefano Scarpetta (2003), 'Regulation, Productivity and Growth: OECD Evidence', *OECD working papers*.

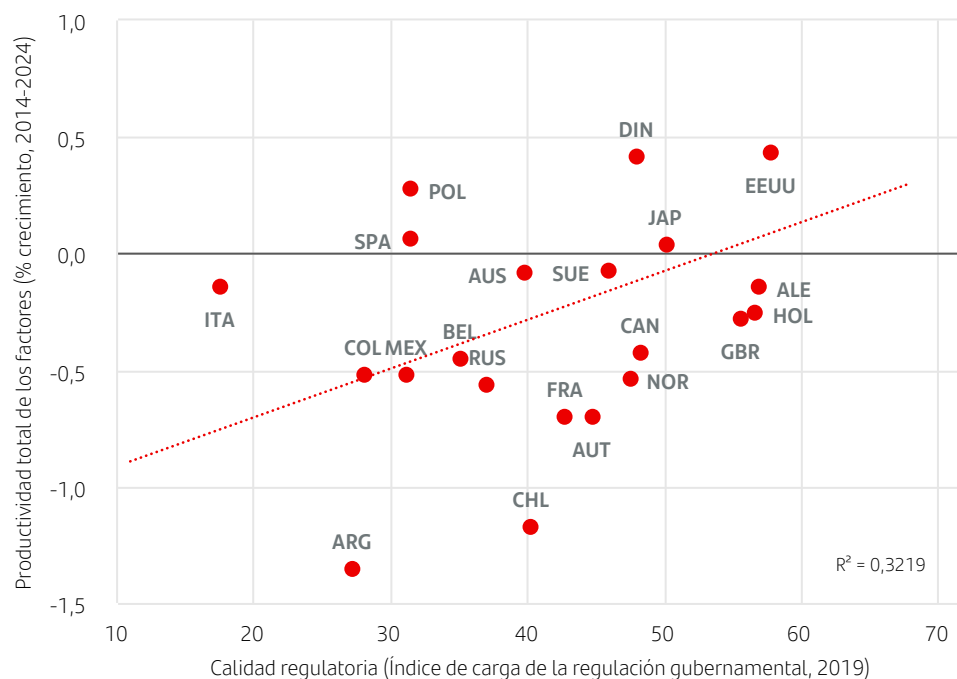
¹¹ Crafts, Nicholas (2006), 'Regulation and Productivity Performance', *Oxford Review of Economic Policy*.

empleamos el índice *Burden of Government Regulation* compilado por el World Economic Forum (WEF).

El índice *Burden of Government Regulation* mide cuánto supone para las empresas cumplir con los requisitos de la administración pública. Evalúa: 1) costes de cumplimiento: el esfuerzo y los recursos que las empresas deben dedicar para ajustarse a las regulaciones, permisos, obligaciones de reporte, etc.; 2) facilidad para hacer negocios: refleja lo sencillo que es iniciar, operar y cerrar una empresa, considerando factores como la concesión de licencias, el registro de la propiedad y los trámites burocráticos; y 3) calidad regulatoria: valora la capacidad del gobierno para diseñar e implementar políticas y normas sólidas que promuevan el crecimiento y la eficiencia del sector privado. Los resultados indican una relación estrecha entre el desempeño del crecimiento de la productividad y la calidad regulatoria.

Relación entre regulación y productividad

Los resultados indican una estrecha relación entre el desempeño del crecimiento de la productividad y la calidad regulatoria.

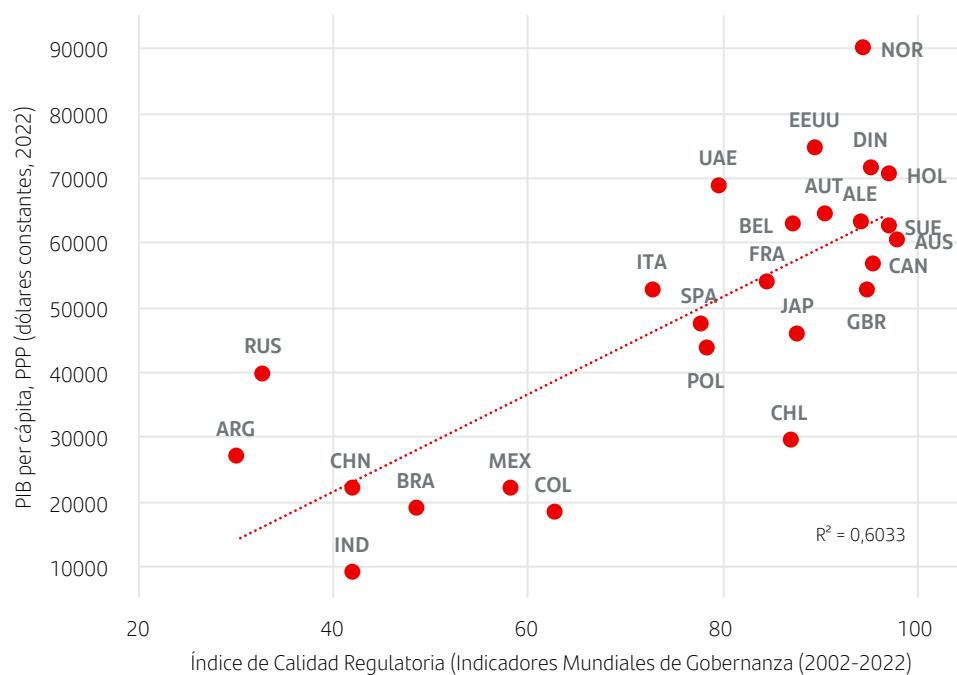


Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander basado en datos de *The Conference Board* y del Foro Económico Mundial.

También exploramos la relación entre el PIB per cápita y la calidad regulatoria. Si consideramos que un alto PIB per cápita es la consecuencia natural de años acumulados de alta productividad, cabría esperar que esta gráfica muestre un patrón similar al anterior. En este caso, para medir la calidad regulatoria utilizamos el Regulatory Quality Index compilado por el Banco Mundial (Worldwide Governance Indicators). Este indicador captura percepciones (mediante encuestas, opiniones de expertos, datos institucionales, etc.) sobre la capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y normativas que permitan y fomenten el desarrollo del sector privado. De nuevo, los resultados muestran una correlación entre el PIB per cápita y la calidad regulatoria para el conjunto de países analizados.

Simplificar los marcos regulatorios y mejorar la calidad de la normativa podría generar aumentos de productividad.

Relación entre regulación y PIB per cápita



Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander basado en Banco Mundial

En términos generales, se admite que la regulación desempeña un papel fundacional en el desarrollo económico, pero su eficacia depende de la claridad, proporcionalidad y coordinación. La evidencia sugiere que simplificar los marcos y mejorar la calidad regulatoria podría desbloquear ganancias de productividad cruciales para el crecimiento a largo plazo.



Los efectos macroeconómicos de la inteligencia artificial

La adopción de la inteligencia artificial (IA) podría transformar las economías, aumentando la eficiencia y la innovación, especialmente si termina convirtiéndose en la siguiente tecnología de propósito general (GPT, por sus siglas en inglés). La inversión y la adopción de la IA se están acelerando, aunque su impacto en la productividad es menos evidente por ahora. Su impacto macroeconómico dependerá de las tasas de adopción, de las infraestructuras complementarias y de las decisiones de política económica.

La IA se está convirtiendo en una tecnología transformadora con un profundo impacto, comparable a la electricidad o a Internet.

Las investigaciones demuestran que la IA generativa aumenta la productividad de los empleados en tareas que requieren habilidades cognitivas.

La IA, el próximo GPT y su potencial de transformación

Según la Comisión Europea (2023)¹, “la inteligencia artificial (IA) es la capacidad de una máquina para mostrar aptitudes similares a las humanas, como el razonamiento, el aprendizaje, la planificación o la creatividad”. Los avances recientes nos han acercado a un mundo en el que convivimos con estas “máquinas”, que sin duda traen consigo profundos cambios y mejoras.

Desde su nacimiento en los años cincuenta, la IA ha evolucionado a través de los avances en *machine learning* en los noventa, el desarrollo del *deep learning* en la década de 2010 y la aparición de los grandes modelos de lenguaje (LLM por sus siglas en inglés), que permiten a las redes neuronales comprender el contexto de las palabras. Los LLM se han convertido en el motor de la IA generativa, cuya principal característica es la capacidad de crear textos, imágenes, música u otros contenidos a partir de instrucciones en lenguaje natural.

Los modelos tradicionales de *machine learning* también siguen siendo muy eficaces y continuarán encontrando nuevas aplicaciones. Ayudan a las empresas en tareas numéricas, de optimización y predicción, reduciendo errores y aumentando la velocidad y la calidad. La novedad de la IA generativa radica en que permite pasar de sistemas que ejecutan tareas mediante código y extensos procesos de recopilación de datos a sistemas que pueden realizar múltiples tareas con mayor facilidad y a menor coste.

Las empresas ya informan de un impacto positivo en la productividad y en la estructura del trabajo. La investigación corporativa muestra que la IA generativa aumenta la productividad de los empleados en tareas que requieren capacidades cognitivas —esto es, la capacidad del cerebro para recibir, procesar y generar información—, especialmente en áreas como atención al cliente, redacción o

¹ Comisión Europea (2023), “Facing the future: AI-driven research projects overcoming real-life challenges”.

La productividad es el componente clave en términos del impacto potencial de la IA en el PIB per cápita.

Una forma de impulsar la productividad es el efecto potencial en los avances tecnológicos y la innovación.

programación. Algunos estudios incluso apuntan a un impacto positivo sobre los resultados financieros y la productividad de las empresas que invierten y utilizan IA.

¿Hasta dónde puede llegar?

Pese a las señales positivas, existe división sobre el alcance de la IA. Sin embargo, se acepta ampliamente que puede convertirse en una tecnología transformadora de gran impacto si llega a ser la próxima tecnología de propósito general (GPT por sus siglas en inglés).

Las GPT —como el motor, la electricidad, los ordenadores o Internet— acaban teniendo un uso generalizado y versátil, con efectos indirectos que potencian otras tecnologías, transforman sectores y, en última instancia, impulsan la productividad.

Estas tecnologías suelen afectar a las economías en tres fases. En primer lugar, para una innovación reciente que aún no se ha generalizado, los beneficios generales en la productividad no son tan evidentes. En segundo lugar, a medida que la tecnología evoluciona y mejora, sus costes disminuyen y su implementación generalizada comienza a impulsar la productividad (transformando las tareas, la organización, los modelos de negocio, las estrategias, la eficiencia, la base de la competencia en varios sectores y, con el tiempo, acelerando la productividad a nivel macroeconómico, lo que impactará en el crecimiento económico y el nivel de vida). Y, en tercer lugar, ante el uso generalizado de la tecnología y una desaceleración en las mejoras, la ley de los rendimientos decrecientes comienza a aplicarse y las ganancias de productividad comienzan a disminuir.

Cómo y por qué la IA afecta a las economías

Desde el punto de vista de la oferta o producción, el crecimiento del PIB puede descomponerse en el crecimiento del PIB per cápita y el crecimiento de la población. El PIB per cápita depende del número de personas empleadas, las horas trabajadas y la productividad por hora.

La productividad es, por tanto, el componente clave del impacto potencial de la IA sobre el PIB per cápita. En los años noventa, los niveles de vida en Estados Unidos mejoraron notablemente gracias al aumento de la productividad impulsado por la expansión de Internet y los ordenadores.

La IA afecta a la productividad por dos canales principales:

- **Capital:** la IA es una forma de capital, y las personas son más productivas cuando disponen de más capital para realizar su trabajo. Adoptar IA puede aumentar la productividad al incrementar el capital por empleado (por ejemplo, mediante nuevo software). También puede reducir la depreciación al mejorar el mantenimiento.
- **Productividad total de los factores (PTF):** Para la IA, la línea de acción más directa es la mejora de la eficiencia. En otras palabras, esto ocurre cuando la IA ayuda a realizar tareas de forma más eficiente, permite a las personas ser más productivas en sus trabajos y libera tiempo. También allana el camino para mejores prácticas

Las tecnologías de procesos globales (TPG) suelen impactar las economías por etapas. Para determinar en qué etapa nos encontramos actualmente, resulta útil analizar los datos sobre la adopción de la IA.

En septiembre de 2025, casi el 10% de las empresas estadounidenses utilizaban IA para producir bienes y servicios.

laborales (por ejemplo, cuando la invención de la máquina de vapor y la necesidad de gestionar los horarios ferroviarios llevaron a la adopción del horario estándar, lo que permitió un uso más eficiente del tiempo).

Otra forma de impulsar la productividad —quizás mayor, pero más incierta— es el posible efecto sobre los avances tecnológicos y la innovación. Si la IA pudiera impulsar la innovación, podría ir más allá de un aumento puntual de la productividad y propiciar un aumento más duradero de la misma.

El impacto macroeconómico dependerá principalmente del grado de adopción tecnológica: es decir, de cuántas empresas y sectores adopten la IA hasta reflejarlo en los datos agregados.

La evidencia de anteriores GPT muestra que las nuevas ocupaciones pueden surgir y compensar pérdidas laborales con el tiempo. Estudios con datos censales de EE. UU.² vinculan el crecimiento del empleo a largo plazo con la creación de nuevos roles. Sin embargo, los resultados varían por sector y región, y las transiciones pueden generar costes que deben ser vigilados. En el caso de la IA, la inversión complementaria, la formación y recualificación laboral y una implantación responsable serán esenciales para lograr beneficios inclusivos y generalizados.

La IA en la economía actual

Las GPT suelen impactar a las economías en fases. Para identificar en cuál nos encontramos, conviene observar la adopción, la inversión empresarial, el mercado laboral y la productividad. El caso de Estados Unidos es el más ilustrativo por su liderazgo tecnológico y la mayor disponibilidad de datos.

- **Adopción:** la de la IA generativa ha crecido rápidamente, tanto entre hogares como empresas, aunque sigue en fase incipiente. Según el U.S. Census Bureau, en septiembre de 2025 el 9,9% de las empresas usaba IA para producir bienes o servicios, con grandes diferencias por tamaño y sector.
- **Inversión:** crece con fuerza, y los datos macroeconómicos comienzan a reflejarlo. El ciclo típico de inversión empresarial en IA seguiría este patrón: primero, auge de inversión en desarrollo de modelos; después, al reducirse los costes de procesamiento, expansión de la inversión de usuarios (especialmente empresas de software) en adopción.

Los informes y encuestas sobre empresas apuntan a un aumento significativo de la inversión en IA en los últimos años (véase el Informe del Índice de IA 2025)³. En los últimos dos años, la inversión en software, equipos de comunicaciones y hardware ha crecido a un ritmo ligeramente inferior al de años anteriores, y muy por debajo de lo observado en la segunda mitad de la década de 1990, durante el auge de las tecnologías de la información y la comunicación (TIC). Sin embargo, durante el

² David Autor (julio, 2022), 'The Labor Market Impacts of Technological Change: From Unbridled Enthusiasm to Qualified Optimism to Vast Uncertainty'. NBER working paper series, 30074.

³ Stanford University (2025), 'The 2025 AI Index Report'.

primer semestre de 2025, la inversión en tecnología representó casi la totalidad de la inversión en este período. En particular, la inversión en ordenadores y equipos periféricos creció un 42% interanual en el segundo trimestre de 2025, lo que coincide con la primera fase del ciclo de inversión previsto en IA.

- **Productividad:** pese al dinamismo inversor, la productividad agregada aún no muestra una aceleración generalizada, aunque algunos sectores avanzan más rápido.

El impulso se ha moderado en algunas empresas. Según la encuesta IA y Sociedad de S&P Global,⁴ la proporción de empresas que abandonaron proyectos de IA generativa aumentó al 42% en 2024, desde el 17% del año anterior. Este patrón no es inédito: en la década de 1980, la «paradoja de la productividad» describía el desfase entre la inversión en TIC y las ganancias mensurables en datos macroeconómicos.

Debemos superar las barreras a la adopción para que la tecnología genere las ganancias de productividad que promete (primero en las empresas y luego a nivel agregado):

- **Externas:** costes elevados e incertidumbre regulatoria.
- **Internas:** falta de capacidades, estructuras y adaptación organizativa. Las empresas no aprovecharán todo el potencial de la IA hasta contar con infraestructura complementaria (bases de datos eficientes, gestión de riesgos, cifrado, etc.), nuevas competencias laborales y reformas estructurales.

La encuesta "El Estado de la IA" de McKinsey⁵ ofrece algunas pistas sobre la situación actual de las empresas:

- Las empresas están empezando a crear nuevas estructuras y procesos. Están reestructurando los flujos de trabajo, mejorando la gobernanza y trabajando para mitigar un conjunto creciente de riesgos. Sin embargo, estos suelen encontrarse en las primeras etapas y en grandes empresas.
- El 78 % de los encuestados afirma que sus organizaciones utilizan la IA en al menos una función empresarial. Solo el 16% afirma que su empresa la utiliza en cinco o más funciones. La mayoría de los encuestados aún no ha observado un impacto positivo en los resultados de toda la organización, y solo el 1% de los ejecutivos de las empresas describe sus implementaciones de IA de última generación como "maduras".

Las empresas están empezando a crear nuevas estructuras y procesos. El 78% de los encuestados afirma que sus organizaciones utilizan IA en al menos una función empresarial.

⁴ S&P Global (2024), 'AI and society: Implications for global equality and quality of life'.

⁵ McKinsey (2025), 'The state of AI: How organizations are rewiring to capture value'.

Existe una considerable incertidumbre sobre el futuro de la IA y sobre la magnitud y la velocidad de su impacto.

Es imposible predecir qué hará la IA dentro de 20 o 30 años. La mayoría de los efectos a corto plazo estarán relacionados con las tecnologías existentes y sus mejoras.

Se espera que el mayor impacto provenga de la automatización de algunas tareas y del aumento de la productividad de algunos trabajadores en diferentes ocupaciones.

Escenarios de impacto económico futuro

La incertidumbre sobre el futuro de la IA y la magnitud de su poder transformador es considerable. Las experiencias con anteriores GPT sirven como guía:

- Primera Revolución Industrial (máquina de vapor): transformó el Reino Unido, pero los niveles de vida crecieron solo un 0,4% interanual durante 70 años.
- Segunda Revolución Industrial (EE. UU.): entre 1860 y 1900, EE. UU. superó al Reino Unido, con un crecimiento de la productividad laboral del 2% interanual entre 1899 y 1929.
- Revolución TIC: los microprocesadores surgieron en 1970, pero dos décadas después menos del 10% de las empresas los usaban. Dos décadas después, menos del 10% de las empresas mundiales utilizaban computadoras. A medida que el mundo se adentraba en la era de la información con la llegada del correo electrónico, los teléfonos móviles e internet, el crecimiento de la productividad se mantuvo persistentemente bajo. No fue hasta la adopción generalizada de estas tecnologías en la década de 1990 que la productividad total de los factores (PTF) se aceleró de nuevo.

Históricamente, las ganancias de productividad tardan décadas en materializarse, aunque los retrasos se han ido acortando.

Dada su naturaleza, la IA se asemeja más a la revolución TIC, pero su uso es más sencillo y flexible, a menudo sin necesidad de nuevo hardware o grandes cambios en los procesos empresariales, lo que podría adelantar su impacto.

Antes de empezar con las cifras, conviene aclarar una cuestión clave que a menudo se explica insuficientemente en las predicciones sobre el impacto de la IA. Como señala el premio Nobel Daron Acemoglu: «Es imposible predecir con certeza qué hará la IA en 20 o 30 años. Se puede decir algo sobre la próxima década, porque la mayoría de los efectos a corto plazo deben involucrar las tecnologías existentes y sus mejoras».

La principal incógnita es que los avances en los modelos actuales eventualmente conduzcan a la inteligencia artificial general (IAG). Si esto ocurriera, los efectos de la innovación podrían pasar de un aumento sustancial y puntual de la productividad a una aceleración más pronunciada del crecimiento.

En consecuencia, las estimaciones que se presentan a continuación se centran en los posibles efectos a corto y mediano plazo de las tecnologías existentes y sus mejoras, en lugar de los efectos a largo plazo y potencialmente mucho más transformadores de la IA (como en el caso de la IAG).

Marco analítico y estimaciones

Los estudios microeconómicos documentan las ganancias de productividad derivadas de la IA en ocupaciones específicas. Se espera que el mayor impacto provenga de la automatización de algunas tareas y la mayor productividad de algunos trabajadores

en ciertas ocupaciones. Aún se desconoce en qué medida estas ganancias a nivel micro, y cualquier efecto en el empleo, se traducen en productividad y crecimiento agregados.

Muchos estudios que simulan los efectos de la IA en la productividad agregada y el crecimiento económico se basan en el marco de Acemoglu (2024),⁶ que examina los efectos a mediano plazo derivados de pequeños cambios en la productividad y en la combinación de insumos laborales y de capital en un marco de un solo país que:

- incluye dos canales para las ganancias de productividad basadas en la IA: automatización y complementariedad de tareas; y
- aplica el teorema de Hulten (Hulten, 1978)⁷ que muestra cómo las mejoras de productividad a nivel micro se traducen en cambios macro y crecimiento agregado de la productividad mediante la calibración de tres parámetros clave: exposición a la IA; tasa de adopción de la IA; y ahorro.

o La exposición a la IA en las distintas ocupaciones refleja supuestos sobre las capacidades de la IA y el alcance potencial de las aplicaciones.

o La tasa de adopción de la IA es la proporción de tareas expuestas a la IA donde los beneficios superan los costes, lo que hace que su adopción sea rentable.

o El ahorro en costes laborales captura la reducción del costo unitario que permite la IA.

Dado que el marco de Acemoglu se centra en pequeños cambios tecnológicos, no está diseñado para analizar cambios fundamentales a largo plazo en la estructura económica, la composición sectorial ni el impacto de la reasignación de factores entre tareas. Por lo tanto, no es adecuado para estimar efectos transformadores potencialmente importantes, como la creación de nuevas industrias o una aceleración del ritmo de los descubrimientos científicos. En la práctica, estimar las ganancias de productividad derivadas de la adopción de IA requiere calibrar los tres parámetros de Hulten y realizar supuestos adicionales sobre las reasignaciones de factores y la creación de nuevas tareas, una fuente clave de dispersión en las estimaciones publicadas.

Escenarios de impacto

Los estudios sobre los efectos macroeconómicos a medio plazo de la IA arrojan una amplia gama de estimaciones.⁸ El uso de supuestos más conservadores tiende a minimizar las ganancias de productividad y la dispersión entre países; los supuestos más optimistas apuntan a mayores riesgos al alza.

Estimar las ganancias de productividad derivadas de la adopción de la IA requiere hacer suposiciones adicionales y la creación de nuevas tareas.

⁶ Acemoglu (2024), 'The Simple Macroeconomics of AI', NBER working paper series, 32487.

⁷ Hulten (octubre, 1978), 'Growth Accounting with Intermediate Inputs', *The Review of Economic Studies*, Vol. 45, No. 3, pp. 511-518.

⁸ Misch, F., Park, B., Pizzinelli, C., y Sher, G. (2025), 'AI and productivity in Europe', IMF working paper No. 2025/067 y Cerutti, E., García Pascual, A., Kido, Y., Li, L., Melina, G., Tavares, M. M., y Wingender, P. (2025), 'The global impact of AI: Mind the gap', IMF working paper No. 25/76.

Los estudios sobre los efectos macroeconómicos a medio plazo de la IA presentan una amplia gama de estimaciones.

La ley de Amara establece que tendemos a sobreestimar los impactos a corto plazo de las nuevas tecnologías y a subestimar sus efectos a largo plazo.

Las estimaciones de Acemoglu (2024) proporcionan una base de referencia. Para EE.UU., considera un aumento acumulado de la PTF de tan solo un 0,7% a lo largo de 10 años (0,06% anual), suponiendo una proporción de tareas expuestas a IA del 19,9%; una proporción de tareas rentables del 23%; y unos costes de ahorro de mano de obra del 27%. Sin embargo, el estudio no incluye reasignaciones de factores entre tareas. Finalmente, suponiendo que el capital crece en consonancia con la PTF, el PIB aumentaría entre un 1,0% y un 1,15% (este supuesto de crecimiento del capital es común en todos los estudios).

Otros estudios ofrecen estimaciones más optimistas basadas en supuestos más positivos sobre los tres parámetros clave e incorporando reasignaciones de factores entre tareas y la creación de nuevas tareas. Aghion y Bruel (2024)⁹ estiman un impacto en la PTF del 6,8% en 10 años (0,68 % anual) suponiendo una proporción de tareas expuestas a IA del 60%; una proporción de tareas rentables del 50 %; y unos costes de ahorro de mano de obra del 40%. Un trabajo de algunas instituciones privadas sitúa el aumento de la productividad en el mediano plazo (10-15 años) en hasta un 10-15%, bajo supuestos aún más optimistas (aunque plausibles, dada la investigación disponible).

Un futuro incierto

Las opiniones sobre el futuro de la IA varían enormemente: algunos creen que pronto alcanzaremos una inteligencia artificial general (IAG)¹⁰ comparable a la humana; otros, que se trata de una tecnología más, con un impacto similar al de revoluciones anteriores^{11,12}

No existe una respuesta definitiva, pero la ley de Amara¹³ —según la cual tendemos a sobrestimar los efectos a corto plazo y subestimar los de largo plazo— probablemente volverá a cumplirse.

La adopción de la IA avanza rápidamente, pero aún existen numerosas barreras antes de que despliegue todo su potencial. Este proceso será gradual y costoso, pero transformará la naturaleza del trabajo y tendrá efectos macroeconómicos significativos, que variarán según el país.

Como en revoluciones tecnológicas previas, la IA trae consigo incertidumbre y nuevas preguntas. Los resultados dependerán de las políticas que se adopten y de su alineación con otros grandes vectores de cambio: la demografía, el cambio climático, la transformación de la globalización, la geopolítica y las tendencias seculares que están configurando el mundo actual.

⁹ Aghion, P., y Bunel, S. (junio, 2024), 'AI and growth: Where do we stand?', *Federal Reserve Bank of San Francisco*.

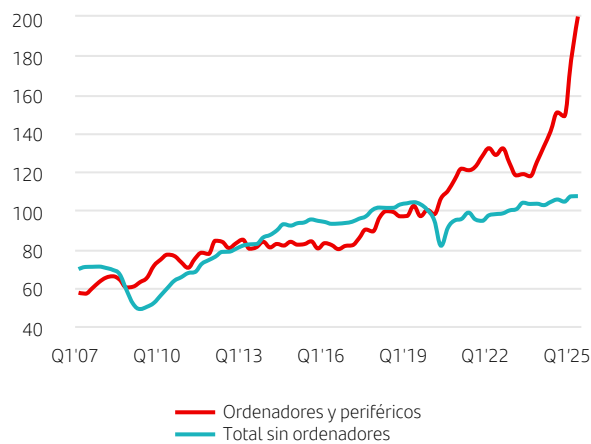
¹⁰ Korinek y Suh (2023), 'Scenarios for the transition to AGI', *NBER working paper series*, 32255.

¹¹ Narayanan, A., y Kapoor, S. (abril, 2025), 'AI as Normal Technology', *Knight First Amendment Institute*.

¹² Gordon (2016), 'The Rise and Fall of American Growth', *Princeton University Press*.

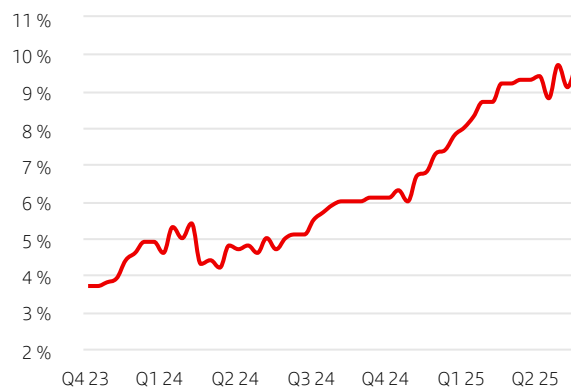
¹³ Roy Amara fue un destacado futurista y presidente del *Institute for the Future*. Su ley nunca fue publicada formalmente, pero se cita en varios libros sobre futurología.

EE.UU.: Inversión real en equipos, ordenadores frente a otros productos (4T'19=100)



Fuente: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).

EE.UU.: Adopción de IA en las empresas (% de empresas que utilizan IA en la producción de b o s)



Semana ISO del año a partir del primer día del periodo de recolección y quincena del periodo de recolección [01-26]. (Los años con 53 semanas darán como resultado que la quincena 26 tenga 21 días).
Fuente: US Census, Business Trends and Outlook Survey.



Mercados de la vivienda: tendencias, desafíos y respuestas de política económica

El mercado inmobiliario en todo el mundo ha estado sometido a una fuerte presión en los últimos años. Tras varios años de subidas de precios y una oferta menguante, las recientes correcciones moderadas en los precios ocultan tensiones persistentes de accesibilidad, especialmente en las economías avanzadas. Las restricciones de oferta y la demanda desigual alimentan profundos retos sociales y económicos.

Los precios se mantienen el 20% por encima de los niveles posteriores a la crisis financiera mundial.

Para 2030, alrededor del 40% de la población mundial necesitará acceso a una vivienda adecuada.

Precios de la vivienda: cambios recientes

En 2024, el precio de la vivienda a nivel global registró una caída del 1,6%¹ en términos reales, prolongando la corrección gradual iniciada a mediados de 2022. Las economías avanzadas experimentaron un aumento moderado del 1%, lideradas por la zona del euro con el 1,9%, mientras que las economías emergentes sufrieron una caída del 3,5%, con un descenso especialmente pronunciado en Asia (-5,7%). Pese a estas diferencias regionales, los precios reales de la vivienda se mantienen en torno al 20% por encima de los niveles posteriores a la crisis financiera global (CFG), lo que refleja una presión estructural al alza a largo plazo.

Aunque las políticas monetarias se han endurecido tras el repunte inflacionista pospandemia, los ajustes de precios han sido relativamente modestos. De hecho, los precios están volviendo a repuntar incluso con tipos de interés todavía altos, lo que sugiere un retorno a la tendencia de largo plazo de aumento de los precios de la vivienda, particularmente en los países desarrollados.

Según el Banco de Pagos Internacionales (BIS)², la elasticidad de la oferta de vivienda ha caído del 6% al 4% en los últimos 50 años, lo que constituye un factor clave detrás de las presiones alcistas sobre los precios. Esta menor capacidad de respuesta de la oferta amplifica la volatilidad de los precios y magnifica los efectos de los *shocks* de demanda y de la política monetaria, especialmente en mercados condicionados por factores regulatorios y geográficos.

¹ Banco de pagos internacionales (mayo, 2025), 'Statistical release: BIS residential property price statistics in Q4 2024'.

² Banco de pagos internacionales (diciembre, 2024), 'Monetary policy and housing markets: insights using a novel measure of housing supply elasticity', BIS Quarterly Review.

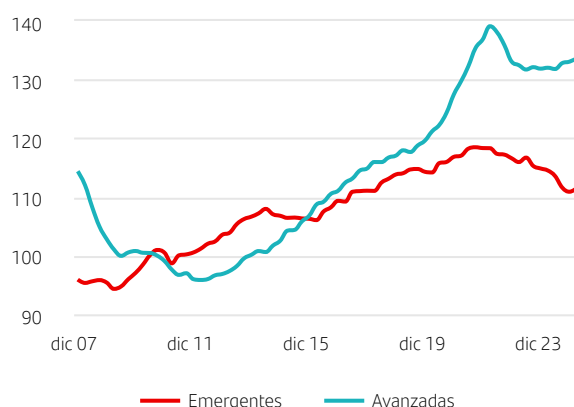
La principal causa de tensión en los mercados inmobiliarios no es la falta de crédito, sino las restricciones de la oferta y las rigideces estructurales.

De cara al futuro, las Naciones Unidas³ estiman que para 2030 alrededor de 3.000 millones de personas —el 40% de la población mundial— necesitarán acceso a una vivienda adecuada, lo que equivale a una demanda de unas 96.000 nuevas viviendas asequibles y accesibles cada día. Sin embargo, el Foro Económico Mundial⁴ (WEF) subraya que el problema no es una “escasez global” de vivienda, sino una desalineación entre oferta, demanda, accesibilidad y acceso. La migración rural-urbana y la migración económica han generado un exceso de viviendas en áreas des pobladas y, simultáneamente, ciudades sobrepobladas.

El McKinsey Global Institute⁵ estima que unos 440 millones de hogares urbanos en todo el mundo podrían vivir en viviendas inadecuadas o destinar más del 30% de sus ingresos a costes de vivienda en 2025. El acceso al suelo es habitualmente el mayor cuello de botella para el desarrollo inmobiliario y uno de los principales impulsores del coste, llegando a representar hasta el 80% del precio de una vivienda en casos extremos. McKinsey estima que liberar suelo de manera más eficiente podría reducir el coste de la vivienda estándar hasta en un 20%.

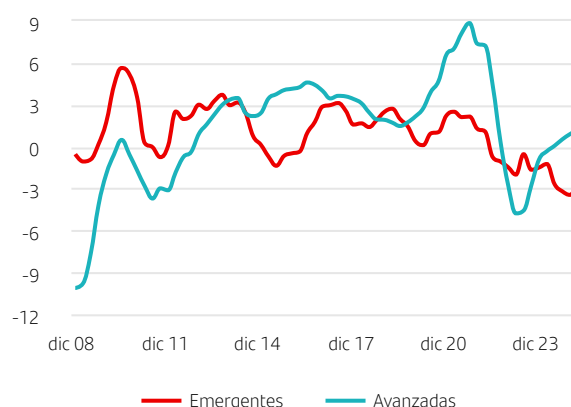
Desde la pandemia, la accesibilidad de la vivienda se ha deteriorado notablemente, impulsada por el fuerte aumento de precios, el encarecimiento de las hipotecas y la persistente escasez de oferta. Un análisis de 32 países europeos confirma que los problemas de accesibilidad se concentran en los hogares de bajos ingresos e inquilinos en alquiler a precio de mercado. Estos hogares suelen destinar más del 40% de sus ingresos a la vivienda, superando los umbrales internacionales de accesibilidad y experimentando un “estrés habitacional” significativo, que limita su capacidad de gasto en otros bienes esenciales y aumenta el riesgo de pobreza.

Evolución de los precios de la vivienda
(2010=100, términos reales)



Fuente: Banco Internacional de pagos.

Evolución de los precios de la vivienda
(porcentaje de variación interanual, términos reales)



Fuente: Banco Internacional de pagos.

³ United Nations Economic Commission for Europe (2025), ‘Challenges and priorities for improving housing affordability in the UNECE region’, UNECE Real Estate Management Advisory Group.

⁴ World Economic Forum (julio, 2025), ‘We don’t have a global housing shortage – we have a global housing mismatch’.

⁵ McKinsey Global Institute (2017), ‘Housing affordability: A supply-side tool kit for cities’. McKinsey & Company.

Los hogares vulnerables (personas de bajos ingresos y jóvenes) son los más afectados.

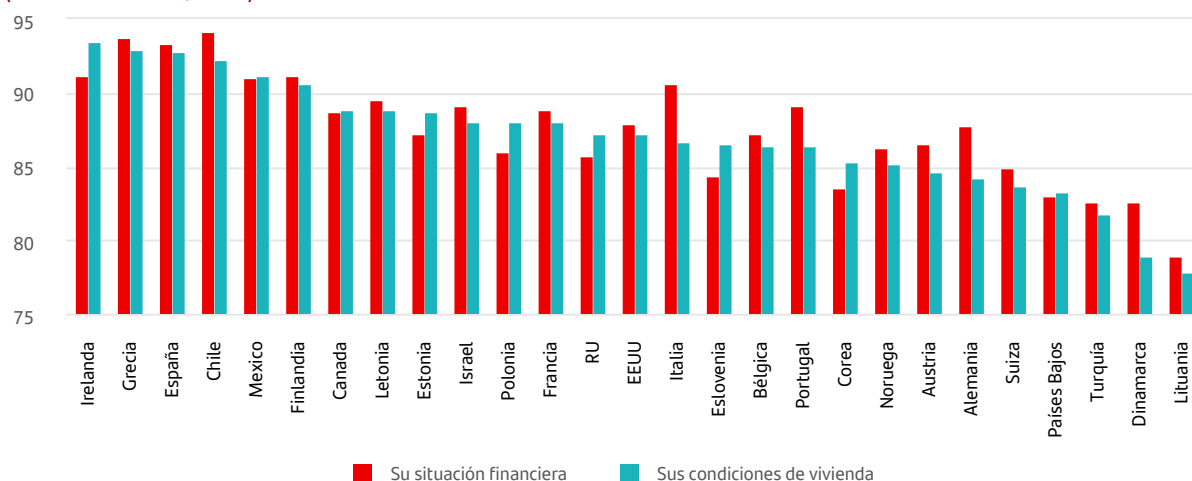
El estrés global de accesibilidad y sus externalidades económicas

El deterioro de la accesibilidad de la vivienda es un problema social de primer orden con importantes externalidades económicas negativas. Entre ellas destacan las distorsiones del mercado laboral, ya que los altos costes expulsan a los trabajadores de menores ingresos de las ciudades, reduciendo la productividad urbana y ampliando la desigualdad. Además, el aumento del alquiler turístico y de los alquileres de baja calidad reducen la disponibilidad y calidad de la oferta para los colectivos más vulnerables.

Los jóvenes son uno de los grupos más afectados: el 60% de los adultos de entre 18 y 29 años declara tener dificultades para acceder a una vivienda asequible, lo que agrava los problemas de equidad intergeneracional. Ello se traduce en mayores edades de emancipación y menores tasas de natalidad (la vivienda es la segunda barrera más citada para tener hijos en la mayoría de los países de la OCDE).

Diversos factores sociales y económicos contribuyen a la menor fecundidad, por país

(% de encuestados, 2024)



Fuente: OCDE.

Estas tensiones deben abordarse con urgencia, pues tienen consecuencias negativas tanto a corto como a largo plazo sobre la cohesión social y el crecimiento económico.

El actual auge de los precios de la vivienda se debe a limitaciones en la oferta y no está relacionado con el crédito.

No es un problema de estabilidad financiera esta vez

Las expansiones del mercado inmobiliario difieren sustancialmente entre las no especulativas, con crecimientos moderados de precios, y los *booms* inmobiliarios, caracterizados por aumentos rápidos y sostenidos. Según investigaciones del FMI⁶ que cubren 68 países, los *booms* suelen impulsar un crecimiento más fuerte del PIB y del consumo a corto plazo (por efectos riqueza), pero son seguidos de contracciones más profundas y prolongadas, con caídas más pronunciadas del PIB, la inversión y la oferta de vivienda.

⁶ B. Albuquerque, E. Cerutti, H. Kido y R. Varghese (2025). "Not all housing cycles are created equal: Macroeconomic consequences of housing booms". IMF Working Paper No. WP/25/50, Washington, D.C.

Estas contracciones son más severas cuando coinciden con *booms* de crédito, al reflejar una mala asignación del capital hacia el sector inmobiliario en detrimento de otros sectores productivos.

El auge actual de los precios de la vivienda se debe principalmente a restricciones de oferta, no a una expansión crediticia. De hecho, ha habido un proceso de desapalancamiento: en las economías avanzadas, la deuda de los hogares pasó de representar el 85% del PIB en 2009 (con varios países cerca del 100%) al 67% en 2024. Los sistemas financieros y los reguladores han aprendido de la crisis financiera global; la mayoría de los países han desarrollado herramientas macroprudenciales y vigilan de cerca las condiciones hipotecarias.

Diversas pruebas de resistencia muestran que el sector bancario es sólido y tiene tanto la capacidad como el apetito para financiar la oferta y la demanda de vivienda.

Soluciones comunes para problemas locales

Aunque los mercados residenciales presentan peculiaridades nacionales o locales, existen principios comunes que pueden guiar las políticas para mejorar la accesibilidad de la vivienda:

Reformas del lado de la oferta:

- Eliminar o flexibilizar regulaciones urbanísticas restrictivas.
- Acelerar los procesos de concesión de licencias y permisos.
- Garantizar un marco jurídico estable y predecible.
- Fomentar la inversión mediante programas de colaboración público-privada, especialmente para el desarrollo de viviendas sociales o de alquiler asequible.
- Promover la productividad en la construcción y la industrialización del sector.
- Incentivar la regeneración urbana y la adaptación del parque de viviendas a las nuevas necesidades demográficas (por ejemplo, viviendas más pequeñas para hogares unipersonales) y facilitar el redimensionamiento (*downsizing*).
- Implementar programas de eficiencia energética que alineen accesibilidad y sostenibilidad.

Medidas del lado de la demanda:

Cuando las presiones del mercado proceden principalmente de restricciones de oferta, las políticas deben centrarse en atender las necesidades sociales, permitiendo que los jóvenes y los hogares vulnerables accedan al mercado de la vivienda.

Además, la tecnología puede desempeñar un papel clave para mejorar la información y la transparencia del mercado. Esto es especialmente relevante en las economías emergentes, donde una gran parte del parque habitacional es informal. Herramientas

La deuda de los hogares en las economías avanzadas ha caído del 85% al 67% del PIB desde 2009.

No existe una "receta mágica", pero las reformas del lado de la oferta y el aprovechamiento de la tecnología son fundamentales.

Enfoque multifacético: accesibilidad, sostenibilidad y resiliencia financiera.

como los registros de propiedad basados en *blockchain*, las plataformas digitales y los sistemas de información geográfica (GIS) ayudan a reducir los costes de transacción y ampliar la accesibilidad.

Conclusión

Los mercados de la vivienda a nivel global se encuentran en una encrucijada debido a las crecientes dificultades de accesibilidad, uno de los principales desafíos sociales contemporáneos, con posibles repercusiones económicas de amplio alcance tanto a corto como a largo plazo.

Es urgente avanzar hacia respuestas de política integradas y holísticas, centradas en ampliar la oferta en las regiones más tensionadas, complementadas con medidas selectivas de apoyo a la demanda y una mayor transparencia del mercado. El refuerzo del seguimiento estadístico y la adopción de tecnologías innovadoras fortalecerán aún más el conjunto de herramientas de política económica.

Solo mediante estrategias multifacéticas y coordinadas los responsables políticos podrán construir sistemas de vivienda resilientes e inclusivos, capaces de sostener el crecimiento económico, la equidad social y la estabilidad financiera durante las próximas décadas.



La Industria Automotriz Europea: entre la transformación estructural y la presión competitiva

El sector del automóvil, estratégico en Europa, vive una reconversión acelerada por el compromiso con la descarbonización, el cambio tecnológico y la competencia global. Para acompañar esta transición y preservar su competitividad, la Comisión Europea ha lanzado un plan de acción industrial que marca un punto de inflexión en la política económica del continente.

La industria automovilística europea emplea 13 millones de personas y representa el 7% del PIB de la UE.

Los vehículos eléctricos han alcanzado una cuota de mercado del 15,6%, aún lejos del objetivo de la UE para 2030.

Relevancia estratégica del sector

La industria automovilística contribuye de forma significativa al valor añadido (VA) de la economía europea, ya que emplea a 13 millones de personas, incluyendo tanto empleos directos como indirectos, y representa el 7 % del PIB de la Unión Europea (UE). Además, la propia naturaleza del sector implica una alta actividad de investigación e innovación (I+D+i) para mantener su alta competitividad, que genera efectos positivos en sectores relacionados como componentes, distribución, servicios financieros y seguros, así como en el transporte.

Según la Asociación de Constructores Europeos de Automóviles (ACEA) en 2024 Europa produjo cerca del 16% de todos los coches a nivel mundial, siendo un pilar exportador que contribuye con un superávit comercial cercano al 1 % del PIB

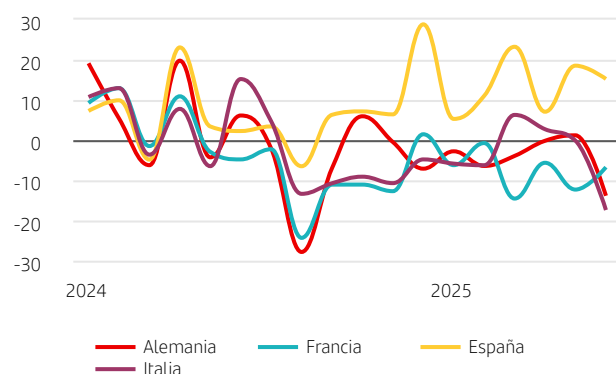
Situación y tendencia del mercado

El delicado momento que vive industria automovilística europea queda patente el retroceso de la demanda de vehículos desde 2019. En el primer semestre de 2025 continúa estando en media el 20% por debajo de los registros de entonces.

De enero a junio en la UE las ventas de vehículos, que fueron 5,6 millones, significaron una caída del 1,9% interanual, especialmente en los mercados más grandes que suman más del 66% del total del mercado. El peor comportamiento lo ha registrado Francia (-7,9% interanual), seguida de Alemania (-4,7%) e Italia (-3,6%). La excepción ha sido España con un incremento de casi el 14%. Fuera de la Unión, Reino Unido creció el 3,5%.

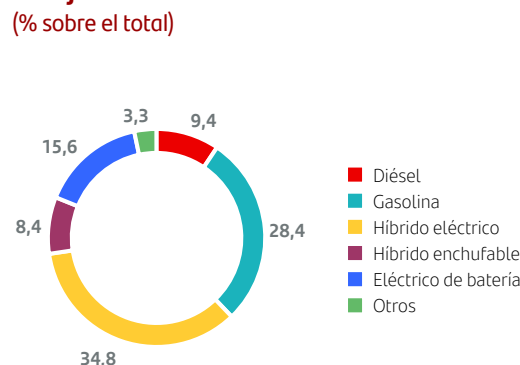
Por fuente de energía, en el primer semestre se observó un tímido avance en la cuota de mercado de los vehículos eléctricos, con el 15,6% frente al 12,5% de hace un año, pero va retrasado porque para cumplir con el objetivo de la UE de alcanzar los 30 millones de vehículos eléctricos en 2030, la cuota debería ser el doble. Los modelos híbridos eléctricos y eléctricos enchufables siguen siendo los más populares y alcanzan una cuota de 43% del total de las ventas.

UE: Matriculaciones de vehículos
(%, var anual)



Fuente: European Automobile Manufacturers' Association.

UE: Pesos vehículos por fuente de energía ene-jun
(% sobre el total)



Fuente: European Automobile Manufacturers' Association.

Los coches de gasolina y diésel contrajeron sus ventas respecto a un año antes (-23%), y continúan perdiendo importancia en el total de ventas (37,8% vs 48,2% de hace un año). Aun así, siguen teniendo mucho peso.

Factores detrás del deterioro del sector

La menor producción, exportación y matriculación de automóviles en la Unión Europea desde 2019 responde a una combinación de factores de oferta y demanda, entre los que destacamos los siguientes:

- **El débil crecimiento económico:** La UE ha crecido poco en los últimos años con baja propensión al consumo, especialmente en Alemania y en Francia.
- **Elevado precio de los vehículos:** impulsado por las presiones inflacionistas tras la pandemia generadas por los cuellos de botella en las cadenas de suministro, mayores costes de producción (materias primas más caras, energía, salarios, etc) y los altos costes de I+D para la adaptación a las tecnologías.
- **Cambio en las preferencias de los consumidores:** La pérdida de atractivo de los modelos tradicionales de combustión interna no ha sido reemplazada completamente por los modelos eléctricos. La incertidumbre sobre futuras normativas ambientales y restricciones en zonas urbanas es un factor desincentivador de la compra de estos vehículos de combustión. Al mismo tiempo, los vehículos eléctricos no son aún automóviles con un precio asequible para todos.

La UE está comprometida a lograr la neutralidad climática —cero emisiones netas de gases de efecto invernadero— para 2050.

los estratos socioeconómicos por lo que, entre otras cosas, es posible que se esté demorando su compra.

- **El fin de los incentivos a la compra de vehículos eléctricos**, en algunos mercados, como el de Alemania y en Francia, ahonda en la caída de la demanda de vehículos en general. Por el contrario, en España, donde las matriculaciones de vehículos mantienen una tendencia al alza disfruta de varios programas de apoyo a la compra de vehículos como el plan Moves III.
- **La transición energética**: La transición hacia vehículos eléctricos requiere inversiones sustanciales para los fabricantes que tienen que adaptarse a nuevas tecnologías. La necesidad de adaptarse a las normativas medioambientales más estricta en la UE, que endurece los límites de emisiones de CO₂ e incluye la prohibición de venta de los vehículos de combustión para 2035 ha contribuido a la disminución en la producción y ventas de vehículos nuevos.
- **Creciente competencia extranjera**: La competencia creciente de fabricantes extranjeros, especialmente de la industria china en el ámbito de los vehículos eléctricos. Los menores costes debido a bajos salarios y a inversión proveniente del Estado chino, han dado lugar a productos más competitivos en precios y al logro de una tecnología más avanzada.
- **Las perturbaciones en las cadenas de suministros globales** que afectan a la disponibilidad de componentes esenciales.
- **La política comercial de EE.UU.** que ha puesto el foco en las compras de vehículos que EEUU realiza a la UE. Las dos áreas económicas terminaron firmando un acuerdo por el que EEUU imponen a la UE unos aranceles máximos del 15% a sus importaciones de automóviles y componentes. En el periodo de enero a mayo las exportaciones de vehículos de la UE a EEUU ya habían descendido el 7% interanual.

Los vehículos eléctricos cuestan entre un 22% y un 30% más que los vehículos con motor de combustión en la zona euro (2024-2025).

El coche eléctrico, pieza angular de la transición energética

La UE se ha comprometido en alcanzar la neutralidad climática, es decir, cero emisiones netas de gases de efecto invernadero para el año 2050. Este es el año límite de uso de vehículos de combustión e híbridos. Para alcanzar este objetivo, el coche eléctrico juega un papel central para reducir las emisiones del sector del transporte, uno de los mayores emisores de CO₂ en Europa. Por tanto, la transición hacia la movilidad eléctrica se configura como un mandato regulatorio dentro de la estrategia de descarbonización más que como una dinámica de mercado.

Pero la transición hacia los coches eléctricos no está yendo según lo previsto por la UE. La penetración del coche eléctrico en el mercado avanza lentamente.

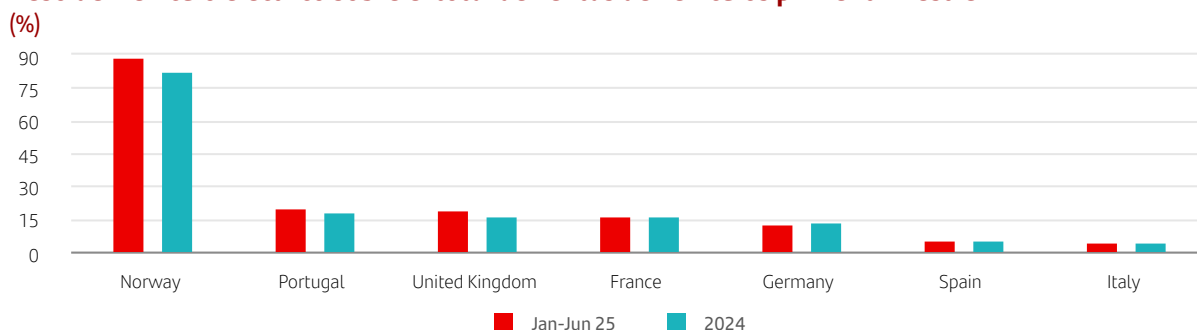
En el primer semestre de 2025 la matriculación de vehículos eléctricos (VE), es decir, los de batería eléctrica, han aumentado el 22% interanual en la UE y su cuota de mercado, como ya hemos dicho, ha subido hasta el 15,6% (12,5% en el primer semestre de 2024). Entre los mercados más importantes, tanto de producción como

en venta de vehículos, está Alemania donde las matriculaciones de VE han subido en este periodo más de 5 puntos, hasta el 17,7%. En Italia el avance ha sido de 1,3 puntos hasta el 5,2%, y en Francia se ha mantenido la cuota con un crecimiento casi nulo, con una cuota del 17,6%, mientras que en España el vehículo eléctrico ha crecido casi 3 puntos, con un peso del 7,6% del total de matriculaciones. Pero esto es insuficiente para lograr el objetivo.

Una de las razones detrás de la falta de empuje del coche eléctrico está en el alto precio. Los VE son más caros que los de combustión interna, a pesar de que la brecha se está reduciendo. En 2024, los vehículos eléctricos costaban, en promedio, un 22 % más que los vehículos de combustión interna en la zona euro¹. Según un sondeo de Shell² de junio de 2025 el precio medio en Europa es hasta un 30% más caro. Otro factor que frena el crecimiento de los vehículos eléctricos es el reducido tamaño del mercado de segunda mano debido a la preocupación de los consumidores, en parte por la incertidumbre sobre los precios de los vehículos eléctricos usados y la falta de incentivos públicos para su compra. Esta incertidumbre, junto con la volatilidad de los precios en comparación con los vehículos de combustión interna e híbridos, hace que los vehículos eléctricos sean una opción menos atractiva.

Por tanto, la industria europea de automóviles se enfrenta al reto de tener que fabricar coches eléctricos y competitivos sujeta a los requerimientos de la regulación ambiental. De hecho, la normativa europea similar a la CAFE (*Corporate Average Fuel Economy*) que entró en vigor en 2025 impone límites muy estrictos a las emisiones contaminantes de los coches recayendo sobre los fabricantes el cumplimiento de la norma ya en 2025 o afrontar posibles multas. Y por ahora, coches eléctricos chinos son baratos, de calidad y con un gran diseño. Esto ha contribuido a que China sea líder en exportaciones de vehículos en general ya en 2023, desbancando a Japón, y cambiando los protagonistas de la industria.

Peso del vehículo eléctrico sobre el total de ventas de vehículos primer trimestre



Fuente: ACEA.

¹ Jato Dynamics. Muñoz, F. (enero, 2025), 'Battery electric vehicles: Global trends, Chinese OEMs, and price challenges'.

² Shell PLC (junio 2025), 'Shell Recharge Driver Survey 2025'.

China controla aproximadamente el 70% del suministro mundial de materias primas críticas para las baterías.

La presión competitiva de China

La capacidad de producción de automóviles de China despegó en 2020. Los subsidios internos pueden haber ayudado a la industria china de automóviles eléctricos a despegar, pero el futuro de esta industria está claramente en el extranjero para colocar su alta producción. Esto erosiona la base industrial de la UE por los que, ante esto, la Comisión Europea se planteó por qué son más competitivos en precio los coches chinos. Tras una investigación, en 2024 concluyó que toda la cadena de valor, incluida la investigación en tecnología, de los vehículos eléctricos chinos se beneficia en buena medida de subvenciones estatales, práctica muy restringida en Europa.

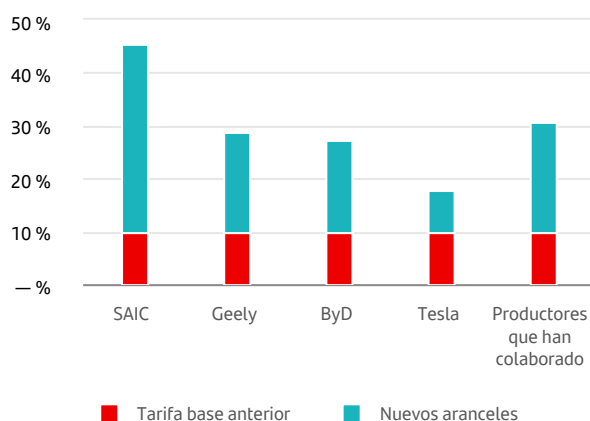
Esto llevó a la Comisión a aprobar aranceles provisionales de hasta el 37,6% a la importación de coches eléctricos chinos que se sumaron al 10% que ya se cobraban. Los aranceles se han impuesto principalmente a tres fabricantes: BYD, Geely y SAIC. Los aranceles también afectan a las importaciones de los fabricantes occidentales que producen en China.

La vigencia de los impuestos será de cinco años y hasta ahora ha tenido cierta incidencia, según la Asociación China de Fabricantes de Automóviles (CAAM), ya que las ventas de coches eléctricos chinos han caído en 2024 el 10,4% en Europa, cifra que contrasta con el crecimiento de casi el 81% registrado en 2023. En el primer semestre de 2025 las importaciones de vehículos eléctricos desde China han caído casi el 16% en la UE.

La respuesta de China no se hizo esperar. El Ministerio de comercio de China pidió a los fabricantes de coches afectados por los aranceles a detener las grandes inversiones en los países europeos. Y lo que es más delicado, ha prohibido la exportación de las materias primas necesarias para la fabricación de baterías lo que ha tenido efectos disruptivos en las cadenas de valor europeas. Recordemos que China tiene los derechos de explotación del 70% de los materiales críticos para la fabricación de baterías.

Aranceles a los VE producidos en China

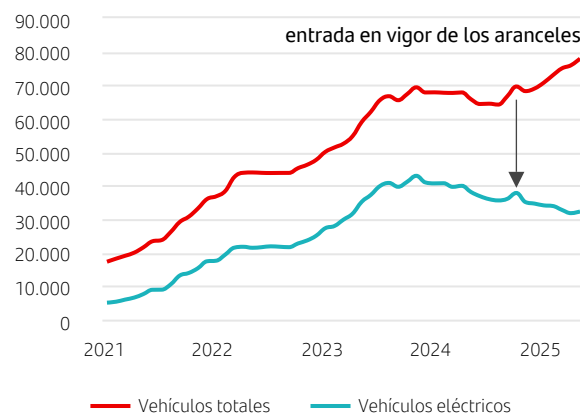
(%)



Fuente: Comisión Europea.

Los aranceles de la UE a los VE chinos han reducido las importaciones

(media móvil 12 m)



Fuente: DataConnex.

Estrategia de la UE de apoyo al sector del automóvil: política industrial y autonomía estratégica

Las medidas arancelarias pueden dar tiempo para que maduren las fuertes inversiones que se están haciendo para desarrollar el coche eléctrico en la UE, pero competir con China en tecnología y en costes de producción sigue siendo un gran desafío. La UE está implementando varias estrategias y un plan de acción industrial para que el sector automotriz siga siendo competitivo.

El plan

- El Plan de Acción Industrial para el sector del automóvil se presentó el 5 de marzo de 2025 y se asienta sobre cinco pilares estratégicos: movilidad limpia, innovación y digitalización, formación de la fuerza laboral, resiliencia de las cadenas de suministro e igualdad de condiciones y entorno empresarial
- Aunque el plan no asigna un presupuesto cerrado, moviliza miles de millones de euros a través de programas existentes, con más de 3.500 millones identificados explícitamente, y muchos más disponibles mediante fondos estructurales, de cohesión y nacionales.
- El plan se hace eco de las problemáticas más acuciantes que constriñen al sector como la dificultad de cumplir con la directiva CAFE original (Reglamento (UE) 2019/631) y se han flexibilizado las normas de emisiones de CO₂ de turismos y furgonetas permitiendo promediar el cumplimiento en 2025-27 para salvaguardar inversión (en vez de año a año). Esto se ha plasmado en la modificación al reglamento el 8 de mayo. También con la Ley de Materias Primas Fundamentales se visibiliza el difícil acceso a las tierras raras (el 90% en manos de China), que sufre la industria europea y que rompe las cadenas de valor. Esta situación se puso de manifiesto en abril cuando China ha endurecido la exportación de imanes y tierras

Plan de Acción Industrial Automotriz con cinco pilares: movilidad limpia, innovación, formación, resiliencia de la cadena de suministro e igualdad de condiciones.

raras como respuesta a los aranceles de EE. UU.. Esto será un acicate para la investigación enfocada en la reducción de las dependencias de suministro de terceros países.

La estrategia

- **Cooperación intersectorial:** Promover iniciativas de cooperación entre sectores públicos y privados, inspirándose en el modelo de Airbus, para fortalecer la industria automotriz europea.
- **Desarrollo de infraestructuras:** Acelerar los esfuerzos para mejorar las infraestructuras de recarga de vehículos eléctricos y la tecnología V2G (Vehicle-to-Grid).
- **Competitividad en semiconductores:** Aumentar la competitividad en la producción de semiconductores al, ya que estos componentes son esenciales para los vehículos modernos.
- **Soberanía en materias primas:** Asegurar el abastecimiento de materias primas fundamentales, como las necesarias para la fabricación de baterías, reduciendo así la dependencia de proveedores externos.
- **Promoción de coches pequeños:** Promover los coches pequeños europeos, que son más eficientes y adecuados para la movilidad urbana europea.
- **Política industrial común:** Desarrollar una política industrial europea que sea competitiva y descarbonizada, implicando a las principales ciudades europeas en la estrategia de descarbonización y creando zonas económicas verdes para concentrar inversiones y subvenciones.

Conclusión

El retroceso sostenido de la demanda de vehículos desde 2019 pone de manifiesto un cambio estructural en la industria del automóvil. La Comisión Europea ha tomado cartas en el asunto para apoyar el sector. El plan de acción de la Comisión, que desplegó instrumentos clave en el ámbito de la financiación de baterías, de flexibilidad en la regulación (Reglamento (UE) 2019/631), en innovación coordinada, aún no ha tenido avances sustanciales en producción ni en recuperación de cuota global de producción, suponemos que debido a que el plan está en fase inicial. El tiempo juega en contra, pero no hacer nada no es una opción.

La Comisión Europea ha tomado medidas para apoyar al sector con un plan que despliega instrumentos clave.



El acuerdo UE–Mercosur: una alianza estratégica para el siglo XXI

El renovado acercamiento entre América Latina y la Unión Europea está ganando impulso, con el acuerdo UE–Mercosur próximo a su conclusión tras más de dos décadas de negociaciones. Este acuerdo histórico destaca no solo por su magnitud, sino también por su potencial para transformar el panorama comercial y de inversión en América Latina. Junto con los acuerdos modernizados que la UE mantiene con México y Chile, refleja un giro más amplio hacia la convergencia regulatoria, la sostenibilidad y la integración en las cadenas de valor globales. Más allá de su impacto económico, estos acuerdos expresan la voluntad de América Latina de fortalecer sus lazos estratégicos en un orden mundial cada vez más fragmentado.

El acuerdo comercial entre la Unión Europea y Mercosur marca un hito histórico en las relaciones entre ambas regiones.

El acuerdo comercial entre la Unión Europea y Mercosur —alcanzado en forma preliminar en 2019 y finalizado jurídicamente en diciembre de 2024— marca un hito histórico en las relaciones entre ambas regiones por, al menos, dos razones. Primero, culmina con éxito las negociaciones iniciadas en 1999 y que habían sido interrumpidas en repetidas ocasiones por divergencias de intereses y cambios geopolíticos. Segundo, es uno de los acuerdos comerciales más ambiciosos del mundo, al abarcar un mercado de 780 millones de personas y casi el 25% del PIB mundial, el mayor jamás concluido por cualquiera de los dos bloques.

El acuerdo refuerza la posición global de ambas partes. Para la UE, consolida su papel como principal socio comercial de América Latina, con acuerdos que cubren el 97% del PIB regional. Para Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), supone su primer acuerdo con otro bloque y un paso adelante en la integración tanto externa como interna, aprovechando la amplia red comercial de la UE en América Latina.

Acuerdos con la UE	Población conjunta (mill.)	Comercio bienes (mill. dólares)	Comercio servicios (mill. dólares)	Ahorro arancelario para empresas de la UE (mill. dólares)	PIB agregado (billones dólares)
Canadá	550	72.000	35.000	600	18,0
Japón	640	135.000	53.000	1.000	21,0
Mercosur	775	88.000	34.000	4.000	19,0

Fuente: Comisión Europea

El comercio bilateral (135 mil millones de dólares anuales en bienes y servicios) tiene un potencial significativo para un mayor crecimiento debido a la eliminación de aranceles.

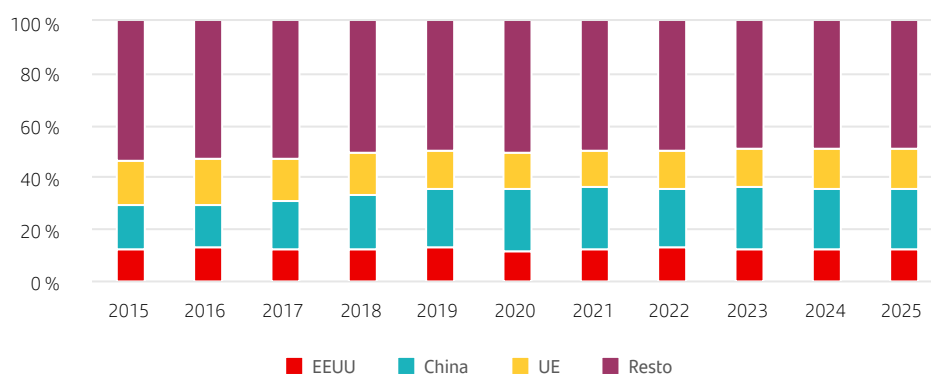
Para ambos bloques, la eliminación gradual de aranceles y la apertura en los servicios y las contrataciones profundizan las cadenas de valor, impulsan la competitividad y fomentan el crecimiento.

Cifras iniciales y ventajas clave

El comercio bilateral, que supera los 135.000 millones de dólares americanos anuales en bienes y servicios, presenta un elevado potencial de crecimiento derivado de la eliminación de aranceles. La UE es el segundo socio comercial del Mercosur (tras China y por delante de EE. UU.), mientras que el Mercosur ocupa el puesto décimo primero para la UE. Sin embargo, este acuerdo generará los mayores ahorros arancelarios registrados por la UE, superiores incluso a los de los acuerdos con Japón y Canadá. En materia de inversión, los vínculos son aún más profundos: con un *stock* cercano a los 400.000 millones de USD, la UE es el mayor inversor extranjero en el Mercosur. El acuerdo facilitará además las operaciones de las empresas europeas ya presentes en la región.

Mercosur - Importaciones + Exportaciones por socio comercial

(% del total)



Nota: datos de 2025: acumulado de 12 meses a marzo de 2025.

Fuentes: Fondo Monetario Internacional y Refinitiv.

Estructura del acuerdo: acceso a mercados y marco regulatorio

El acuerdo se sustenta en dos pilares principales: acceso a mercados y cooperación regulatoria.

Sobre el acceso a mercados, cubre el comercio de bienes y servicios, así como la contratación pública, crucial para el desarrollo de infraestructuras. En el ámbito de los bienes, la liberalización gradual combina la eliminación de aranceles y el establecimiento de cuotas para permitir la adaptación de los sectores sensibles de ambas partes.

Para el Mercosur, los principales beneficios se concentran en el ámbito agrícola: la UE eliminará el 99% de los aranceles —el 82% de forma total y el 18% mediante cuotas— para productos como carne, azúcar y etanol. Las exportaciones industriales (como calzado y textiles, especialmente desde Brasil) también se verán favorecidas. El acuerdo fomentará la integración industrial en las cadenas de valor europeas, promoverá la diversificación económica y reducirá la dependencia de las materias primas.

El pilar comercial requiere la aprobación del Parlamento Europeo y una mayoría cualificada en el Consejo (no unanimidad).

Para la UE, las principales ganancias proceden de la eliminación de aranceles en sectores industriales estratégicos: automóviles (35%), componentes (14–18%), maquinaria (14–20%), productos químicos, farmacéuticos, confección y calzado (hasta 35%). Estos aranceles se suprimirán gradualmente en un plazo de 5 a 10 años, lo que permitirá una adaptación progresiva. Además, el acuerdo tiene un valor geoestratégico, al reforzar la seguridad alimentaria, energética y de minerales críticos, especialmente relevantes para la transición verde, en un contexto de crecientes tensiones globales.

En el ámbito de los servicios, de gran potencial y afinidades lingüísticas entre Mercosur y países como España y Portugal, el acuerdo eliminará muchas restricciones en turismo, servicios empresariales, finanzas, telecomunicaciones y transporte marítimo, permitiendo a la vez que ambas partes regulen sin discriminación.

En contratación pública, garantiza igualdad de condiciones para las empresas de ambos bloques, permitiendo a las europeas participar en grandes proyectos de infraestructura en el Mercosur y viceversa. Aunque las grandes empresas se beneficiarán directamente habrá también un efecto arrastre sobre las pymes mediante una mayor participación en las cadenas de valor transfronterizas. Las licitaciones subnacionales quedan protegidas.

En cooperación regulatoria, el acuerdo no impone nuevas reglas, pero promueve la armonización normativa. Las exportaciones de Mercosur deberán cumplir las normas europeas vigentes, lo que contribuirá a elevar los estándares de calidad, seguridad y sostenibilidad.

Cabe destacar la inclusión de cláusulas vinculantes sobre desarrollo sostenible — compromisos medioambientales, laborales y sociales alineados con el Acuerdo de París—, que por primera vez incorporan objetivos específicos de deforestación hasta 2030. Esta dimensión refuerza la posición de las empresas de ambas regiones que aplican principios ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG por sus siglas en inglés).

Ratificación: desafíos y perspectivas

El último paso para la entrada en vigor del acuerdo es su ratificación, proceso que plantea ciertos retos. La estructura divide la aprobación en tres componentes: los capítulos político y de cooperación internacional requieren la ratificación de los 27 estados miembros de la UE, mientras que el pilar comercial es competencia exclusiva de la Unión, por lo que solo necesita una mayoría cualificada en el Consejo de la UE y la aprobación del Parlamento Europeo.

Aunque algunos países han expresado reservas, principalmente por cuestiones agrícolas y medioambientales, son minoritarias. Las previsiones apuntan a una ratificación del pilar comercial en la segunda mitad de 2025.

Por el lado del Mercosur, cada país deberá ratificar individualmente tanto el componente comercial como el de cooperación. Sin embargo, el acuerdo permite que

Se estima que el comercio entre la UE y América Latina podría crecer hasta un 70% y el comercio intra-latinoamericano hasta un 40%.

cada estado del bloque aplique provisionalmente sus compromisos con la UE, incluso si otros aún no han completado la ratificación interna.

Una oportunidad para fortalecer la integración regional

Una vez ratificado, el acuerdo ampliará la red comercial de la UE en América Latina hasta cubrir el 97% de la economía regional, dejando fuera solo a Bolivia y Venezuela. Esto supera ampliamente la cobertura lograda por Estados Unidos (44%) y China (14%). En este sentido, la alianza UE–Mercosur podría convertirse en un instrumento estratégico para reforzar el papel global de ambas regiones.

Para el Mercosur, el acuerdo va más allá de la apertura externa: puede actuar también como motor de una integración regional más profunda. Aprovechando los acuerdos bilaterales de la UE en América Latina —a través de reglas de origen armonizadas, procedimientos simplificados y normas comunes— podría surgir un espacio económico integrado que conecte a más de 1.100 millones de personas y con un PIB combinado comparable al de Estados Unidos. En este contexto, el impacto económico se vería notablemente amplificado. Según estimaciones del Real Instituto ElCano y el Banco de España, el comercio UE–América Latina podría crecer hasta un 70%, y el comercio intrarregional dentro de América Latina, hasta un 40%.¹

Acuerdos comerciales de América Latina y el Caribe con la UE, EE. UU. y China

País socio	% PIB Latam	País socio	% PIB Latam	País socio	% PIB Latam
UE	97%	EEUU	44%	China	14%
México Chile Perú América central Colombia Ecuador CARIFORUM MERCOSUR		Mexico (UMSCA) Chile Peru FT CAFTA - DR Colombia Panamá		Chile Perú Costa Rica Nicaragua Ecuador	

CARIFORUM: Antigua y Barbuda, Bahamas, Barbados, Belize, República Dominicana, Granada, Guyana, Haití, Jamaica, San Cristóbal y Nieves, Santa Lucía, San Vicente y las Granadinas, Surinam, Trinidad y Tobago. **América Central:** Panamá, Guatemala, Costa Rica, El Salvador, Honduras y Nicaragua. **UMSCA:** Acuerdo de libre comercio de EEUU, México y Canadá. **MERCOSUR:** Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay. **FTA AFTA-DR:** Tratado de Libre Comercio entre República Dominicana, Centroamérica y EEUU

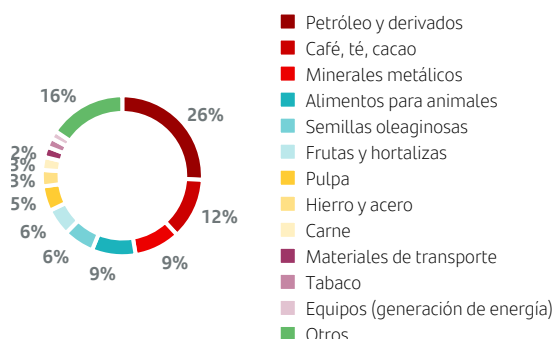
Fuente: RIELCano.

Importancia del acuerdo UE–Mercosur para Brasil

La UE es el segundo socio comercial de Brasil, aunque su participación relativa ha disminuido frente a otras regiones. Las cifras reflejan un aumento en el peso de las exportaciones e importaciones de productos básicos, junto con un descenso en los bienes manufacturados. En 2024, las principales exportaciones brasileñas a la UE fueron: petróleo y derivados (25,8 %), café, té y cacao (12,3 %), minerales metálicos (9,2%), piensos (8,8%) y semillas oleaginosas (6,2 %). Por su parte, las importaciones brasileñas desde la UE se concentraron en productos farmacéuticos (15,3%), maquinaria y equipos industriales (22,1%), productos químicos (8,9 %), vehículos (8,3%) y maquinaria eléctrica (4,7%).

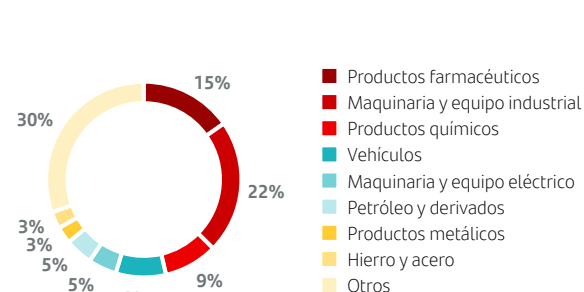
¹ Talvi, E., Berganza, J. C., Campos, R. G., Timini, J., y Estevadeordal, A. (2025), 'EU–Mercosur: Platform towards a new era of transatlantic and intraregional Latin American integration?', Real Instituto Elcano.

Exportaciones de Brasil a la UE por producto en 2024



Fuentes: MDIC y Servicio de Estudios Banco Santander.

Importaciones de Brasil a la UE por producto en 2024



Fuentes: MDIC y Servicio de Estudios Banco Santander.

Se espera que el acuerdo impulse el crecimiento a medio y largo plazo de Brasil, estimule la inversión y mejore la balanza comercial.

El acuerdo tiene un valor estratégico para el crecimiento y la integración global de Brasil. Según el Instituto de Investigación Económica Aplicada (IPEA),² podría elevar el PIB brasileño en 0,46 puntos porcentuales y la inversión en 1,49 puntos porcentuales anuales, mientras que la balanza comercial podría mejorar en más de 300 millones de dólares americanos acumulados entre 2024 y 2040. Aunque el impacto macroeconómico sería moderado a corto plazo, las ganancias estructurales son mayores: mayor integración en las cadenas globales de valor, mejora de la competitividad gracias al acceso a bienes de capital y una base exportadora más diversificada.

El sector agroalimentario será el principal beneficiado: Brasil obtendrá acceso preferencial al mercado europeo para las exportaciones de aves, carne de vacuno y porcino, azúcar y etanol. El IPEA estima que las exportaciones agrícolas a la UE crecerán un 5% anual, con aumentos del 20% acumulado en porcino y avícola. La producción doméstica crecerá un 2%, impulsada por las proteínas y los aceites vegetales. En manufacturas, los beneficios serán selectivos: la reducción de aranceles sobre bienes de capital e insumos reducirá costes en los sectores textil, calzado, papel y aeronáutico, aunque químicos, farmacéuticos y maquinaria afrontarán mayor competencia.

El acuerdo también moderniza la base industrial de Brasil y refuerza su atractivo para la inversión europea, que ya representa casi la mitad del *stock* de inversión extranjera directa (IED) en el país. Con una mayor alineación regulatoria, Brasil podría captar más capital, especialmente en los sectores verde y tecnológico.

Las disposiciones ambientales fueron decisivas para cerrar el acuerdo. Las actualizaciones del borrador de 2019 —con normas de sostenibilidad y un capítulo sobre minerales críticos— están alineadas con la agenda verde europea. Gracias a su matriz energética renovable y sus reservas minerales, Brasil está bien posicionado para apoyar la transición energética

² Ribeiro, F. J. da S. P., Betarelli Junior, A. A., y Faria, W. R. (diciembre, 2023), "Evaluation of the impacts of the Mercosur-European Union Free Trade Agreement", Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), Nota técnica No. 68.

europea y expandirse en biocombustibles, combustible de aviación sostenible e hidrógeno verde.

En 2024, el comercio bilateral entre México y la UE alcanzó los 91.000 millones de dólares.

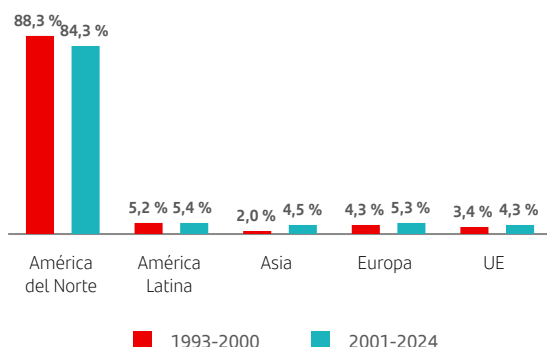
El caso del acuerdo UE-México

La UE y México firmaron su primer acuerdo de libre comercio (TLCUEM) en 2000, tras negociaciones celebradas entre 1998 y 1999. Fue el primer acuerdo de la UE con un país latinoamericano y el primero de México con un socio fuera de América. Para México, se inscribía en una estrategia más amplia de liberalización comercial iniciada en los años noventa. Para 2024, México había firmado acuerdos comerciales con 50 países, que cubren más de 1.300 millones de consumidores y el 55% del PIB mundial.

Aunque el TLCUEM redujo significativamente las barreras comerciales, no las eliminó del todo. Muchos bienes industriales quedaron libres de aranceles de inmediato, mientras que otros —vehículos, componentes eléctricos y productos agrícolas— siguieron un proceso gradual. Algunos bienes sensibles (productos animales y alimentarios procesados) permanecieron protegidos.

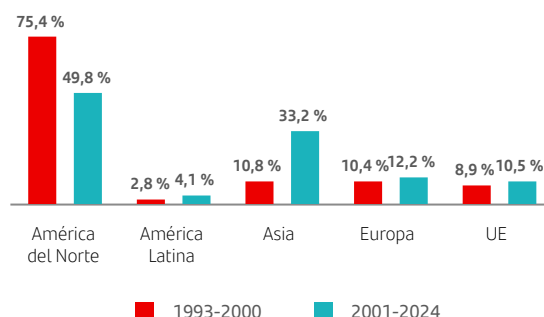
En 2024, el comercio bilateral UE-México alcanzó 91.000 millones de dólares americanos, una proporción moderada del comercio exterior total. El mercado estadounidense sigue dominando (más del 80% de las exportaciones mexicanas), aunque las exportaciones a Asia se han duplicado, equiparándose a las dirigidas a la UE. Las ventas mexicanas a Europa se concentran en automoción, maquinaria y componentes eléctricos. La UE es el tercer proveedor de México, tras EE.UU. (40,1%) y China (20,8%), con exportaciones también centradas en automoción, maquinaria y electrónica.

Exportaciones mexicanas por destino (% del total)



Fuente: Banco de México.

Importaciones mexicanas por país de origen (% del total)



Fuente: Banco de México.

El comercio de México con el resto de América Latina ha crecido en términos absolutos, pero sigue siendo reducido (5,4% de las exportaciones y 4,1% de las

La UE ha representado el 27% del total de las entradas de IED a México, el segundo mayor inversor después de EE. UU. (42%).

Nuevo acuerdo UE-Chile: la cobertura de reducción arancelaria aumenta al 99,6% de las partidas arancelarias y alrededor del 96,5% de los productos chilenos estarán exentos de aranceles.

importaciones), muy por debajo del comercio intrarregional de otras zonas latinoamericanas, en parte por su profunda integración con Norteamérica. Los acuerdos UE–Mercosur y UE–México modernizado podrían servir como puente para estrechar lazos entre México y el resto de América Latina.

Los vínculos de IED con la UE son mucho más sólidos de lo que sugieren los volúmenes comerciales. En los últimos 20 años, la UE representó el 27% de las entradas totales de IED a México (6.400 millones de dólares americanos anuales de media), siendo el segundo inversor tras EE.UU. (42%). A su vez, la UE es el segundo destino de la inversión mexicana en el exterior (22% del total).

Tras una evaluación de la Comisión Europea en 2015,³ la UE y México iniciaron negociaciones para modernizar el acuerdo, con el fin de eliminar las barreras restantes, promover la inversión y reforzar los objetivos del Acuerdo de París mediante normas ambientales exigibles. El nuevo acuerdo abarca comercio digital, contratación pública y servicios (financieros, telecomunicaciones, energía, etc.) y requerirá ratificación plena por los 27 Estados miembros, dado que incluye disposiciones sobre inversión. No obstante, la parte comercial podrá aplicarse tras la aprobación del Consejo y el Parlamento Europeo.

México, cuya estrategia de crecimiento se apoya en un modelo exportador industrial competitivo, sigue dependiendo en gran medida del mercado estadounidense. Ante la incertidumbre sobre el futuro del comercio norteamericano, diversificar destinos se ha vuelto prioritario. Con un mercado de 450 millones de personas y el 17% del PIB mundial, la UE está bien posicionada para apoyar esa diversificación y reforzar un sistema comercial global basado en reglas.

El caso del acuerdo UE–Chile

El Acuerdo de Asociación entre Chile y la Unión Europea, firmado en 2002 y en vigor desde 2003, institucionalizó el diálogo político, la cooperación y el comercio, permitiendo la liberalización, la reducción de barreras arancelarias y el fomento de la inversión extranjera. En dos décadas, el comercio bilateral se duplicó y la UE se consolidó como tercer socio comercial y principal inversor extranjero de Chile.

Sin embargo, ante los cambios de la economía global —la digitalización, la sostenibilidad y el peso creciente de los servicios—, ambas partes acordaron modernizar el marco.

En diciembre de 2023 firmaron una nueva arquitectura compuesta por el Acuerdo Marco Avanzado (AFA) y un Acuerdo Comercial Provisional (ITA), que cubre las partes de competencia exclusiva de la UE mientras el AFA se somete a ratificación más amplia. El ITA entró en vigor el 1 de febrero de 2025; el AFA lo sustituirá una vez ratificado por los 27 Estados miembros y Chile.

³ Comisión Europea (2015), "Assessment of the implementation of the EU–Mexico Free Trade Agreement", Directorate-General for Trade.

Para Chile, el marco modernizado refuerza su tradicional enfoque de integración global basado en normas

El nuevo marco amplía el acceso a los mercados: la cobertura arancelaria de la UE pasa del 94,7% al 99,6%, y el 96,5% de los productos chilenos quedarán libres de aranceles una vez completada la transición. En el lado europeo, el 99,9% de las exportaciones a Chile estarán exentas (salvo el azúcar).

Además, el AFA/ITA actualiza reglas sobre aduanas y origen, medidas sanitarias y fitosanitarias, barreras técnicas al comercio, e incorpora nuevos capítulos sobre género, pymes, comercio digital, energía, materias primas estratégicas y sostenibilidad. Reforzará la cooperación en ciberseguridad, defensa comercial y medio ambiente. El sistema de tribunales de inversión se aplicará cuando el AFA entre en vigor.

Para Chile, el nuevo acuerdo consolida su estrategia de integración basada en normas, amplía el acceso al mercado europeo, impulsa sectores estratégicos como el litio, el cobre, el hidrógeno verde y la energía limpia, y refuerza el papel de América Latina como socio fiable de Europa en un contexto de reconfiguración de las cadenas de valor globales.



Resumen de **previsiones**

	2025	2026	2027
 Mundo			
Crecimiento del PIB (%)	3,1	3,1	3,2
 Estados Unidos			
Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,8	1,9
Tasa de desempleo	4,3	4,4	4,2
Inflación (IPC)	2,8	2,8	2,3
Tipo oficial*	4,00	3,25	3,25
USD/EUR*	1,18	1,21	1,23
 Eurozona			
Crecimiento del PIB (%)	1,2	1,3	1,7
Tasa de desempleo	6,3	6,2	6,0
Inflación (IPC)	2,1	1,9	2,0
Tipo oficial*	2,00	2,00	2,25
USD/EUR*	1,18	1,21	1,23
 Portugal			
Crecimiento del PIB (%)	1,6	1,9	1,6
Tasa de desempleo	6,4	6,4	6,5
Inflación (IPC)	2,2	2,1	2,1
 España			
Crecimiento del PIB (%)	2,8	2,0	1,7
Tasa de desempleo	10,3	9,8	9,6
Inflación (IPC)	2,5	2,0	2,1
 Polonia			
Crecimiento del PIB (%)	3,5	3,7	3,4
Tasa de desempleo	3,2	3,2	3,2
Inflación (IPC)	3,9	3,0	2,6
Tipo oficial*	4,50	4,00	4,00
PLN/EUR*	4,30	4,30	4,30
 Reino Unido			
Crecimiento del PIB (%)	1,3	1,0	1,4
Tasa de desempleo	4,6	4,8	4,8
Inflación (IPC)	3,3	2,4	2,3
Tipo oficial*	3,75	3,50	3,25
GBP/EUR*	0,90	0,90	0,90

2025

2026

2027



América Latina - 7

Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,8	2,2
Tasa de desempleo	5,7	5,9	5,9
Inflación (IPC)	7,5	5,4	4,4

América Latina - 7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.



Argentina

Crecimiento del PIB (%)	3,5	3,7	3,7
Tasa de desempleo	6,3	6,0	5,6
Inflación (IPC)	30,0	16,0	8,7



Brasil

Crecimiento del PIB (%)	2,0	1,5	1,8
Tasa de desempleo	6,2	6,2	6,2
Inflación (IPC)	5,4	4,4	3,9
Tipo oficial*	15,00	13,00	10,25
BRL/USD*	5,80	6,00	5,90



Chile

Crecimiento del PIB (%)	2,4	1,8	2,3
Tasa de desempleo	8,7	8,5	8,4
Inflación (IPC)	4,3	3,2	3,0
Tipo oficial*	4,50	4,25	4,25
CLP/USD*	950	930	940



México

Crecimiento del PIB (%)	0,4	1,0	2,0
Tasa de desempleo	2,8	3,5	3,8
Inflación (IPC)	4,0	3,9	4,0
Tipo oficial*	7,00	7,00	7,00
MXN/USD*	18,7	19,4	20,2



China

Crecimiento del PIB (%)	4,9	4,6	4,3
-------------------------	-----	-----	-----

(*) Fin de período

Fuente: Servicio de Estudios Banco Santander



Equipos del Servicio de Estudios



Sede Central - España
Estados Unidos



Brasil

Juan Cerruti

Concepción Sanz Gómez
David Martín Heredero
Tomás Riestra Giner de los Ríos
María Victoria Núñez Cortés
Marisol de Francisco Bartolomé
Elena Nieto Vega
Esther Cases Lozano
Benjamín Alonso Castaño
Sandra Esteve Gualda
Raúl Pareja Barragán
Javier Sánchez Suárez
Miguel Espinosa Villanego
Roberto Hurtado Lama (*)

Ana Paula Vescovi

Gilmar Lima
Ítalo Franca
Marco Caruso
Tomas Urani
Gabriel Couto
Felipe Kotinda
Adriano Valladão
Henrique Danyi
Ana Julia Costa
Matheus Chaves
Ruben Laureano
Rodolfo Pavan
Arthur Fernandes
Beatriz Nascimento
Gabriel Martins



Chile



México



Reino Unido

Andrés Sansone

Lorena Palomeque
Rodrigo Cruz
Juan Alonso Puentes

Alonso Cervera

Rodrigo Barros
Rogelio De la Peña
Luis Rodrigo Carbajal
Erick Acevedo

Frances Haque

Giles Andrews
Roy Boakes



Argentina



Portugal



Polonia

Rodrigo Park

Cristian Cancela
Mariela Díaz Romero
Agustín Fabbicatore

Rui Constantino

Bruno Fernandes

Maciej Reluga

Piotr Bielski
Marcin Luziński
Grzegorz Ogonek
Bartosz Białas
Adrian Domitrz

sestudios@gruposantander.com

(*)Asistente de investigación

Perspectivas

*Renovar el crecimiento
en una nueva era geoeconómica*