The Year Ahead 2027

De la resiliencia al crecimiento



Santander

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 invitación para comprar o vender instrumentos financieros, ni representa asesoramiento o recomendación de carácter financiero, jurídico, fiscal o de inversión. Las previsiones, interpretaciones, estimaciones o análisis sobre perspectivas futuras contenidas en esta publicación se basan en los supuestos y expectativas vigentes en la fecha de su elaboración y están sujetas, por su propia naturaleza, a importantes incertidumbres y riesgos. Los resultados reales pueden diferir sustancialmente de los expresados o implícitos.

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 aquí contenidos 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 existente en el momento de su elaboración y puede modificarse sin previo aviso.

Banco Santander, S.A., sus filiales, empleados y colaboradores no asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de esta publicación o de las decisiones adoptadas sobre la base de esta. Los usuarios deberán realizar sus propias evaluaciones y comprobar la aplicabilidad de la información a sus circunstancias particulares. Los destinatarios son los únicos responsables de cualquier decisión de inversión, empresarial, jurídica, fiscal o financiera adoptada sobre la base de esta publicación.

Esta publicación está destinada exclusivamente a un uso no comercial. Su reproducción o distribución solo está permitida si se cita correctamente la fuente y se cuenta con la autorización expresa de Banco Santander, S.A. La distribución de esta publicación puede estar restringida en determinadas jurisdicciones, y los destinatarios son responsables de garantizar el cumplimiento de las leyes o normativas aplicables.

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

La fecha de cierre estadístico de los datos y proyecciones de este informe es octubre de 2026.

Índice

De la resiliencia al crecimiento

Editorial 5

Resumen ejecutivo 10

Visión global 14

Un mundo resiliente, pero con menos margen de maniobra 15

Regiones y países 24

Perspectivas regionales 2027 25

ESTADOS UNIDOS. Crecimiento sólido y el reto de la desinflación 26

En profundidad. El despliegue de infraestructuras de inteligencia artificial y su impacto en la economía 28

EUROZONA. De la resiliencia a la transformación 31

En profundidad. Eurobonos: el debate pasa de la conveniencia al diseño institucional 33

Francia. Crecimiento débil y consolidación fiscal en el punto de mira 35

Alemania. Estímulo fiscal y desafíos estructurales 37

Portugal. Crecimiento moderado y estable sobre bases más sólidas 39

En profundidad. Turismo: la gallina de los huevos de oro aprende a cuidar el nido 41

España. Una economía que mantiene el impulso 43

En profundidad. El motor silencioso de la economía española 46

Reino Unido. Crecimiento estable pese a las presiones externas 49

En profundidad. ¿Hay señales de una recuperación de la productividad en el Reino Unido? 52

AMÉRICA LATINA. Resiliencia en un entorno desafiante 54

Argentina. Una macroeconomía más robusta para la próxima etapa 57

En profundidad. El RIGI como catalizador de inversión y transformación productiva en Argentina 59

Brasil. Un año de reequilibrio macroeconómico 62

En profundidad. Brasil: la estrecha pista hacia un aterrizaje suave 65

Chile. Punto de inflexión, con la inversión tomando el liderazgo 67

Chile. Reformas y crecimiento 69

Colombia. Hacia un modelo de crecimiento más equilibrado 72

México. Mejora gradual del crecimiento económico 74

En profundidad. La resiliencia de las exportaciones mexicanas ante la incertidumbre comercial 76

Perú. Solidez de la economía subyacente e inversión más allá de la recuperación 79

Uruguay. Recuperación moderada en un contexto de escasa inversión 82

CHINA. La próxima etapa de crecimiento 85

En profundidad. Reorientación comercial de China: barreras, transformación de la capacidad y dependencias estratégicas 88

Temas clave 92

¿Cuánta financiación necesita el mundo? 93

Repensar el marco macroeconómico en un mundo condicionado por la oferta 99

La macroeconomía de la inteligencia artificial 105

Unión Bancaria Europea: de cortafuegos a motor de crecimiento 115

Gasto en defensa en la UE: entre la oportunidad y el dilema fiscal 123

La industria europea del automóvil: del cumplimiento normativo a la competitividad industrial 130

El papel de América Latina en el nuevo panorama geopolítico 139

Resumen de previsiones 147

Editorial

"Lo que se interpone en el camino se convierte en el camino". Esta idea, extraída de *Meditaciones*, del filósofo estoico y emperador romano Marco Aurelio, plantea que la forma en que respondemos a los obstáculos —ya sea en la vida o en la economía— puede abrir por sí misma nuevas vías. La economía mundial actual es el resultado de las grandes perturbaciones que se han 'interpuesto en el camino' en los últimos años: desde la pandemia de COVID-19 y la invasión rusa de Ucrania hasta las nuevas tensiones en Oriente Medio, la última guerra arancelaria y la irrupción de la inteligencia artificial (IA) en nuestras vidas.

Estos acontecimientos han reconfigurado la economía mundial y acelerado la transición desde una etapa de creciente globalización hacia un sistema más fragmentado, cada vez más condicionado por la seguridad económica y la autonomía estratégica. Todo esto ha llevado a los países a reconocer la fragilidad de las cadenas globales de valor, reconsiderar sus alianzas y acuerdos internacionales y reevaluar sus políticas comerciales, industriales y tecnológicas.

La geoeconomía ha adquirido un protagonismo sin precedentes en el análisis económico. El cambio de paradigma económico mundial puede resumirse así: la transición de un mundo organizado en torno a la eficiencia como objetivo primordial (la globalización) a otro en el que la eficiencia queda cada vez más supeditada a la resiliencia y la seguridad en su sentido más amplio: económico, militar, tecnológico y de otros ámbitos.

En las próximas décadas, la economía mundial estará marcada por la interacción de cuatro megatendencias: el nuevo orden geopolítico (incluida la fragmentación geoeconómica); el cambio demográfico (envejecimiento de la población, migraciones, etc.); la transición energética; y la difusión de las nuevas tecnologías, encabezadas por la IA. ¿Qué surgirá de la interacción de todas estas fuerzas que evolucionan a ritmos distintos y con diferente intensidad? La tecnología puede cambiar en cuestión de meses; la política avanza en plazos de años; los cambios demográficos se desarrollan a lo largo de generaciones; y construir redes eléctricas puede llevar una década o más.

Actualmente, dos de estas megatendencias dominan las perspectivas a corto plazo: la geopolítica y la IA. La geopolítica explica buena parte de la incertidumbre a la que se enfrenta la economía mundial. Durante el último año, el valor del comercio mundial afectado por nuevas medidas restrictivas ha crecido más del triple, hasta alcanzar casi 2,5 billones de euros, el nivel más alto en más de 15 años.

Por su parte, la IA se percibe, cada vez más, como un motor clave del crecimiento económico, especialmente en determinados sectores y países. Aunque esta megatendencia no está exenta de riesgos potenciales, las estimaciones de su impacto futuro sobre la productividad varían considerablemente: desde aumentos de apenas el 0,7% en una década hasta más del 10%. Sea cual sea la cifra exacta, es probable que el impacto sea sustancial. Los efectos combinados de la geopolítica y la IA están reconfigurando la economía mundial y favoreciendo a los exportadores netos de energía y a los países con una fuerte participación en la cadena de valor de la IA.

Las otras dos megatendencias, en cambio, son más 'silenciosas': avanzan de forma más gradual, pero igualmente inexorable. El cambio demográfico, por ejemplo, tendrá consecuencias de gran alcance para el mundo que viene. Se prevé que, a mediados de la década de 2030, el número de personas de 80 años o más en el mundo alcance unos 265 millones y supere por primera vez al de niños menores de un año.

Todas estas dinámicas se reforzarán mutuamente: el envejecimiento acelerará la demanda de automatización, la IA aumentará las necesidades de energía e infraestructuras y la fragmentación geopolítica influirá en dónde se realicen las inversiones tanto tecnológicas como energéticas.

Otra consecuencia de la interacción de estas cuatro megatendencias, como explicamos en este informe, es que la economía mundial probablemente estará cada vez más condicionada por factores de oferta —en vez de los habituales factores de demanda—. Esto exigirá replantear muchos de los modelos y marcos teóricos tradicionales y dará mayor relevancia a los enfoques analíticos que recojan las restricciones sectoriales, las redes de producción, las dependencias estratégicas y la interacción entre las políticas económicas y de seguridad.

Al repasar los últimos años, surge una paradoja: la economía mundial ha demostrado ser más resistente de lo esperado. Sin embargo, cada perturbación ha dejado un crecimiento tendencial más débil y un menor margen de respuesta ante la siguiente. El crecimiento tendencial es ahora alrededor de medio punto porcentual inferior al de las dos primeras décadas de este siglo. El mundo también dispone de menos colchones: el margen para la expansión fiscal es menor debido a los elevados niveles de deuda —en muchos casos, récord—, mientras que la persistencia de los riesgos inflacionistas limita el margen de relajación monetaria. El reciente aumento de las rentabilidades de los bonos a largo plazo a escala mundial refleja en parte estas restricciones. De hecho, hace un año, en este mismo informe, advertimos de que una combinación de factores, entre ellos las presiones fiscales, las crecientes necesidades de inversión, la IA y las tendencias demográficas, acabaría provocando una revisión al alza del tipo de interés de equilibrio (el denominado tipo de interés 'neutral' o 'natural').

La economía mundial se enfrenta a una disyuntiva de fondo incómoda, que es necesario reconocer para poder abordarla: la resiliencia no es gratuita. Se está 'comprando' a costa de un menor crecimiento y de presiones inflacionistas algo mayores. En cierto modo, el mundo parece haber aprendido a superar las crisis, pero aún no ha encontrado

la forma de convertir esa resiliencia en la base de un nuevo ciclo de mayor crecimiento. De ahí el título de la edición de 2027 de *The Year Ahead,* la principal publicación económica anual de Santander Research: "De la resiliencia al crecimiento". Estamos convencidos de que este es el reto fundamental de los próximos años.

Afrontar los retos globales que tenemos por delante —el envejecimiento de la población, la transición energética, la adaptación a las nuevas tecnologías, entre otros— exigirá replantear el modelo de crecimiento mundial. Uno de los mayores riesgos a los que se enfrenta hoy el mundo es que el menor crecimiento se enquiste. Sin un crecimiento más sólido, encauzar la deuda hacia sendas sostenibles, restablecer el equilibrio fiscal y lograr reducciones duraderas de la pobreza y la desigualdad de renta resultará mucho más difícil. El bajo crecimiento también erosiona la confianza en las instituciones y la voluntad de cooperación internacional.

La resiliencia y el crecimiento son, posiblemente, los dos conceptos centrales de la economía mundial actual. Están estrechamente interconectados, pero equilibrarlos implica las disyuntivas ya descritas. Acelerar el crecimiento exigirá: aprovechar plena y eficientemente las nuevas tecnologías ya disponibles, empezando por la IA —estudios recientes apuntan a que la IA podría ayudar a la economía mundial a recuperar, a medio plazo, el medio punto porcentual de crecimiento que aproximadamente ha perdido—; acometer una recualificación a gran escala de la población activa; y reforzar la cooperación en dos frentes: renovar el diálogo internacional y profundizar en la colaboración entre los sectores público y privado.

Pero, por encima de todo, un mayor crecimiento requiere más inversión. Y la inversión, para sostenerse en el tiempo, necesita financiación. La financiación es precisamente el denominador común de las cuatro megatendencias que marcarán el mundo que viene. Será necesaria, entre otras cosas, para sostener unos sistemas de pensiones sometidos a presiones crecientes; atender las mayores necesidades de inversión asociadas a la transición energética, la defensa y otras prioridades estratégicas; y desarrollar y desplegar nuevas tecnologías, como las relacionadas con la IA.

Todo ello exigirá una reasignación de capital de dimensiones históricas. No se trata simplemente de disponer de más fondos, sino de contar con financiación a plazos más largos, una mayor capacidad para asumir riesgos, mecanismos eficaces para compartirlos y mercados más profundos e integrados.

Alrededor del 60% de la desaceleración del crecimiento económico mundial respecto a las dos primeras décadas de este siglo se debe a la menor contribución de Europa. Esta proporción es casi tres veces el peso de la región en el producto interior bruto (PIB) mundial, que se sitúa en torno al 20%. Por tanto, reactivar el crecimiento mundial exigirá un mayor dinamismo económico en Europa. Esto, a su vez, requerirá un marco regulatorio que, sin dejar de salvaguardar la estabilidad financiera, favorezca la financiación del crecimiento al permitir que el ahorro fluya de forma más eficiente hacia la inversión productiva, la innovación y la creación de empleo.

¿Cuánta financiación necesita el mundo? Bajo los supuestos considerados en este informe, estimamos que la brecha entre lo que ya se está financiando y lo que se necesitará en los próximos cinco años asciende a unos 30 billones de euros. Para poner esta cifra en perspectiva, equivale a más de la mitad de los activos de los fondos de pensiones a escala mundial o a más del doble del total de depósitos de hogares y empresas en la Eurozona.

El mundo actual está lleno de riesgos e incertidumbre. Pero también de transformaciones y oportunidades. La tarea no consiste en eliminar el riesgo, algo imposible, sino en construir economías más resilientes e inclusivas, capaces de aprovechar las oportunidades que se presentan y traducirlas en un mayor crecimiento.

Los riesgos y las oportunidades son precisamente los dos temas que mejor reflejan el espíritu de este informe, en el que presentamos nuestras perspectivas para la economía mundial, con especial atención a las regiones en las que Santander tiene una fuerte presencia —Estados Unidos, Europa y nuestros principales mercados en América Latina— y a cuestiones de relevancia global.

En el contexto actual, el principal reto de cualquier área de estudios es separar las señales del ruido. *The Year Ahead 2027* busca identificar las señales más relevantes y compartir conclusiones que contribuyan al debate público sobre las fuerzas que configuran nuestro futuro colectivo.

En tiempos de profundos cambios estructurales, debemos estar preparados para revisar nuestras opiniones a medida que surjan nuevas evidencias. En este contexto, la humildad intelectual y una mentalidad abierta son las herramientas analíticas más valiosas. Más que ofrecer respuestas definitivas, este informe aspira a plantear las preguntas adecuadas, apoyándose en datos fiables y en evidencia sólida.

Les damos la bienvenida a *The Year Ahead 2027*. Esperamos que les resulte útil y les invite a reflexionar.



Juan Cerruti
Global Chief Economist
Madrid, noviembre 2026

Agradecimientos

Nuestro especial agradecimiento a Juan Manuel Cendoya (vicepresidente del consejo de administración de Santander España y director global de Comunicación, Marketing Corporativo y Estudios) por su apoyo para hacer posible la publicación de esta segunda edición de *The Year Ahead*. Asimismo, queremos reconocer el trabajo de todos los economistas del Grupo Santander (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Portugal, España, Reino Unido y Uruguay) en la elaboración de los contenidos (véase la lista al final de la publicación). Agradecemos también especialmente al equipo editorial y de coordinación del proyecto su excelente trabajo: Concepción Sanz Gómez, Esther Cases Lozano y Sandra Esteve Gualda (Servicios Centrales) y Andrés Sansone y Lorena Palomeque (Chile).

Resumen ejecutivo

Perspectivas de crecimiento mundial

Se prevé que el crecimiento mundial se sitúe, en promedio, en el 3,3% anual durante los próximos tres años, frente al 3,7% de las dos primeras décadas de este siglo. Alrededor del 60% de esta desaceleración puede atribuirse a la menor contribución de Europa al crecimiento mundial.

Un mundo resiliente, pero con menos colchones de seguridad

La economía mundial está mostrando resiliencia, pero el crecimiento es insuficiente para cubrir las crecientes necesidades de inversión derivadas del envejecimiento, la inteligencia artificial (IA) y la transición energética. La fragmentación geopolítica y la ampliación de los desequilibrios fiscales agravan este reto y dejan al mundo con menos colchones de seguridad para absorber futuras perturbaciones.

Inflación persistente y bancos centrales restrictivos

La inflación debería moderarse gradualmente a partir de 2027, pero las tensiones geopolíticas, los precios de la energía y la creciente demanda de recursos mantendrán el sesgo al alza de los riesgos. Por tanto, es probable que los bancos centrales mantengan una orientación menos acomodaticia, y que el aumento de la deuda y de las necesidades de financiación sostenga elevados los tipos de interés a largo plazo.

Mercados de trabajo resilientes

Los mercados de trabajo son una importante fuente de resiliencia, con tasas de paro que siguen en niveles históricamente bajos en muchas de las principales economías. Hasta ahora, el impacto de la IA en los indicadores agregados del mercado laboral ha sido limitado, aunque sus efectos a más largo plazo siguen siendo inciertos.

La paradoja de los mercados: fuertes subidas bursátiles y aumento de las rentabilidades de los bonos

La persistencia de la inflación y el aumento de la deuda coexisten con un fuerte optimismo en torno a la IA, lo que genera una combinación inusual de valoraciones bursátiles elevadas, una política monetaria más restrictiva y rentabilidades a largo plazo elevadas. Una cuestión clave para 2027 es si las ganancias de productividad impulsadas por la IA confirmarán las expectativas del mercado o si las valoraciones se ajustarán a un coste del capital estructuralmente más alto.

Financiar el 'reinicio' del crecimiento mundial

Reactivar el crecimiento mundial requiere un cambio estructural: más inversión, mayor coordinación internacional, nuevas tecnologías y una regulación inteligente que movilice el ahorro hacia usos productivos. Estimamos una brecha de financiación mundial de 30 billones de euros entre 2026-30, equivalente a la mitad del ahorro mundial destinado a pensiones. El reto no será solo movilizar financiación, sino canalizarla eficazmente hacia la inversión productiva.

Por regiones: qué cabe esperar

El crecimiento seguirá mostrando resiliencia en 2027, pero será cada vez más desigual entre regiones. Los efectos combinados de la geopolítica y la IA están reconfigurando la economía mundial y favorecen a los exportadores netos de energía y a los países con una fuerte participación en la cadena de valor de la IA.

- Estados Unidos: la inversión y la IA reforzarán su liderazgo en el crecimiento de las economías desarrolladas, con una expansión económica que se mantendrá sólida y por encima del 2% hasta 2027. La inflación seguirá siendo el principal riesgo.
- Eurozona: la inversión impulsará una aceleración del crecimiento del 1,0% en 2026 al 1,4% en 2027, aunque la capacidad fiscal será desigual y persistirán los riesgos inflacionistas.
- España: el crecimiento volverá a situarse muy por encima de la media de la Eurozona, aunque se moderará del 2,6% al 2,2%, apoyado en la demanda interna y las exportaciones de servicios no turísticos.
- Reino Unido: el crecimiento se ralentizará del 1,3% al 0,9% en 2027, ya que las renovadas presiones inflacionistas lastrarán el consumo y las restricciones fiscales limitarán el margen de maniobra.
- China: el modelo de crecimiento se orientará hacia la productividad, la innovación y la tecnología, a medida que se debiliten los motores tradicionales y el sector inmobiliario siga siendo un lastre estructural.
- América Latina: el crecimiento seguirá mostrando resiliencia y se situará en torno al 2%, mientras que la inflación continuará moderándose y la solidez de las posiciones exteriores seguirá proporcionando apoyo.
- Brasil: los elevados tipos de interés reales reducirán el crecimiento al 1,3% en 2027, y la política fiscal seguirá siendo la principal fuente de incertidumbre.
- México: el crecimiento seguirá mostrando resiliencia, con el 1,7% en 2027, tras el 1,8% de 2026, mientras que los persistentes retos fiscales seguirán siendo la principal vulnerabilidad.

Temas especiales

Más allá de las perspectivas para 2027, nuestros temas especiales analizan las fuerzas estructurales que están reconfigurando la economía mundial y sus posibles efectos y repercusiones:

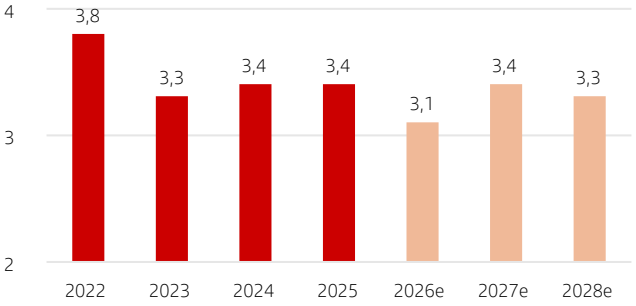
- ¿Cuánta financiación necesita el mundo?
- Repensar el marco macroeconómico en un mundo condicionado por la oferta.
- La macroeconomía de la inteligencia artificial.
- Unión Bancaria Europea: de cortafuegos a motor de crecimiento.
- El gasto en defensa en la UE: entre la oportunidad y el dilema fiscal.
- La industria europea del automóvil: del cumplimiento normativo a la competitividad industrial.
- El papel de América Latina en el nuevo panorama geopolítico.

The Year Ahead de un vistazo

El crecimiento resistirá, pero será moderado

La economía mundial seguirá mostrando resiliencia en 2027, pero el crecimiento se mantendrá por debajo de las tasas históricas en un contexto de crecientes necesidades de inversión estructural.

Crecimiento económico mundial
(% variación anual)



Crecimiento del PIB en 2027

+3,4 %

La resiliencia por sí sola no bastará para afrontar los retos globales

El envejecimiento de la población, la fragmentación geopolítica y los crecientes desequilibrios fiscales están lastrando el potencial de crecimiento y reduciendo el margen para absorber futuras perturbaciones.

Crecimiento insuficiente para afrontar los crecientes desafíos globales

La inversión y la financiación son claves para relanzar el crecimiento

Tecnología, inversión y una regulación más inteligente serán fundamentales para movilizar el ahorro.

Déficit de financiación mundial de 30 billones de euros entre 2026 y 2030

La inflación se modera y los mercados laborales resisten

La inflación se moderará en 2027, aunque los riesgos por el lado de la oferta podrían frenar su descenso.

Los mercados laborales sólidos respaldan la actividad económica.

El último tramo de la desinflación representa un desafío

Optimismo en la renta variable (y pesimismo en la renta fija)

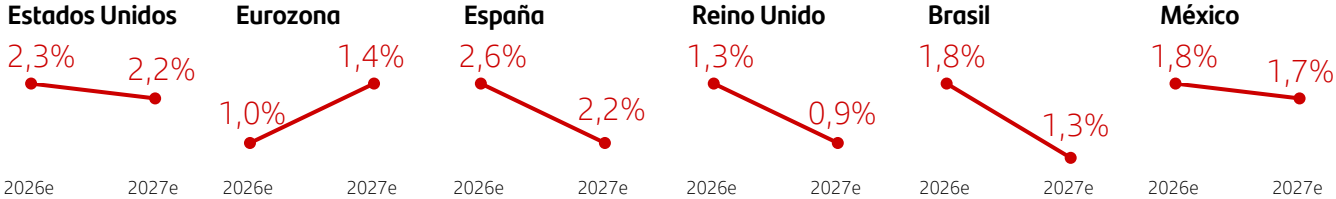
Las valoraciones bursátiles reflejan altas expectativas en torno a la IA.

Los tipos de interés a largo plazo se han elevado ante la competencia por el ahorro, las preocupaciones fiscales y la elevada inflación.

Las valoraciones de la IA son un aspecto a vigilar

La resiliencia se mantiene, pero las trayectorias de crecimiento divergirán entre países

Las diferencias en el dinamismo de la inversión, el margen fiscal y la exposición a las perturbaciones globales determinarán cada vez más la evolución económica de las distintas regiones.



Visión global



Un mundo resiliente, pero con menos margen de maniobra

De la resiliencia al crecimiento

¿Cuál es el mayor reto al que se enfrenta la economía mundial en los próximos años? Las primeras respuestas podrían apuntar a las tensiones geopolíticas, a un cambio en las expectativas de los mercados sobre la inteligencia artificial (IA) o a una inflación persistentemente elevada, entre otras posibilidades.

La economía mundial crecerá una media del 3,3% anual durante los próximos tres años

A nuestro juicio, todas estas respuestas son plausibles. Pero existe un reto aún mayor, tan evidente que puede parecer obvio: el bajo crecimiento. O, más precisamente, el riesgo de que el bajo crecimiento mundial se cronifique.

Según nuestras estimaciones y las de la mayoría de las instituciones internacionales, prevemos que la economía mundial crezca una media del 3,3% anual durante los próximos tres años. Esta cifra se sitúa muy por debajo del promedio del 3,7% registrado en las dos primeras décadas de este siglo. Sin un mayor crecimiento mundial, resulta difícil vislumbrar una convergencia de las elevadas ratios de deuda sobre el producto interior bruto (PIB) de muchos países. Tampoco parece plausible esperar mejoras en la distribución de la renta ni en la disposición a cooperar internacionalmente. El crecimiento no es una condición suficiente para resolver todos los problemas a los que se enfrenta el mundo, pero sí necesaria. No es realista esperar soluciones consensuadas en un contexto en el que las limitaciones de cada país solo permiten centrarse en sus propios asuntos internos.

En los últimos años, la economía mundial nos ha dejado dos lecciones claras. La primera es que es más resiliente de lo que pensábamos: ha sorteado mejor de lo previsto una pandemia mundial, numerosos conflictos armados y tensiones arancelarias, entre otros acontecimientos. Sin embargo, esta resiliencia no ha salido 'gratis': la economía mundial la ha pagado con un menor crecimiento y unos márgenes de maniobra más reducidos para afrontar futuras perturbaciones.

La resiliencia de la economía global no ha salido 'gratis': se ha pagado con un menor crecimiento y unos márgenes de maniobra más reducidos para afrontar futuras perturbaciones

El margen de actuación de las políticas fiscal y monetaria del que disponen los países y las regiones del mundo para responder a perturbaciones imprevistas es hoy considerablemente menor que hace seis años, antes de la pandemia. Desde entonces, las perturbaciones mundiales se han sucedido de una forma pocas veces vista en la historia económica mundial. Mientras tanto, la deuda pública mundial ha pasado del 82% al 96% del PIB, y del 97% al 105% en el conjunto de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). El reciente aumento de las rentabilidades de los bonos a largo plazo a escala mundial refleja la preocupación por estos menores márgenes de maniobra y por unas restricciones cada vez mayores de cara al futuro.

Todas estas perturbaciones —la pandemia, la guerra en Ucrania, la guerra arancelaria y las tensiones en el estrecho de Ormuz— comparten además una característica importante: sus efectos se han manifestado principalmente por el lado de la oferta agregada, y no de la demanda. Lo mismo ocurre con las cuatro megatendencias que definirán las próximas décadas: la nueva geopolítica, el cambio demográfico, la transición energética y las nuevas tecnologías lideradas por la IA.

Solo mediante una mayor inversión el mundo podrá afrontar con éxito los desafíos globales que tiene por delante

Para un mundo que durante décadas ha evolucionado al ritmo de la demanda, no se trata de un cambio menor. Los datos lo confirman: un año después de cada uno de los episodios mencionados, el crecimiento del PIB se ralentizó una media de 1,7 puntos porcentuales y la inflación se aceleró 0,8 puntos. Es el patrón clásico de una perturbación negativa de oferta de carácter estanflacionario, que trae consigo una realidad incómoda: ni la política fiscal ni la monetaria pueden, por sí solas, dar una respuesta completa a estos retos. Como analizamos en uno de los temas especiales de este informe, la respuesta duradera no pasa por gestionar la demanda, sino por ampliar la frontera productiva, poniendo el foco en la productividad, la inversión, la tecnología y la recualificación de la mano de obra.

Conviene introducir un matiz sobre los plazos porque estas megatendencias no avanzan al mismo ritmo. La tecnología puede cambiar en meses; la geopolítica evoluciona en años; la demografía, en generaciones; y construir una red eléctrica que sustente la transición energética puede llevar una década. Muchas de las tensiones que observamos hoy —entre la ambición regulatoria y la capacidad de ejecución, entre las expectativas de los mercados y los resultados en productividad— nacen precisamente de este desajuste de ritmos.

Estimamos que el déficit de financiación para los próximos años se sitúa actualmente en torno a los 30 billones de euros. Esta cifra equivale a la mitad de todo el ahorro destinado a pensiones a escala mundial

Un mayor nivel de inversión es una condición necesaria para acelerar el crecimiento mundial: solo mediante la inversión puede lograrse un crecimiento sostenible en el tiempo. En este informe estimamos que abordar con éxito los grandes retos mundiales requerirá una financiación bruta cercana a los 50 billones de euros entre 2026 y 2030 —unos 10 billones de euros al año— y que el déficit de financiación asciende actualmente a unos 30 billones de euros para ese quinquenio. Esto equivale a la mitad de todo el ahorro para pensiones a escala mundial, al doble del total de depósitos de la Eurozona o, alternativamente, a casi dos años de PIB de la Eurozona.

Pero no se trata solo de obtener financiación; también hay que canalizar los fondos de forma eficiente hacia la inversión. El mundo dispone del ahorro, la tecnología y la capacidad institucional necesarios; lo que falta es alinear los incentivos, reducir los riesgos y establecer prioridades. La regulación desempeñará un papel clave en ello. Durante años, tras la crisis financiera mundial, la regulación financiera se centró casi exclusivamente en preservar la estabilidad financiera. Esta es, sin duda, un activo fundamental que debe protegerse y reforzarse. Pero, por todas las razones expuestas, estimular el crecimiento también debería reconocerse como tal.

Una cifra ilustra la urgencia: de la desaceleración de medio punto porcentual del crecimiento mundial registrada en la presente década, alrededor del 60% se explica por

una menor contribución de Europa al crecimiento. Dado que el continente representa en torno al 20% del PIB mundial, su contribución a la desaceleración triplica su peso económico. Europa es precisamente la región donde la complejidad de la burocracia regulatoria y la falta de coordinación han tenido el mayor impacto negativo sobre la capacidad de competir a escala mundial.

Nos encontramos ante una paradoja: los mercados bursátiles en máximos históricos, al tiempo que se endurece la política monetaria y suben las rentabilidades de los bonos de largo plazo

En este contexto, la inflación volvió a aumentar en 2026 como resultado de la interacción entre las tensiones geopolíticas, los cuellos de botella energéticos y la creciente demanda de recursos de sectores en rápida expansión, como la IA. Esto ha obligado a los bancos centrales de Estados Unidos y de la Eurozona, entre otros, a retomar sus ciclos de endurecimiento monetario, cuyo alcance e intensidad siguen siendo difíciles de anticipar por la elevada incertidumbre que rodea a los factores que los impulsan. Esperamos que, en la mayoría de las regiones del mundo, la inflación comience a moderarse gradualmente a partir de 2027 y converja hacia los objetivos de los bancos centrales a partir de 2028. No obstante, esto dependerá en gran medida de la evolución de dinámicas difíciles de anticipar, como la geopolítica mundial.

La combinación de una inflación más persistente de lo esperado, mayores niveles de deuda y, por otro lado, un renovado optimismo sobre la capacidad de la IA para transformar la economía mundial ha generado una paradoja: las bolsas se encuentran en máximos históricos mientras los bancos centrales endurecen la política monetaria y las rentabilidades de los bonos a largo plazo alcanzan máximos de varios años en muchos países. De hecho, hace un año, en este mismo informe, advertíamos de que una combinación de fuerzas —entre ellas las presiones fiscales, las crecientes necesidades de inversión, la IA y las tendencias demográficas— acabaría provocando una revisión al alza del tipo de interés de equilibrio (el denominado tipo de interés 'neutral' o 'natural').

Ante esta 'anomalía', la pregunta relevante es cuál de estas dos señales convergerá hacia la otra: ¿justificarán las mejoras de productividad derivadas de la IA las valoraciones actuales, permitiendo que bajen los tipos a largo plazo? ¿O acabarán las bolsas ajustándose a un coste del capital estructuralmente más elevado? Las estimaciones disponibles sobre el impacto de la IA en la productividad —que van desde el 0,7% acumulado en diez años hasta el 10-15%— son tan dispares que, por sí solas, explican buena parte de esta tensión.

Los mercados laborales siguen mostrando solidez en la mayoría de las regiones en las que opera Santander

Mientras tanto, los mercados laborales siguen sólidos en la mayoría de las regiones en las que Santander tiene presencia. Las tasas de paro se sitúan en niveles históricamente bajos en países como Estados Unidos, México, Brasil y el Reino Unido, así como en la Eurozona. El posible impacto de la IA en este mercado sigue siendo apenas perceptible en los agregados macroeconómicos, aunque algunos sectores o ramas de actividad podrían verse afectados en cierta medida en los próximos años.

En resumen, previsiblemente, el mundo de 2027 crecerá significativamente menos que en las dos primeras décadas de este siglo y necesitará invertir de forma considerable; convivirá con una inflación por encima de los objetivos y con unos bancos centrales

menos acomodaticios de lo que preveíamos hace un año; y las diferencias entre regiones vendrán determinadas cada vez más por su capacidad para transformar el ahorro disponible en inversión productiva, especialmente en sectores vinculados a tecnologías disruptivas como la IA.

Por regiones: qué esperar en 2027

Las perspectivas regionales que anticipamos para 2027 no son homogéneas. Los efectos combinados de la geopolítica y la IA están reconfigurando la economía mundial y favoreciendo a los exportadores netos de energía y a los países con una fuerte participación en la cadena de valor de la IA.

Estados Unidos mantendrá un crecimiento sólido, apoyado en la inversión y la productividad, mientras que la Eurozona tratará de transformar su resiliencia en un ciclo duradero de inversión y el Reino Unido seguirá lidiando con presiones inflacionistas y restricciones fiscales.

Por su parte, China avanzará hacia una fase más madura, con un menor crecimiento y una agenda centrada en la productividad y la tecnología. Y América Latina afrontará un año de consolidación, con un Brasil que necesita lograr la convergencia fiscal y un México cuya actividad mantendrá un buen ritmo.

El denominador común es que, en casi todas las regiones, la diferencia entre un crecimiento mediocre y uno más sólido dependerá de la capacidad para movilizar inversión y emitir señales creíbles de disciplina fiscal.

Estados Unidos

La economía estadounidense seguirá siendo el principal motor del crecimiento de las economías desarrolladas en 2027

La economía estadounidense seguirá siendo el principal motor del crecimiento de las economías desarrolladas en 2027, apoyada en una inversión empresarial robusta, un consumo resiliente y mejoras de productividad. La inversión será el pilar del crecimiento, con la IA y los centros de datos impulsando la inversión en bienes de capital de alta tecnología. Pero el crecimiento estadounidense va más allá de la IA: las empresas han asumido la incertidumbre como la nueva normalidad y siguen adelante con sus proyectos, respaldadas por la disponibilidad de crédito y unos beneficios sólidos. La productividad ya ha aumentado, reflejando la inversión en automatización y en modelos operativos más eficientes.

La inflación será el principal foco de atención en 2027, con una Reserva Federal más restrictiva y unos tipos a largo plazo elevados que contribuirán a que la inflación subyacente converja hacia el 2%. Los riesgos persisten: los aranceles, la energía y la geopolítica podrían reavivar las presiones sobre los precios, mientras siguen abiertos los interrogantes sobre el ritmo del auge inversor en IA y las perspectivas fiscales a medio plazo.

Eurozona

2027 podría marcar la transición hacia una economía en la que la inversión, y no solo la resiliencia frente a las perturbaciones, cobre mayor importancia como motor del crecimiento. Esperamos que el crecimiento de la economía de la Eurozona se acelere

hasta el 1,4%, respaldado por una recuperación gradual de la inversión. No obstante, seguirá siendo desigual, con una Alemania que avanza mientras otras economías afrontan fuertes restricciones fiscales.

El principal reto para la Eurozona es transformar su resiliencia en un crecimiento

La inflación probablemente se moderará en 2027, pero podría mantenerse por encima del objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE) durante buena parte del año. La persistencia de unos precios de la energía elevados constituye un riesgo al alza, ya que podría incrementar los costes empresariales y acabar trasladándose de forma más generalizada a los precios de los bienes y servicios.

España

España sigue siendo una de las economías más dinámicas de Europa, con un crecimiento del PIB del 2,6% en 2026, respaldado por el consumo, un mercado laboral resiliente, el turismo y las exportaciones de servicios. El crecimiento se moderará hasta el 2,2% en 2027, mientras que el paro caerá por debajo del 10%. La fortaleza del turismo, las exportaciones de servicios no turísticos, la inmigración y la solidez de los balances del sector privado sustentan estas perspectivas. Sin embargo, la previsión de inflación estará sujeta a riesgos al alza si el encarecimiento de la energía se traslada a la inflación subyacente. En ese escenario, la inflación podría no converger hacia el objetivo del BCE hasta finales de 2028.

Reino Unido

El crecimiento del Reino Unido en 2026 ha sido algo mejor de lo previsto. Sin embargo, las perspectivas para 2027 apuntan a cierta desaceleración —hasta el 0,9%—, con el encarecimiento de la energía y los alimentos lastrando de nuevo el consumo. La resolución —o no— del conflicto en Oriente Medio será decisiva, especialmente por su impacto sobre la inflación.

La tasa de paro se situaba cerca del 5% a mediados de 2026 y parece mostrar cierta estabilización, mientras que la inflación cerrará 2026 cerca del 4%. Las restricciones fiscales seguirán siendo la principal fuente de vulnerabilidad, con la presión fiscal en máximos históricos y la necesidad de adoptar nuevas medidas por el lado del gasto público.

China

China está pasando de un modelo de crecimiento basado en la acumulación de capital a otro impulsado, cada vez más, por la productividad y la innovación

China está entrando en una fase de desarrollo más madura, en la que el crecimiento futuro dependerá cada vez más de la productividad, la innovación y una mejor asignación del capital, prioridades que también se reflejan en el énfasis del XV Plan Quinquenal en la tecnología y la IA.

El principal desequilibrio sigue siendo la debilidad de la demanda interna frente a una oferta industrial sólida, lo que mantiene elevadas las presiones desinflacionistas. Por su parte, el sector inmobiliario continúa siendo el mayor lastre estructural. La política macroeconómica mantendrá una orientación de apoyo a la actividad, liderada por la política fiscal. La demanda externa sigue siendo un motor clave del crecimiento, respaldada por el dinamismo de las exportaciones de vehículos eléctricos (VE), baterías

y productos del sector solar, aunque el creciente proteccionismo y la dependencia de las importaciones de crudo siguen siendo riesgos importantes.

América Latina

América Latina afronta 2027 tras haber sorteado las perturbaciones externas y unas condiciones financieras difíciles mejor de lo previsto

América Latina afronta 2027 tras haber sorteado las perturbaciones externas y unas condiciones financieras difíciles mejor de lo previsto, con mercados resilientes y presiones inflacionistas contenidas en el grupo de América Latina-7[1]. El crecimiento debería mantenerse estable en torno al 1,9% para el conjunto, mientras que la inflación seguirá descendiendo y acercándose a los intervalos de tolerancia de los bancos centrales, aunque 'El Niño' podría retrasar temporalmente este proceso.

La posición exterior sigue siendo sólida, con balanzas comerciales robustas y déficits por cuenta corriente financiados mediante inversión extranjera directa (IED). El principal reto será traducir esta estabilidad en una mayor inversión, mientras que el modesto crecimiento potencial y la consolidación fiscal limitan el margen de actuación de las políticas económicas.

Brasil

2027 debería ser un año de reequilibrio macroeconómico para Brasil

Brasil comenzará 2027 acusando los efectos acumulados de un periodo prolongado de política monetaria restrictiva. El crecimiento se ralentizará a medida que los elevados tipos de interés reales lastren el consumo, la inversión y los sectores sensibles al crédito, mientras que el mercado laboral debería enfriarse de forma gradual, evitando un deterioro brusco de la renta de los hogares. La inflación seguirá descendiendo hasta situarse en torno al 4%, aunque los servicios harán que la convergencia siga siendo gradual.

La política fiscal sigue siendo el mayor reto. Emitir señales concretas de convergencia fiscal podría mejorar la confianza y compensar parcialmente el lastre monetario. Esperamos que la política monetaria mantenga una orientación restrictiva en 2027, aunque en menor medida. En definitiva, 2027 debería ser un año de reequilibrio macroeconómico para Brasil.

México

La economía mexicana llegará a 2027 tras haber mostrado una resiliencia sorprendente, apoyada en el consumo, la recuperación de la inversión y las exportaciones tecnológicas. El crecimiento debería mantener un buen ritmo gracias a la continuidad de estas tendencias, junto con un entorno mundial más estable y unos factores fiscales y monetarios menos adversos. El mercado laboral conserva su fortaleza, con la tasa de paro cercana a mínimos históricos. La inflación debería mantenerse en torno al 4% y esperamos pocos cambios en la política monetaria. No obstante, el ajuste fiscal sigue siendo un reto, ya que la deuda ha seguido aumentando pese a la reducción del déficit, aunque México conserva el grado de inversión.

[1] América Latina-7 incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

Materias primas

En un entorno marcado por la interacción entre la geopolítica, las restricciones de oferta, el cambio climático, la transición energética y la creciente fragmentación del comercio internacional, todo apunta a que 2027 será un año especialmente complejo para los mercados de materias primas.

Los mercados energéticos podrían relajarse gradualmente a medida que se normalicen las tensiones geopolíticas y aumente la oferta mundial de petróleo y gas natural licuado

La evolución de los mercados energéticos seguirá estando muy condicionada por la situación en Oriente Medio. La trayectoria de los precios dependerá, en gran medida, de la duración del conflicto, el restablecimiento de las rutas comerciales, el grado de daño a las infraestructuras y la rapidez con la que se recupere la oferta interrumpida. Una tendencia hacia la normalización favorecería una corrección de las primas de riesgo del petróleo y el gas natural, aunque el proceso podría ser gradual si la necesidad de reponer existencias mantiene elevada la demanda física.

Más allá del impacto inmediato del conflicto, el equilibrio del mercado del petróleo afronta un cambio de carácter más estructural. Por el lado de la oferta, una Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) más fragmentada y con menor disciplina interna podría ver reducida su capacidad para gestionar la producción de forma coordinada, mientras los países ajenos a la organización siguen aumentando la oferta. Por el lado de la demanda, el crecimiento del consumo de petróleo continúa ralentizándose como reflejo de una mayor eficiencia energética, la progresiva electrificación del transporte y la transformación del modelo de crecimiento chino. En consecuencia, una vez absorbida la perturbación geopolítica, la combinación de una oferta potencialmente más flexible y una demanda moderada podría favorecer un mercado petrolero más holgadamente abastecido, aunque seguiría expuesto a episodios de elevada volatilidad ante nuevas interrupciones del suministro. No obstante, la mayor disponibilidad de crudo prevista podría coexistir con tensiones en determinados productos refinados, debido a una capacidad de refino más rígida y distribuida de forma desigual geográficamente.

Los mercados agrícolas siguen siendo especialmente vulnerables a las perturbaciones climáticas, las restricciones comerciales y las tensiones geopolíticas

En el mercado del gas natural, la expansión de la producción estadounidense y de la capacidad mundial de gas natural licuado (GNL) debería reforzar progresivamente la disponibilidad de suministro. Sin embargo, Europa seguirá expuesta a la competencia internacional por los cargamentos y a la necesidad de mantener niveles adecuados de almacenamiento. Por el lado de la demanda, la electrificación y el fuerte aumento del consumo eléctrico asociado a los centros de datos, la IA y las nuevas infraestructuras digitales refuerzan el papel del gas como fuente flexible de generación. En conjunto, más allá de las tensiones geopolíticas actuales, el aumento de la capacidad mundial de GNL apunta a un mercado con una oferta más abundante, aunque seguirá siendo vulnerable a interrupciones del suministro.

En la agricultura, el principal riesgo deriva de la exposición simultánea a perturbaciones climáticas, geopolíticas y comerciales. La mayor variabilidad de los patrones climáticos reduce la previsibilidad de las cosechas. Un episodio de 'El Niño' potencialmente muy intenso, que podría prolongarse hasta los primeros meses de 2027, alterará las

La electrificación, la digitalización y el gasto en defensa sostendrán la demanda estructural de cobre y otros minerales críticos

condiciones de temperatura y precipitaciones en algunas de las principales regiones productoras. Al mismo tiempo, la reconfiguración de las rutas de exportación debido a la guerra en Ucrania, las restricciones comerciales y las estrategias de seguridad alimentaria de grandes consumidores como China e India están modificando los patrones comerciales tradicionales. La conexión entre la energía, los fertilizantes y los costes agrícolas mantiene abierto un canal de transmisión de los mercados energéticos a los precios de las materias primas agrícolas. El resultado es un mercado bien abastecido, pero vulnerable a perturbaciones climáticas, geopolíticas y logísticas.

Los metales industriales presentan una dinámica estructuralmente más favorable por el lado de la demanda. La electrificación, las redes eléctricas, los centros de datos y el gasto en defensa seguirán incrementando la demanda de cobre, aluminio y otros minerales estratégicos. Sin embargo, el equilibrio podría variar entre mercados, dado que una demanda estructuralmente fuerte no implica necesariamente escasez cuando la oferta puede responder con rapidez. El cobre es donde esta tensión resulta más evidente. La combinación de una demanda creciente, los largos plazos de desarrollo de los proyectos mineros y las dificultades para ampliar la capacidad de producción aumenta el riesgo de un mercado con menor holgura. En cambio, el níquel y, a corto plazo, el litio muestran cómo una rápida expansión de la capacidad de producción puede generar excedentes incluso con un fuerte crecimiento de la demanda.

La seguridad del suministro está adquiriendo una importancia estratégica: cada vez importa más dónde se producen, procesan y transportan los recursos

La seguridad del suministro de minerales críticos cobrará cada vez más importancia. Las principales economías están incorporando el acceso a estos recursos a sus políticas industriales y de seguridad económica, mientras que los países productores buscan captar una mayor proporción del valor que generan. El resultado es una interacción creciente entre geopolítica, comercio e inversión, con cadenas de suministro potencialmente más diversificadas y resilientes, pero menos eficientes y más costosas.

En resumen, 2027 podría presentar un panorama dispar entre las materias primas. Una posible normalización de las perturbaciones en Oriente Medio, la desaceleración estructural del crecimiento de la demanda de petróleo y el aumento de la capacidad mundial de GNL favorecerían una relajación de las tensiones en los mercados energéticos. La agricultura seguirá expuesta a perturbaciones climáticas y comerciales, mientras que los metales industriales concentrarán las presiones estructurales asociadas a la electrificación, la digitalización y el gasto en defensa. El denominador común es que la seguridad del suministro se ha convertido en una variable estratégica. En un entorno de fragmentación geopolítica, ya no importa solo cuánto existe o se produce de un recurso a escala mundial, sino también dónde se produce, quién lo procesa y cómo llega a los centros de consumo.

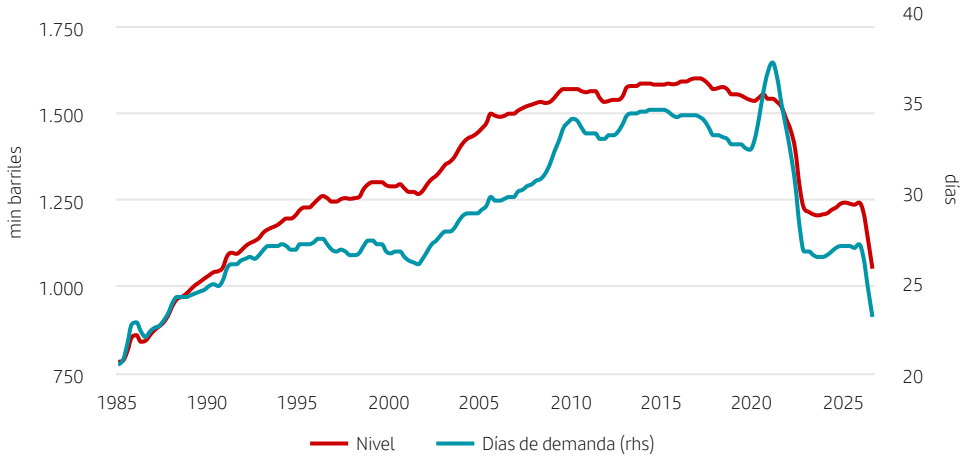
Juan Cerruti
María Victoria Núñez Cortés

Previsiones de precios de las materias primas

Componentes del índice S&P GSCI	2026	2027	2028
S&P GSCI			
Agricultura	421	439	440
Energía	326	261	234
Metales básicos	607	615	621
Metales preciosos	5.501	5.774	6.075
Todas las materias primas	744	658	620
Materias primas seleccionadas			
Soja (USD/bushel)	13	13	13
Petróleo Brent (USD/barril)	93	77	73
Cobre (USD/tonelada métrica)	14.697	14.944	15.130

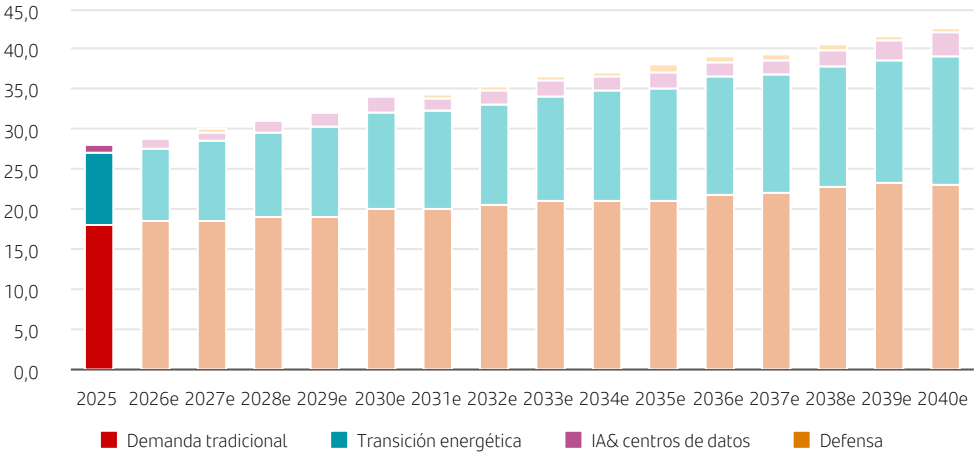
Fin de periodo.
Fuentes: Refinitiv, S&P GSCI y Santander Research.

Reservas estratégicas de petróleo de la OCDE

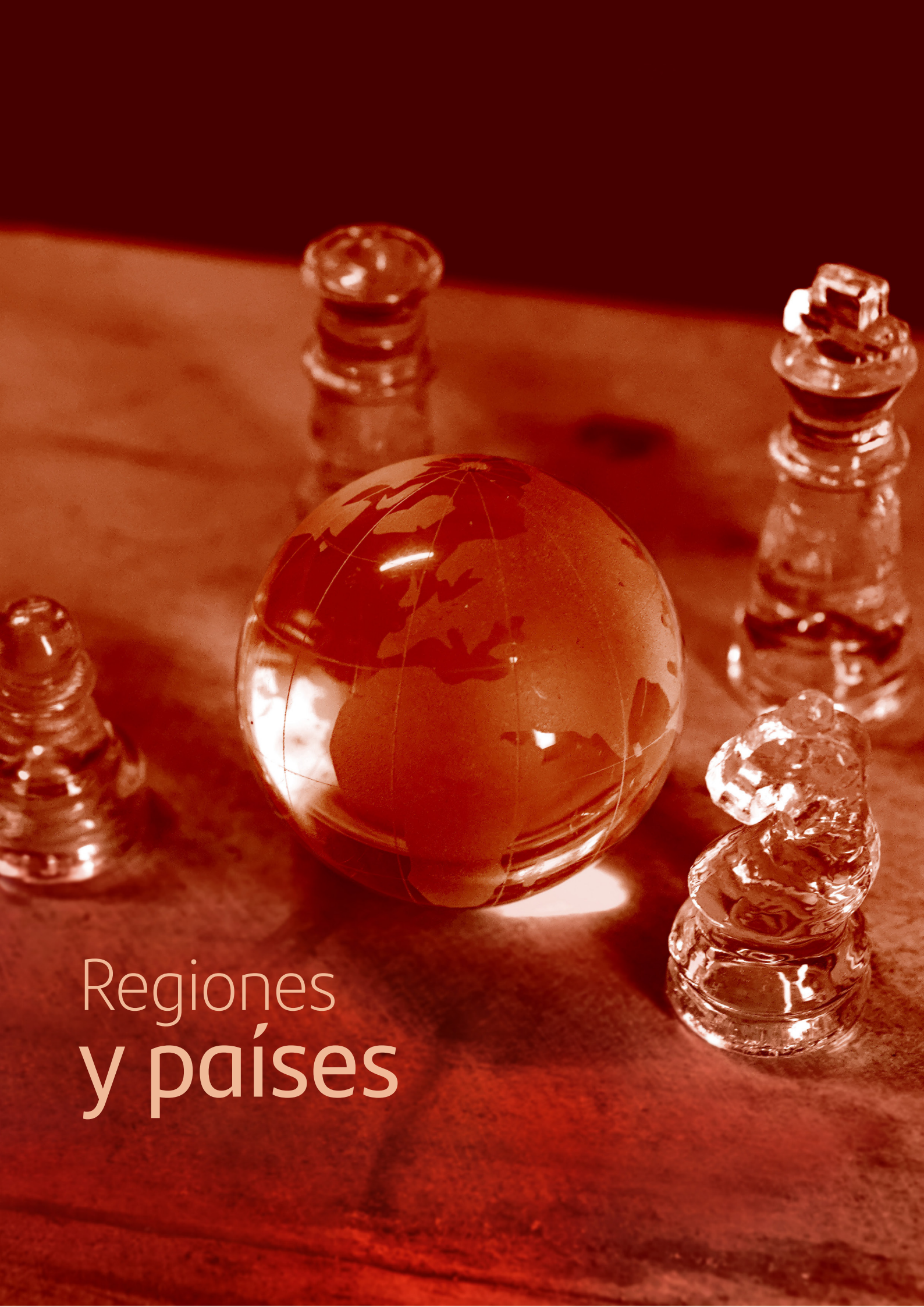


Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

Demanda mundial de cobre por sector (2025–2040)
(millones de toneladas métricas)

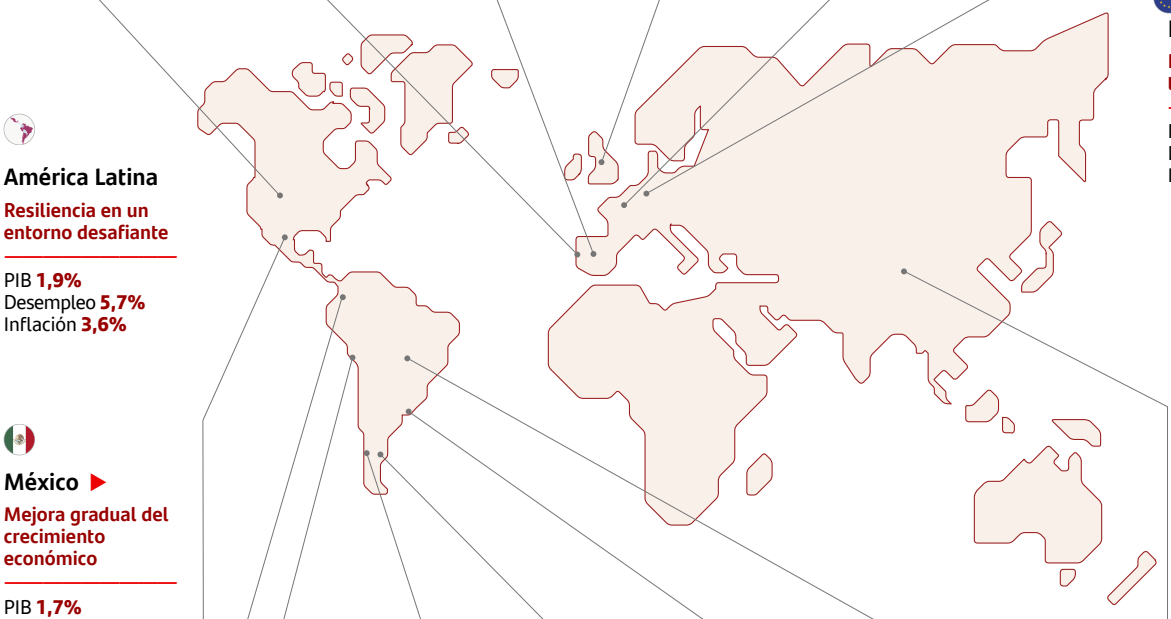


Fuente: S&P Global.



Regiones y países

Perspectivas regionales 2027



Estados Unidos
Crecimiento sólido y el reto de la desinflación

PIB **2,2%**
Desempleo **4,2%**
Inflación **2,5%**

Portugal
Crecimiento moderado y estable sobre bases más sólidas

PIB **2,1%**
Desempleo **6,1%**
Inflación **2,4%**

España
España, una economía que mantiene el impulso

PIB **2,2%**
Desempleo **9,4%**
Inflación **2,9%**

Reino Unido
Crecimiento estable pese a las presiones externas

PIB **0,9%**
Desempleo **5,4%**
Inflación **3,3%**

Francia ▶
Crecimiento débil y consolidación fiscal en el punto de mira

PIB **0,8%**
Desempleo **8,3%**
Inflación **2,1%**

Alemania ▶
Estímulo fiscal y desafíos estructurales

PIB **1,2%**
Desempleo **6,3%**
Inflación **2,6%**

Eurozona
De la resiliencia a la transformación

PIB **1,4%**
Desempleo **6,3%**
Inflación **2,6%**

América Latina
Resiliencia en un entorno desafiante

PIB **1,9%**
Desempleo **5,7%**
Inflación **3,6%**

México ▶
Mejora gradual del crecimiento económico

PIB **1,7%**
Desempleo **3,2%**
Inflación **3,9%**

China
La próxima etapa de crecimiento

PIB **4,5%**

Colombia
Hacia un modelo de crecimiento más equilibrado

PIB **2,0%**
Desempleo **10,1%**
Inflación **5,1%**

Perú
Solidez de la economía subyacente e inversión más allá de la recuperación

PIB **3,2%**
Desempleo **5,0%**
Inflación **3,0%**

Chile ▶
Punto de inflexión, con la inversión tomando el liderazgo

PIB **3,5%**
Desempleo **8,5%**
Inflación **3,5%**

Argentina ▶
Una macroeconomía más robusta para la próxima etapa

PIB **2,7%**
Desempleo **7,1%**
Inflación **23,0%**

Uruguay ▶
Recuperación moderada en un contexto de escasa inversión

PIB **1,5%**
Desempleo **8,1%**
Inflación **4,8%**

Brasil ▶
Un año de reequilibrio macroeconómico

PIB **1,3%**
Desempleo **6,0%**
Inflación **4,4%**

Estados Unidos

Crecimiento sólido y el reto de la desinflación

Prevemos que la economía estadounidense mantendrá un crecimiento sólido a lo largo de 2027, respaldado por la fortaleza de la inversión empresarial, la resiliencia del consumo y las ganancias de productividad. Una política más restrictiva de la Reserva Federal de Estados Unidos (la Fed), unos tipos de interés a largo plazo relativamente elevados y un mercado laboral equilibrado contribuirán a moderar la inflación subyacente.

Elena Nieto Vega

La economía estadounidense sigue mostrando resiliencia. Pese a los tipos de interés elevados, la incertidumbre geopolítica, los aranceles y los precios de la energía, la demanda interna privada ha crecido con fuerza. Prevemos que el crecimiento siga siendo sólido en 2027. La inversión empresarial continuará siendo un pilar de la expansión, impulsada por la inversión en infraestructura de inteligencia artificial (IA). Además, su dinamismo está extendiéndose gradualmente a otros sectores. La solidez del crédito y de los beneficios empresariales actúan como factores de soporte.

El consumo también muestra resiliencia: la estabilidad del mercado laboral y la revalorización de los activos de los hogares sostienen el gasto. En 2027, la moderación de la inflación y la estabilidad laboral deberían apoyar las rentas reales y el consumo privado.

La aceleración de la productividad parece responder a inversiones en automatización y mejoras operativas previas al auge de la IA. La adopción progresiva de esta tecnología podría favorecer nuevas ganancias de productividad en el futuro.

Las condiciones del mercado laboral se mantienen estables. El mercado se ha estabilizado en una situación de 'pocas contrataciones y pocos despidos': las empresas se muestran prudentes en sus decisiones de contratación, pero la fortaleza de la demanda y de los beneficios empresariales limita la necesidad de reestructuraciones. La menor contratación coincide con una desaceleración de la oferta laboral por el descenso de la inmigración y el envejecimiento demográfico. Así, la demanda de trabajo crece, en general, al mismo ritmo que la población activa, un equilibrio que esperamos que persista en 2027.

La inflación es ahora la principal preocupación macroeconómica. La inflación general y subyacente lleva más de cinco años por encima del objetivo del 2% de la Fed. Factores de oferta explican parte de la reciente aceleración, pero sus efectos no tienen por qué ser transitorios. Una economía resiliente puede facilitar su propagación, mientras que la inversión ligada a la IA presiona al alza los precios de algunas

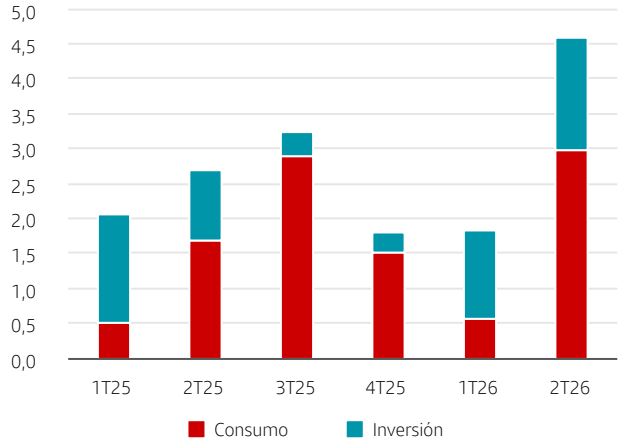
Estados Unidos

categorías de bienes. Cuanto más persista la inflación por encima del objetivo, mayor será el riesgo de que se adapten las estrategias empresariales de fijación de precios y las expectativas de inflación de los agentes.

En este contexto, la Fed ha adoptado un tono más restrictivo. Esperamos que la moderación de la inflación subyacente sea lenta y que haya un endurecimiento adicional de la política monetaria. Probablemente, los tipos a largo plazo seguirán elevados ante el dinamismo del crecimiento económico, las significativas emisiones empresariales y del Tesoro previstas, y las escasas perspectivas de consolidación fiscal. Esto limitará la necesidad de subidas adicionales de los tipos oficiales en 2027. Con un mercado laboral sin señales de sobrecalentamiento y ganancias de productividad, la inflación subyacente debería acercarse al objetivo del 2% en 2027.

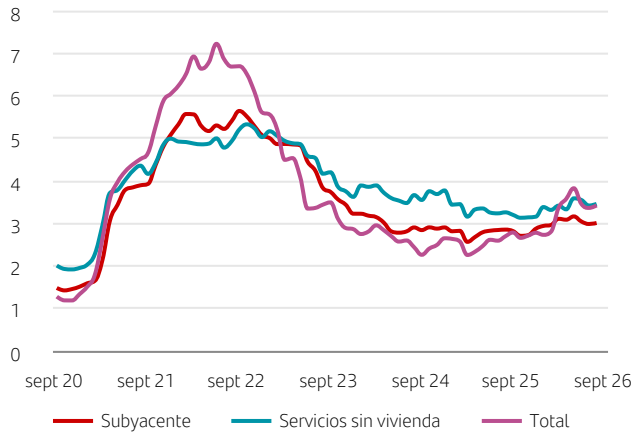
No obstante, persiste una incertidumbre considerable. Los aranceles, el encarecimiento de la energía y las tensiones geopolíticas podrían elevar los precios y prolongar el periodo de inflación por encima del objetivo. Al mismo tiempo, siguen abiertos los interrogantes sobre la magnitud, la duración y la rentabilidad final del auge de la inversión en IA.

EE. UU.: ventas finales reales a compradores privados nacionales
(%, variación trimestral anualizado)



Fuentes: LSEG, BEA y Santander Research.

EE. UU.: la inflación PCE se ha mantenido por encima del objetivo del 2%
(%, variación anual)



Fuente: LSEG.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	2,3	2,2	2,0
Tasa de desempleo	4,2	4,2	4,2
Inflación (IPC)	3,5	2,5	2,1

Fuente: Santander Research. Media anual.

El despliegue de infraestructuras de inteligencia artificial y su impacto en la economía

La inteligencia artificial está consolidándose rápidamente como una nueva tecnología de uso general que podría impulsar de forma significativa la productividad, así como la transformación de los procesos productivos y la prestación de servicios. Como en transiciones tecnológicas anteriores, este avance ha desencadenado un auge de la inversión en Estados Unidos que ya está impulsando la actividad económica. Esta transformación genera oportunidades, pero también retos.

La transición hacia la IA en Estados Unidos: ¿en qué punto nos encontramos?

La secuencia asociada a las tecnologías de uso general es la siguiente: en primer lugar, mejoran las capacidades tecnológicas y disminuye el coste de las aplicaciones específicas; a continuación, se generaliza su adopción y las empresas invierten; por último, comienzan a observarse aumentos medibles de la productividad agregada y efectos sobre el mercado de trabajo. Los datos indican que la transición hacia la IA aún se encuentra en fase de despliegue, con unas capacidades en rápida evolución, una inversión en pleno auge y una adopción creciente, aunque desigual. Todavía no hay pruebas concluyentes de aumentos sustanciales de la productividad agregada ni de efectos generalizados sobre el mercado de trabajo[1].

La IA está impulsando en Estados Unidos una ola de formación de capital físico inusual tanto por su magnitud como por su composición. Entrenar y desplegar sistemas modernos de IA requiere grandes cantidades de equipos especializados, electricidad e instalaciones específicas. La inversión asociada no solo comprende edificios, sino también subestaciones, mejoras de las redes de transmisión, sistemas de refrigeración y volúmenes considerables de equipos informáticos especializados. Está previsto que los hiperescaladores[2] destinen más de 700.000 millones de dólares estadounidenses a gastos de capital solo en 2026. Este despliegue se asemeja más a anteriores auges de infraestructuras —como los vinculados al ferrocarril, la electrificación y las telecomunicaciones— que a un aumento convencional de los gastos de capital del sector tecnológico[3].

En la fase actual de la transición hacia la IA, la inversión en infraestructuras está liderada principalmente por las empresas productoras de IA. A medida que su adopción se generalice, es probable que la inversión se desplace cada vez más hacia las empresas usuarias de IA del conjunto de la economía.

[1] Soto, Paul E., Mason Thieu y Jeffrey S. Allen (2026), *El despliegue de la IA y la economía: datos públicos para evaluar el impacto de la IA*, FEDS Notes, Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 17 de julio de 2026.
[2] Incluidas Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta y Oracle.
[3] BIS (junio de 2026), *Informe Económico Anual;* y Stijn Van Nieuwerburgh (2026), *La financiación del despliegue de la IA.*



Estados Unidos

En profundidad

Impacto sobre el crecimiento económico hasta la fecha

Cuantificar la contribución exacta del auge de la inversión en IA al crecimiento reciente del producto interior bruto (PIB) resulta complicado. Tanto los gastos de capital de las principales empresas tecnológicas como las categorías de inversión de la contabilidad nacional más estrechamente relacionadas con el gasto en IA —incluidos los ordenadores, los equipos periféricos y el *software*— también pueden incluir un volumen considerable de gasto no relacionado con la IA. Además, los equipos que sustentan el despliegue contienen una elevada proporción, aunque difícil de calcular, de componentes importados, que no contribuyen al PIB. Las estimaciones sugieren que la inversión relacionada con la IA podría haber aportado, en promedio, entre 0,5 y 1,0 puntos porcentuales al crecimiento trimestral anualizado del PIB estadounidense desde 2025[4]. Esto representa entre una cuarta parte y la mitad del crecimiento total del periodo.

Más allá de la contribución directa de la inversión, la IA también podría haber impulsado la actividad económica a través de otros canales. El optimismo en torno a la IA ha elevado las valoraciones bursátiles, lo que podría estar sosteniendo el consumo de los hogares a través del 'efecto riqueza'. Sin embargo, la concentración de los flujos de capital en empresas relacionadas con la IA podría estar desplazando la inversión en otros ámbitos, mientras que el fuerte aumento de las emisiones de bonos por parte de las grandes empresas tecnológicas podría estar ejerciendo presión al alza sobre los rendimientos a largo plazo en Estados Unidos.

Fuerzas contrapuestas que afectan a la inflación

Los efectos de la IA sobre la inflación son menos claros, ya que es probable que la tecnología afecte tanto a la oferta como a la demanda agregadas. En cuanto a la oferta, la IA puede aumentar significativamente la productividad, permitiendo a las empresas producir más a un menor coste. En cuanto a la demanda, el fortalecimiento de la inversión relacionada con la IA puede estar elevando los precios de insumos clave, incluidos los semiconductores, equipos de alta tecnología y *software*. Además, el optimismo en torno a la IA puede impulsar la inversión y el consumo antes de que se materialicen plenamente los aumentos de productividad esperados.

Por tanto, el momento y la intensidad relativa de estos efectos son fundamentales para evaluar las perspectivas de inflación. Si la inversión y el consumo se fortalecen antes de que se materialicen los beneficios por el lado de la oferta, la IA puede incrementar las presiones inflacionistas; por el contrario, si las ganancias de productividad se traducen antes en una reducción de los costes de producción, puede tener un efecto desinflacionista. Sin embargo, durante la transición, las empresas deben invertir en cambios organizativos, infraestructuras de datos e integración de sistemas, lo que puede elevar temporalmente los costes de producción incluso mientras la frontera tecnológica sigue aumentando.

[4] Soto, Paul E., Mason Thieu y Jeffrey S. Allen (2026), *El despliegue de la IA y la economía: datos públicos para evaluar el impacto de la IA*, FEDS Notes, Washington: Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, 17 de julio de 2026; y Rubinton, Hannah y Bontu Ankit Patro (enero de 2016), *Seguimiento de la contribución de la IA al crecimiento del PIB*, Banco de la Reserva Federal de San Luis.

Estados Unidos

En profundidad

Transformación del sistema financiero

La IA puede hacer que el sistema financiero sea más productivo, innovador y eficiente al automatizar tareas rutinarias, mejorar el análisis, modernizar los sistemas, reforzar la ciberseguridad y agilizar los procesos financieros. También puede ayudar a las instituciones financieras a mejorar el acceso al crédito y a asignar el capital de forma más eficiente, lo que impulsaría la inversión y el crecimiento económico.

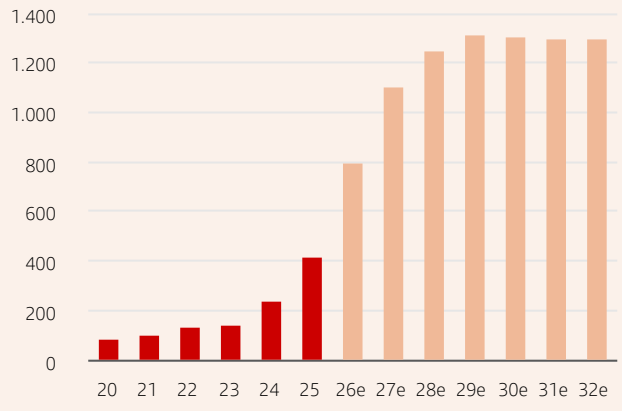
Al mismo tiempo, la innovación puede generar nuevos retos, incluidas las vulnerabilidades asociadas a la negociación algorítmica basada en IA, posibles disrupciones sectoriales y el creciente recurso a los mercados de deuda para financiar las infraestructuras de IA[5]. Hasta hace poco, los hiperescaladores que invertían en infraestructuras de IA financiaban los gastos de capital principalmente con beneficios retenidos. Sin embargo, el aumento de las necesidades de financiación está propiciando un giro hacia los mercados de deuda.

Aunque muchos de los mayores inversores también son prestatarios con una elevada calidad crediticia, el uso creciente del apalancamiento para financiar la inversión en una tecnología emergente conlleva riesgos, especialmente si los rendimientos esperados no se materializan o son inferiores a lo previsto.

Perspectivas

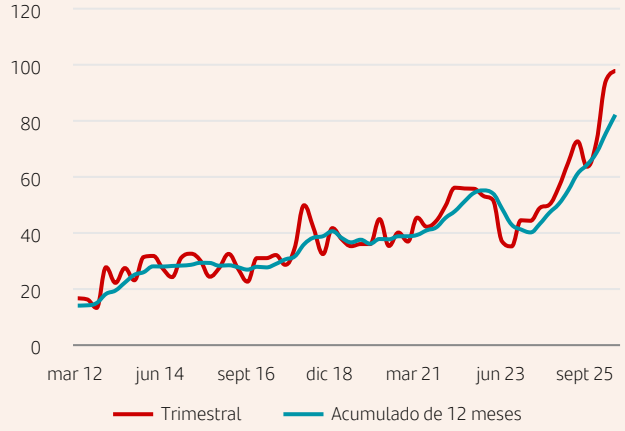
La IA tiene el potencial de transformar la economía mundial al impulsar la productividad y la innovación y ampliar la capacidad productiva. Al mismo tiempo, la incertidumbre y los costes de ajuste asociados a la transición exigen políticas flexibles y un seguimiento estrecho de sus efectos sobre las empresas, así como de los retos macroeconómicos y financieros. En última instancia, será necesario recurrir a una amplia gama de canales de financiación para cubrir las necesidades asociadas al despliegue de infraestructuras de IA en los próximos años.

Gastos de capital de los hiperescaladores
(miles de millones de dólares)



Fuente: Bloomberg Intelligence.

Gastos de capital como porcentaje del flujo de caja operativo de los hiperescaladores*
(%)



* Incluye Amazon, Google, Meta, Microsoft y Oracle.
Fuentes: LSEG y Santander Research.

[5] Lisa Cook (mayo de 2026), *Las oportunidades y los riesgos que la IA plantea para la economía y el sistema financiero*, intervención en el Stanford Institute for Economic Policy Research.

Eurozona

De la resiliencia a la transformación

Europa ha resistido mejor de lo esperado un nuevo *shock* energético; sin embargo, aumentar su potencial de crecimiento requerirá un ciclo inversor sostenido que mejore la productividad y la competitividad. En 2027, la inversión puede acelerarse, pero este impulso deberá complementarse con una mayor inversión privada.

Concepción Sanz Gómez

Una inesperada capacidad de resiliencia en 2026. Estimamos que la economía de la Eurozona crecerá un 1,0% en 2026, mostrando una notable adaptación al encarecimiento de la energía y a la incertidumbre derivada del conflicto en Oriente Próximo.

La economía depende menos del gas y presenta un menor consumo energético que al inicio de la crisis de 2022. Los hogares han utilizado parte de su ahorro para amortiguar el impacto sobre la renta disponible y sostener el consumo. La demanda interna está beneficiándose del mayor gasto en defensa, la expansión fiscal alemana y el aumento global de la inversión tecnológica, incluida la relacionada con la inteligencia artificial (IA).

La inflación ha aumentado, pero el crecimiento de los salarios se ha moderado y, por ahora, no se observan señales claras de efectos de segunda ronda.

Mayor crecimiento en 2027, pero también mayores retos. Prevemos que el producto interior bruto (PIB) de la Eurozona crezca un 1,4% en 2027, impulsado por la recuperación de la inversión, la cual se verá favorecida por el gasto en defensa, los planes alemanes de infraestructuras y las inversiones en digitalización e IA.

El mercado laboral seguirá proporcionando estabilidad a las familias y la tasa de paro se mantendrá en niveles históricamente reducidos.

Sin embargo, los retos son mayores. El crecimiento probablemente será desigual, ya que Alemania está ganando impulso con su política fiscal; algo que no está al alcance de economías con restricciones fiscales. La competencia china más intensa está ejerciendo una presión adicional sobre la competitividad externa de la Eurozona. Además, parte del nuevo gasto en inversión se traducirá en importaciones, limitando su impacto sobre el PIB.

La inflación, un riesgo clave en 2027. Anticipamos que la inflación se modere, pero que probablemente permanezca por encima del objetivo del 2% del Banco Central Europeo (BCE). La principal preocupación es que unos precios de la energía persistentemente elevados aumenten los costes empresariales y se transmitan a los salarios y a los precios de bienes y servicios. Como consecuencia, esperamos que el ciclo de endurecimiento monetario del BCE se prolongue hasta 2027.

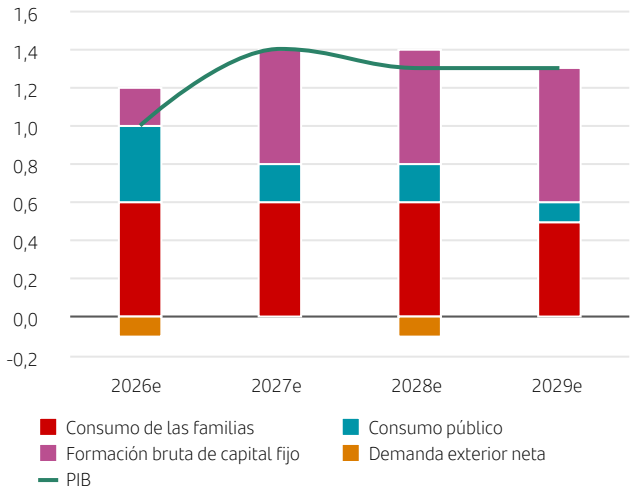
Eurozona

El apoyo de la política fiscal podría volverse más desigual. En 2026, la política fiscal está teniendo un efecto ligeramente expansivo, impulsado por la inversión pública, el gasto en defensa y las medidas destinadas a amortiguar el *shock* energético. En 2027, el tono fiscal será ligeramente restrictivo en el conjunto de la Eurozona, aunque con diferencias significativas entre países. Alemania mantendrá una orientación expansiva. En otros países, el fin de los fondos NextGenerationEU (NGEU) y la necesidad de consolidar las cuentas públicas tendrán un efecto contractivo.

En este contexto, la inversión privada será crucial para complementar la pública, ya que el capital privado, el aumento de la capacidad productiva y la adopción de nuevas tecnologías determinarán su efecto sobre el crecimiento potencial.

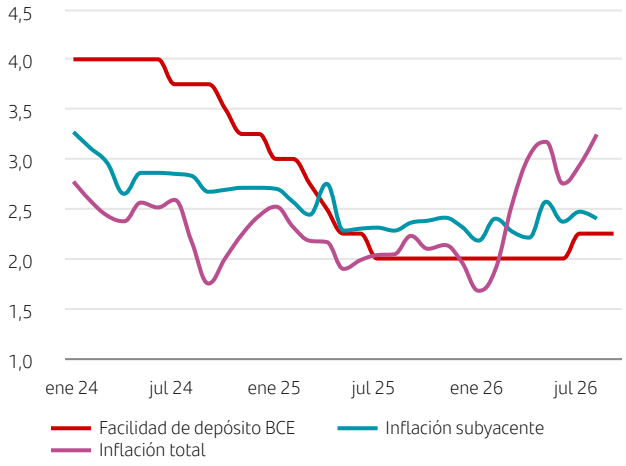
En última instancia, **2027 podría marcar el comienzo de una transición hacia una economía en la que la inversión desempeñe un papel más destacado** en el modelo de crecimiento. Su capacidad para afianzarse determinará si la resiliencia puede traducirse en una expansión económica duradera.

Eurozona: la inversión tendrá una contribución creciente al crecimiento del PIB
(%)



Fuente: Santander Research.

Eurozona: La inflación estará en el foco en 2027
(%)



Fuente: Banco Central Europeo.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,0	1,4	1,3
Tasa de desempleo	6,4	6,3	6,3
Inflación (IPC)	3,1	2,6	1,9

Fuente: Santander Research. Media anual.

Eurobonos: el debate pasa de la conveniencia al diseño institucional

Las razones a favor de los eurobonos están cambiando. Un debate inicialmente centrado en prevenir la fragmentación financiera y las crisis de deuda soberana se ocupa ahora de cómo Europa puede financiar sus prioridades estratégicas, profundizar sus mercados de capitales y reforzar el papel internacional del euro.

Por qué Europa necesita un activo seguro común

1. Europa afronta elevadas necesidades de inversión en defensa, transición energética, infraestructuras digitales e innovación tecnológica. Estas inversiones son difíciles de abordar exclusivamente mediante los presupuestos nacionales o los mercados privados, ya que sus beneficios presentan características de bienes públicos europeos. Dada su escala y las restricciones fiscales de muchos Estados miembros, en torno al 80% tendría que proceder de capital privado[1]. Un activo seguro europeo común podría aportar la capacidad de financiación necesaria.

2. El papel internacional del euro está limitado por la reducida oferta de activos seguros denominados en euros[2]. Frente a los más de 30 billones de dólares en bonos del Tesoro estadounidense, los bonos soberanos alemanes —el instrumento más cercano a un activo seguro europeo— representan menos de una décima parte; y los emitidos por la Unión Europea (UE), todavía menos.

3. Reforzaría la arquitectura financiera de la Eurozona de varias formas. Una mayor oferta de activos de alta calidad profundizaría los mercados de repos, derivados y otros mercados financieros, mejorando la gestión del riesgo y la intermediación. También reduciría la dependencia de los bancos respecto a la deuda soberana nacional para cumplir sus requisitos de liquidez. Además, una curva de rendimientos común reduciría la fragmentación de los mercados europeos de capitales y las diferencias entre países en la transmisión de la política monetaria[3].

4. Un mercado profundo de activos seguros denominados en euros podría impulsar la innovación y la competitividad, al apoyar el desarrollo de *stablecoins* y otros instrumentos financieros digitales, como hacen los bonos del Tesoro estadounidense en los mercados en dólares. Además, complementaría la Unión del Ahorro y la Inversión, facilitando la canalización del ahorro europeo hacia inversiones productivas.

[1] Parlamento Europeo (2026), *Financing competitiveness in the EU: One year on from the Draghi Report* (PE 783.090), Dirección General de Políticas Públicas de la UE.
[2] Villeroy de Galhau, F. (2025), *The international role of the euro and the development of European safe assets*, discurso, Banco de Francia, 2 de octubre.
[3] Lane, P. R. (2026), *Expanding the supply of euro safe assets*, discurso principal pronunciado en el taller *A European Safe Asset and Financial Stability* del European Systemic Risk Board, Banco Central Europeo, Fráncfort del Meno, 22 de abril.

Obstáculos

Tradicionalmente, el principal obstáculo para los eurobonos ha sido el riesgo moral: la posibilidad de que el endeudamiento conjunto debilite la disciplina presupuestaria y genere transferencias implícitas hacia los Estados miembros más endeudados.

Esta preocupación se ha atenuado en estos años debido a la mejor situación fiscal de las economías periféricas. Además, existe un reconocimiento creciente de que Europa se beneficiaría de una oferta adecuada de activos seguros denominados en euros. Así, el debate está desplazándose hacia cómo diseñar un marco institucional adecuado.

Las opiniones siguen divergiendo. Algunos responsables políticos sostienen que la deuda común debería ir acompañada de mecanismos europeos de gobernanza más sólidos y, posiblemente, de una mayor capacidad recaudatoria de la UE. Otros prefieren soluciones más rápidas basadas en transformar parte del *stock* existente de deuda nacional en un instrumento común.

La credibilidad fiscal sigue siendo central. Análisis recientes sostienen que el principal obstáculo ya no es el diseño de las normas, sino su aplicación efectiva[4], lo que exige coherencia por parte de los Estados miembros.

También continúa el debate sobre la asignación del gasto común: los argumentos políticos a favor serían más sólidos si el endeudamiento estuviera claramente vinculado a auténticos bienes públicos europeos, cuyos beneficios se comparten entre países[5].

Conclusión

Un activo seguro europeo común podría reducir los costes de financiación, favorecer la integración y la estabilidad financieras y fortalecer la autonomía estratégica europea. La principal controversia ya no es si Europa lo necesita, sino qué diseño institucional permitiría compatibilizarlo con la disciplina fiscal y la provisión eficaz de bienes públicos europeos, de manera que fuera económicamente eficiente, financieramente creíble y políticamente aceptable. Finalmente, su puesta en marcha también puede requerir un momento adecuado, tanto desde el punto de vista fiscal como de mercado.

[4] Arnal, J. (2026), *Why Eurobonds will never fly without credible fiscal enforcement*, EUobserver, 26 de mayo.
[5] Rehn, O. (2026), *A European safe asset: From crisis pragmatism to strategic necessity*, discurso de bienvenida pronunciado en el taller *A European Safe Asset and Financial Stability* del European Systemic Risk Board, Banco Central Europeo, Fráncfort del Meno, 22 de abril.

Francia

Crecimiento débil y consolidación fiscal en el punto de mira

La economía francesa mantendrá una senda de crecimiento muy modesta durante los próximos dos años, lastrada por la debilidad de la demanda interna, un entorno internacional complejo y la necesidad de avanzar en la consolidación fiscal.

La actividad económica seguirá contenida, con un crecimiento del producto interior bruto (PIB) del 0,4% en 2026 y prevemos que del 0,8% en 2027. En 2026, el consumo de los hogares se ha visto afectado por el repunte de la inflación, la pérdida de poder adquisitivo y la mayor incertidumbre. Sin embargo, la moderación de los precios energéticos debería favorecer la recuperación de la renta real disponible desde 2027. También será importante recuperar la confianza y determinar en qué medida el aumento previsto de la renta de los hogares se traduce en consumo, y no en ahorro adicional. La tasa de ahorro sigue siendo históricamente alta, en torno al 18% de la renta disponible. La inversión empresarial también es débil, lastrada por condiciones financieras restrictivas y la persistente incertidumbre política y fiscal, que sigue minando la confianza.

En cambio, prevemos que el sector exterior siga siendo uno de los principales apoyos de la actividad, con unas exportaciones que mantendrán el impulso de 2026. Francia conserva una posición competitiva en industrias de alto valor añadido, como la aeroespacial, la defensa, la electrónica y los equipos eléctricos; una de las principales fortalezas de su economía.

Es probable que el mercado laboral también siga débil. El empleo total permanece prácticamente estancado desde finales de 2024, ya que el crecimiento del trabajo por cuenta propia no ha compensado la caída del asalariado. A medida que la actividad se recupere, prevemos una mejora del empleo, aunque no antes del segundo semestre de 2027. Incluso entonces, no sería suficiente para reducir significativamente el desempleo. Prevemos que la tasa de paro va a mantenerse en el 8,3% en 2026-27.

La inflación ha aumentado por la subida de los precios internacionales de la energía. Nuestro escenario contempla una inflación media del 2,1% en 2027, inferior a la media de la Eurozona, a causa de la debilidad de la demanda interna y a las intensas presiones competitivas, que dificultan que las empresas trasladen íntegramente el aumento de los costes a los precios de consumo.

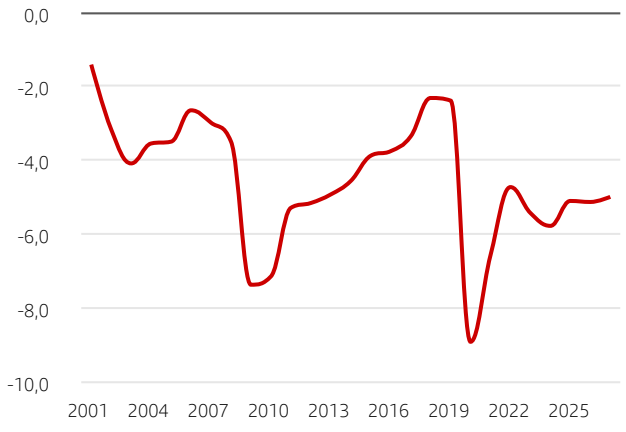
Francia

Las finanzas públicas siguen siendo el principal reto estructural de Francia. El déficit fiscal continúa por encima del 5% del PIB y la deuda pública supera el 115% del mismo. La inestabilidad política interna ha complicado aprobar planes de consolidación fiscal. La fragmentación de la Asamblea Nacional dificulta los acuerdos sobre presupuestos y reformas estructurales. Y la proximidad de las elecciones presidenciales de 2027 reduce los incentivos para adoptar medidas potencialmente impopulares.

Esta falta de claridad sobre la estrategia fiscal también presiona al alza la rentabilidad de la deuda pública y endurece las condiciones de financiación soberana. Estas presiones podrían acabar trasladándose a la financiación de empresas y hogares, retrasando aún más la recuperación económica.

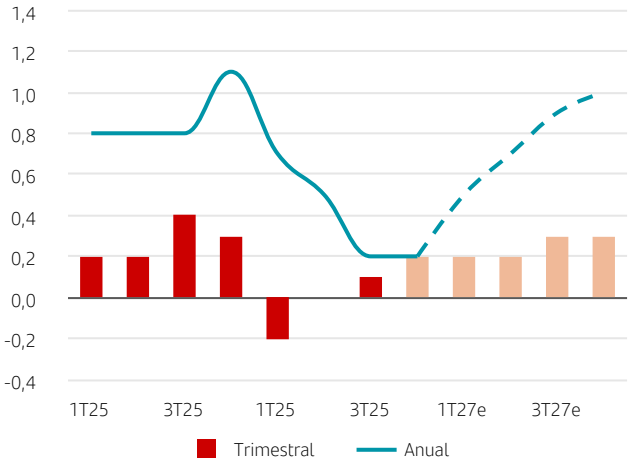
En conjunto, Francia afronta una economía estancada, más que en recesión, aunque conserva importantes fortalezas en sectores industriales de alto valor añadido. La debilidad de la demanda interna, una consolidación fiscal aún por abordar con decisión, la baja confianza y los tipos de interés más altos retrasan la recuperación. El reto clave será combinar una estrategia creíble de consolidación fiscal con una mayor estabilidad política, para restablecer tanto la confianza externa de los mercados financieros como la interna de empresas y hogares.

Francia: el déficit público es un reto
(% del PIB)



Fuente: Monitor Fiscal del FMI.

Francia: el PIB mejorará en 2027
(%)



Fuente: Monitor Fiscal del FMI.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	0,4	0,8	1,1
Tasa de desempleo	8,3	8,3	8,1
Inflación (IPC)	2,3	2,1	1,4

Fuente: Santander Research. Media anual.

Alemania

Estímulo fiscal y desafíos estructurales

Tras varios años de estancamiento, la economía alemana ha comenzado a recuperarse con el apoyo de la política fiscal. Prevemos que el producto interior bruto (PIB) crezca algo más del 1% en 2026-27, que el repunte de la inflación sea temporal y que haya una mejora tardía del mercado laboral. La competitividad industrial y la demografía serán desafíos clave.

La economía está saliendo de varios años de crecimiento prácticamente nulo. El estímulo fiscal y la modesta reactivación de la demanda interna sostendrán la actividad, mientras el sector exterior seguirá perdiendo peso.

Prevemos que el PIB crezca el 1,1% en 2026 y el 1,2% en 2027. El consumo privado debería cobrar impulso gradualmente gracias a la moderación de la inflación y al aumento de los salarios nominales, que mejorarán la renta disponible real y reducirán el ahorro por precaución. La inversión también contribuirá, especialmente la pública en defensa e infraestructuras, aunque su impacto dependerá de la ejecución de los proyectos y de su capacidad para atraer inversión privada. El sector exterior será menos dinámico que en ciclos anteriores por las tensiones comerciales y la pérdida de competitividad de algunas industrias.

Esperamos que el mercado laboral siga mostrando debilidad, con la tasa media de desempleo del 6,4% en 2026 y del 6,3% en 2027. En los últimos años, el empleo se ha creado en actividades vinculadas al sector público, mientras la industria y otras actividades privadas han perdido puestos de trabajo. Prevemos que este patrón cambie solo gradualmente y con cierto rezago respecto de la actividad económica.

La inflación debería converger gradualmente hacia el 2% tras el repunte temporal provocado por el encarecimiento de la energía, siempre que no se produzcan nuevas perturbaciones geopolíticas. Anticipamos una inflación media del 2,8% en 2026 y del 2,6% en 2027, en un contexto de cierta normalización de los precios de la energía y efectos de segunda ronda limitados.

Pese a la recuperación cíclica, **Alemania afronta una transformación de su modelo de crecimiento,** que durante décadas se apoyó en una industria tecnológicamente competitiva, energía barata y una sólida demanda externa, especialmente de China. Estas condiciones han cambiado: los costes energéticos son mayores, la productividad y la inversión empresarial avanzan lentamente y los retrasos en las infraestructuras físicas y digitales dificultan la adaptación. China también ha pasado de ser un

Alemania

importante mercado para las exportaciones alemanas a un competidor directo, especialmente en el sector del automóvil.

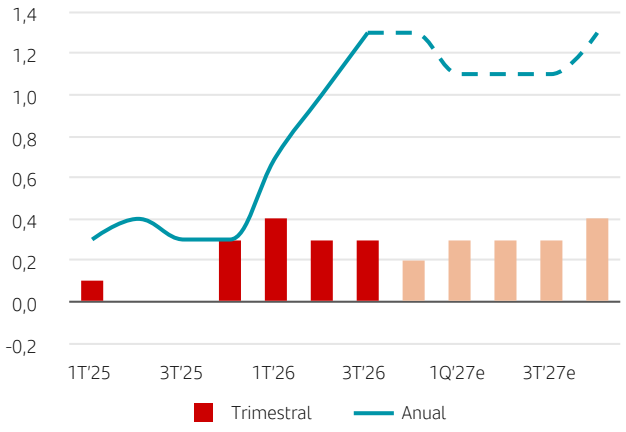
A ello se suman el envejecimiento de la población y la creciente escasez de trabajadores cualificados. Elevar la participación laboral, atraer talento y mejorar la productividad serán esenciales para aumentar el crecimiento potencial.

En caso de aplicarse, el paquete de reformas estructurales presentado en julio, que abarca reformas fiscales y del mercado laboral, incentivos a la inversión, reducción de la burocracia y pensiones, podría elevar el crecimiento potencial hasta en 0,3 puntos porcentuales.

El entorno internacional sigue siendo una fuente clave de incertidumbre. Las tensiones geopolíticas podrían mantener elevados los precios de la energía y la inflación, retrasar los recortes de tipos y, junto con las mayores necesidades de financiación pública, presionar al alza los tipos a largo plazo.

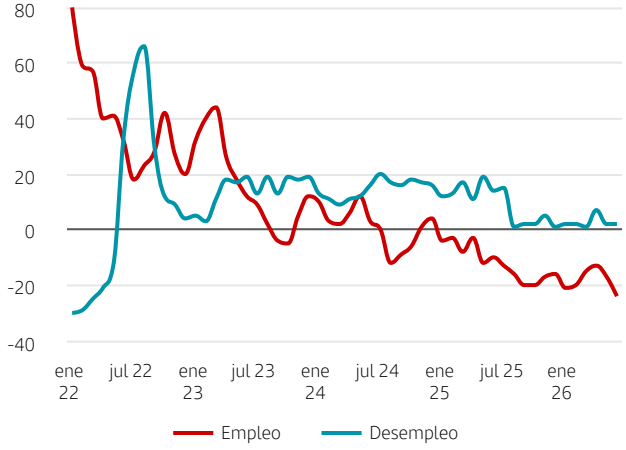
En conclusión, Alemania está superando su periodo de estancamiento y esperamos una recuperación gradual en 2026-27, impulsada principalmente por su política fiscal. El reto clave será trasladar este estímulo a una mayor inversión privada, capacidades tecnológicas y productividad, elevando así el crecimiento potencial.

Alemania: el PIB deja atrás el estancamiento
(%)



Fuente: Monitor Fiscal del FMI.

Alemania: empleo y desempleo
(variación mensual, media móvil de 3 meses, miles)



Fuente: Refinitiv.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,1	1,2	1,4
Tasa de desempleo	6,4	6,3	6,1
Inflación (IPC)	2,8	2,6	1,9

Fuente: Santander Research. Media anual.



Portugal

Crecimiento moderado y estable sobre bases más sólidas

La economía portuguesa entra en 2027 en expansión, aunque en un entorno más exigente que durante la reapertura tras la pandemia. Esperamos un crecimiento moderado y estable, respaldado por unos fundamentos sólidos: la actividad se mantiene cerca de su potencial, la inflación desciende, el mercado laboral se normaliza y las condiciones financieras siguen siendo ordenadas, aunque menos favorables que en el año anterior.



Bruno Fernandes
Rui Constantino

En 2027 esperamos que la economía entre en un periodo de normalización controlada respaldado por unos fundamentos sólidos. Prevemos que el producto interior bruto (PIB) crezca alrededor del 2%, tras un 2026 condicionado por el *shock* energético, el debilitamiento de la confianza y una menor demanda externa. Los datos indican que el crecimiento potencial de Portugal en el periodo 2013-19 fue en torno a 1,5 veces superior al de 2000-08. Esto sugiere que la economía entró en el ciclo actual con fundamentos más sólidos, menor endeudamiento y mayor productividad y autonomía financiera y energética. Un crecimiento de alrededor del 2% en 2027 no sería un rebote temporal, sino una señal de una mejor trayectoria subyacente.

La demanda interna será el principal motor del crecimiento, respaldada por el empleo, el crecimiento salarial y el ahorro de los hogares, aunque el aumento de los precios y de los costes de financiación debería mantener un consumo selectivo. La composición de la demanda es también importante. El dinamismo dependerá cada vez más de la calidad, el calendario y la ejecución de la inversión en digitalización, energías renovables, logística, infraestructura de datos y tecnologías relacionadas con la inteligencia artificial (IA), así como de los efectos de arrastre de los proyectos del Plan de Recuperación y Resiliencia. El turismo y los servicios deberían seguir apoyando las exportaciones, mientras que las exportaciones de bienes continúan expuestas a la debilidad de la actividad industrial europea y a los elevados costes de los insumos.

Estimamos que la inflación vuelva a descender en 2027, pero aún queda por completar el último tramo. Tras un aumento temporal en 2026, vinculado principalmente a los precios de la energía, esperamos que la inflación media se modere hasta alrededor del 2,4%. La inflación general debería beneficiarse de la desaparición gradual del *shock* energético, mientras que los precios de los servicios, la dinámica salarial y la traslación residual de anteriores aumentos de costes podrían mostrar una mayor persistencia.

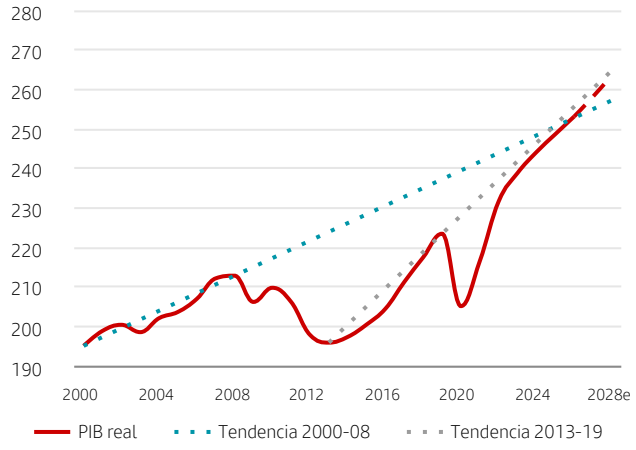
Portugal

El mercado laboral esperamos que se mantenga sólido, aunque menos tensionado que en los últimos años. Prevemos un aumento marginal de la tasa de paro, hasta alrededor del 6,1% en 2027. El crecimiento del empleo se moderará a medida que la actividad se estabilice; las empresas podrían volverse más selectivas en la contratación. Sin embargo, las restricciones demográficas, la escasez de mano de obra y la demanda de competencias relacionadas con los ámbitos digital, energético y de servicios seguirán respaldando la demanda de trabajo. Esperamos que el crecimiento salarial se modere, aunque seguirá sosteniendo la renta de los hogares y contribuyendo a la persistencia de la inflación de los servicios.

La ratio de deuda pública prevemos que descienda hacia el 80% del PIB en 2027, lo que ayudará a preservar la confianza de los inversores, reforzar la credibilidad fiscal y crear un mayor colchón frente a escenarios adversos.

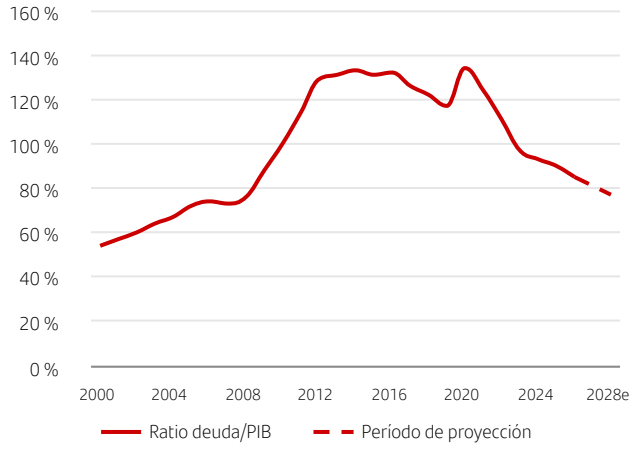
En conjunto, las perspectivas para 2027 apuntan a una normalización controlada, más que a tensiones cíclicas. El principal reto no es la estabilización a corto plazo, sino transformar una base de crecimiento más sólida en una mayor productividad, una mejor calidad de la inversión y una mayor resiliencia macroeconómica.

Portugal: PIB real y tendencias de crecimiento a largo plazo
(Datos históricos y proyecciones, 2000–2028)



Fuentes: INE y Santander Research.

Portugal: ratio deuda/PIB en una senda descendente
(Datos históricos y proyecciones, 2000–2028)



Fuentes: INE y Santander Research.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	2,2	2,1	2,1
Tasa de desempleo	5,8	6,1	6,4
Inflación (IPC)	2,7	2,4	2,2

Fuente: Santander Research. Media anual.

Turismo: la gallina de los huevos de oro aprende a cuidar el nido

El turismo portugués ya ha demostrado que puede recuperarse y crecer. Su próximo reto es más difícil: convertir la escala en valor, la demanda en mejores experiencias y el éxito a corto plazo en un modelo más resiliente para los territorios, las empresas y las comunidades.

Una fábula económica para explicar la madurez del sector

La fábula de la gallina de los huevos de oro advierte contra la extracción de valor sin preservar su fuente. En el turismo portugués, los 'huevos de oro' son el empleo, los ingresos y el valor añadido. La cuestión es cómo proteger a la 'gallina' que los produce: las empresas, los servicios, los territorios y la reputación de los que depende el sector.

La lógica ha cambiado. Antes de la pandemia, el crecimiento procedía principalmente de la escala; hoy depende más de preservar el 'nido': las condiciones que permiten que el sector siga siendo atractivo, productivo y digno de confianza.

El gasto en consumo turístico ha aumentado con fuerza durante la última década y se sitúa ya muy por encima de los niveles prepandemia. Más allá de esta recuperación, el turismo se ha convertido en un potente vehículo para transformar la demanda externa en ingresos internos. El siguiente paso es generar más valor con cada visita.

Dónde crea valor el turismo y cómo lo distribuye

El alojamiento, la restauración y el transporte siguen siendo los principales canales de monetización del sector, pero las fuentes de valor están evolucionando. El alojamiento combina ubicación, marca y servicio; la restauración integra gastronomía y cultura; y el transporte facilita el acceso a nuevos mercados.

El turismo activa cadenas diversificadas, desde la construcción hasta la tecnología, la cultura y los servicios urbanos. Tanto los productos característicos del turismo como los relacionados o indirectos se han expandido considerablemente, lo que demuestra que el sector funciona como una plataforma de demanda más amplia. Puede distribuir valor, inversión y empleo, pero también ejercer presión sobre la vivienda, la movilidad y las infraestructuras; sostener el turismo implica orientar estos efectos hacia mejoras productivas, al tiempo que se minimiza la congestión.

Del gasto de los visitantes al valor añadido interno

El gasto turístico importa no solo como fuente externa de demanda, sino también como canal de generación de renta en la economía portuguesa. Cuando los visitantes gastan en alojamiento, restauración, transporte, cultura u ocio, parte de ese dinero se convierte en producción nacional a través de salarios, márgenes, compras a proveedores e inversión. La recuperación del consumo turístico ha venido acompañada de una mayor contribución al valor añadido bruto (VAB). El siguiente reto es mejorar

ese valor añadido mediante una mayor productividad, salarios más altos y vínculos más sólidos con el resto de la economía.

Portugal atrae ahora a una combinación más amplia de visitantes, y los mercados europeos no habituales crecen con más rapidez que las fuentes tradicionales de demanda. En lugar de sustituir a los mercados históricos, añaden nuevas fuentes de crecimiento: la diversidad de calendarios y motivaciones contribuye a reducir la estacionalidad y reforzar la resiliencia.

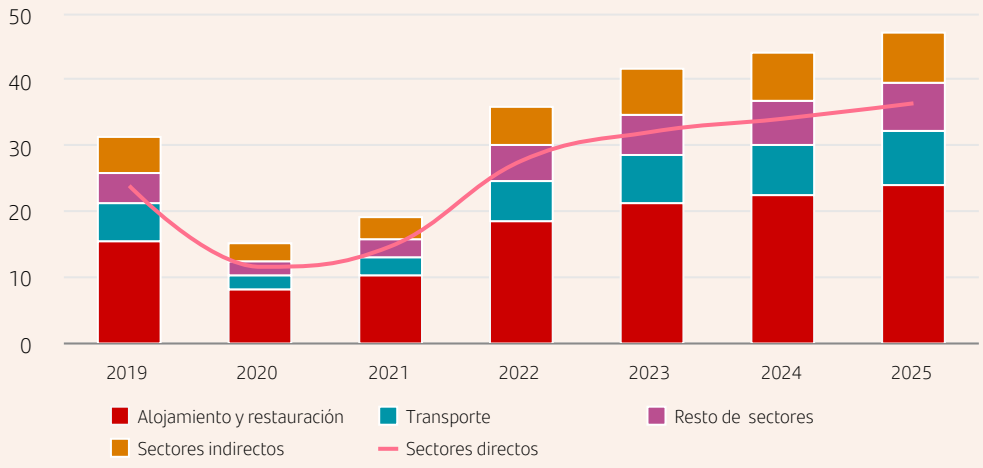
Los ingresos por pernoctación han aumentado considerablemente, lo que demuestra que el turismo no solo atrae demanda, sino que también genera más valor por noche. Aunque es intensivo en mano de obra, el sector aún puede elevar la productividad mediante la formación y la tecnología, desde el registro digital de entrada hasta la gestión de existencias. El turismo representa una proporción especialmente elevada del empleo en Portugal en comparación con la media europea, por lo que el empleo y las competencias del sector son fundamentales para el crecimiento.

La siguiente prueba: sostener la creación de valor

Tras pasar de la escala al valor, el turismo se enfrenta ahora al reto de la sostenibilidad. Su agenda de madurez abarca cinco frentes: producto (desde la gastronomía hasta el enoturismo), territorio (distribuir los beneficios entre regiones y temporadas), capital humano (mejorar las competencias de los equipos), inversión productiva (tecnología y datos) y gestión de los efectos indirectos (proteger la vivienda, la movilidad y la sostenibilidad).

En conclusión, el sector turístico portugués ha alcanzado una escala significativa. Ahora el país tiene la oportunidad de sacar mayor partido de esa escala: generar más valor, favorecer mejores empleos, aliviar la presión sobre los territorios y proteger la reputación que hizo atractivo al país. En un mundo inestable, la seguridad, la apertura y la posición atlántica de Portugal son activos estratégicos. El objetivo es construir un modelo turístico que siga siendo competitivo y que también sea sostenible.

Portugal: evolución del gasto turístico
(miles de millones de euros)



Fuentes: INE y Santander Research.

España

España, una economía que mantiene el impulso

Tras crecer en 2026 más de lo esperado, pese al *shock* energético derivado del conflicto en Oriente Medio, en 2027 la economía española moderará su crecimiento hasta el 2,2%, aunque seguirá situándose claramente por encima del de la Eurozona. La inflación continuará aproximándose al objetivo del Banco Central Europeo (BCE) y el empleo seguirá aumentando, mientras que los principales retos seguirán siendo elevar la productividad y la accesibilidad de la vivienda.

Sandra Esteve Gualda

La economía española llegará a 2027 tras haber vuelto a sorprender positivamente en 2026. A pesar del deterioro del entorno internacional provocado por el conflicto en Oriente Medio, del aumento temporal de los precios energéticos y de una mayor incertidumbre geopolítica, la actividad ha mostrado una notable capacidad de resistencia. El producto interior bruto (PIB) ha mantenido un crecimiento superior al esperado, apoyado fundamentalmente en la fortaleza del consumo privado, el dinamismo del empleo y el buen comportamiento de las exportaciones de servicios, lo que ha permitido revisar al alza la previsión para 2026 hasta el 2,6%.

En 2027 esperamos que el crecimiento se modere hasta el 2,2%, pero continúe siendo claramente superior al de la Eurozona: España lleva desde 2023 triplicando el crecimiento de la Eurozona.

La demanda interna continuará siendo el principal motor de la actividad. El consumo privado seguirá creciendo por encima del PIB, apoyado por la mejora de la renta disponible real y por un mercado laboral que continuará generando empleo. La inversión moderará el fuerte crecimiento observado en 2025-26, con la construcción, impulsada por el persistente desequilibrio entre la oferta y la demanda de vivienda, mostrando un mejor comportamiento que la inversión en bienes de equipo; mientras que la inversión en activos intangibles seguirá creciendo por encima de la media, consolidando el cambio estructural hacia actividades de mayor valor añadido. Como riesgo positivo destaca la ejecución de los fondos europeos que concluyó en 2026 y cuyos efectos podrían ser más evidentes en 2027.

En cuanto el sector exterior, las exportaciones de servicios seguirán creciendo por encima de las exportaciones de bienes. No obstante, unas importaciones también fuertes en línea con la demanda interna harán que la contribución del sector exterior al PIB sea casi nula. El turismo crecerá en línea con el PIB, ya que España continuará beneficiándose de su posicionamiento como destino seguro y de mayor valor añadido,

España

con un gasto turístico que crece por encima del número de visitantes. Paralelamente, las exportaciones de servicios no turísticos seguirán consolidándose como uno de los principales motores estructurales del crecimiento.

Las perspectivas para la economía española son positivas; sin embargo, el entorno internacional seguirá siendo el principal foco de incertidumbre. La evolución de los precios energéticos, la persistencia de las tensiones geopolíticas y unas condiciones financieras todavía relativamente restrictivas podrían limitar el crecimiento de la inversión privada.

El empleo sigue mostrando fortaleza, pero la productividad es el principal reto. El mercado laboral continuará siendo uno de los principales pilares de la economía española. En 2027 el ritmo de creación de empleo se moderará hasta alrededor del 2%, en línea con la normalización del crecimiento económico; suficiente para seguir reduciendo la tasa de desempleo pese al aumento de la población activa. El reto a partir de 2027 es mejorar la productividad, ya que la economía española continúa creciendo fundamentalmente por el aumento del número de trabajadores y del total de horas trabajadas, mientras que las ganancias de productividad siguen siendo limitadas, lo que condiciona el potencial de crecimiento a medio plazo.

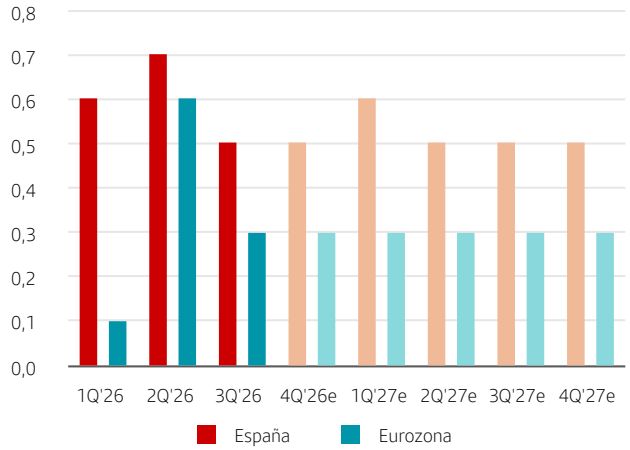
La moderación de las presiones energéticas favorece una mayor desinflación. Prevemos que la inflación se modere gradualmente en 2027, pero que se mantenga por encima del objetivo del BCE hasta 2028. Aunque esperamos que el componente energético deje de ejercer la presión observada durante 2026, la inflación subyacente seguirá mostrando cierta persistencia debido a la evolución de los servicios, donde la moderación suele producirse con mayor retraso. El principal riesgo será la aparición de efectos de segunda ronda, que hasta ahora no se han materializado.

El mercado de la vivienda seguirá condicionado por dos fuerzas contrapuestas. Por un lado, el deterioro de la accesibilidad, provocado por la subida de los tipos de interés y por unos precios de la vivienda que crecen por encima de los salarios, lastrará la demanda efectiva. Por otro, las persistentes restricciones de oferta ampliarán el déficit de vivienda en 2027, ya que la formación de hogares seguirá superando de manera significativa a las viviendas terminadas. Anticipamos que el crecimiento del precio de la vivienda continuará moderándose desde su máximo del primer trimestre de 2026, aunque seguirá situándose muy por encima de la inflación.

En conclusión, en 2027 España seguirá creciendo por encima de la Eurozona gracias a una demanda interna todavía sólida, unas exportaciones de servicios dinámicas y un mercado laboral que continuará creando empleo. El desafío ya no será únicamente mantener un crecimiento superior al europeo, sino mejorar su calidad. Incrementar la productividad y acelerar la inversión serán elementos clave para consolidar un crecimiento sostenible en un entorno internacional que previsiblemente seguirá siendo incierto.

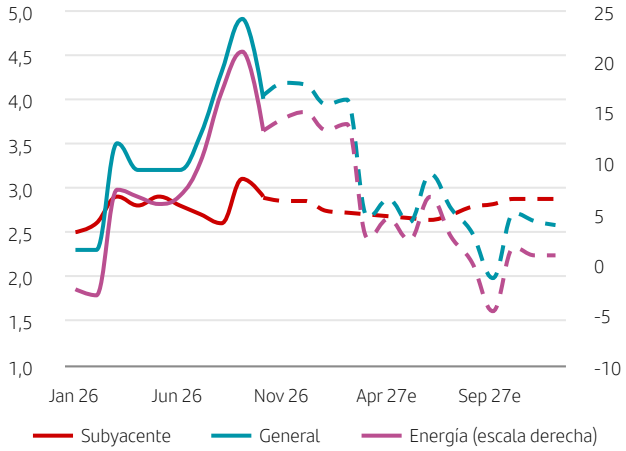
España

España: Crecimiento del PIB frente a Eurozona
(%, variación trimestral)



Fuentes: Refinitiv y Santander Research.

España: Moderación de la inflación en 2027
(%, variación anual)



Fuentes: INE y Santander Research.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	2,6	2,2	1,8
Tasa de desempleo	9,9	9,4	9,2
Inflación (IPC)	3,6	2,9	2,1

Fuente: Santander Research. Media anual.

El motor silencioso de la economía española

No todo es turismo en el sector exterior español, existe otro motor exportador menos conocido que constituye uno de los cambios estructurales más relevantes que está experimentando la economía española: las exportaciones de servicios no turísticos.

El crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos —prestaciones realizadas a clientes extranjeros distintas del turismo como servicios empresariales, actividades financieras o de transporte— se ha duplicado en una década (pasando del 6,8% promedio en 2014-2019 al 14,5% en 2025) mientras que las exportaciones turísticas solo han aumentado del 5,5% al 6,9% en el mismo periodo. Este tipo de exportaciones representan el 60% del total de exportaciones de servicios y su peso en el PIB está aumentando (del 6,5% antes de la pandemia a casi el 8% en 2025).

La Unión Europea (UE) sigue siendo el principal destino de las exportaciones españolas, mientras que Estados Unidos es el principal mercado extracomunitario, especialmente para los servicios intensivos en tecnología.

¿Qué tipo de servicios exporta España y a dónde?

Los servicios no turísticos se concentran en tres grandes segmentos que, en conjunto, representan el 75% de las exportaciones españolas de servicios no turísticos: los servicios empresariales, que constituyen el principal motor estructural y están estrechamente ligados a la internacionalización de las empresas; los servicios relacionados con las tecnologías de la información y la comunicación (TIC); y los servicios de transporte, que dependen en mayor medida del ciclo comercial.Desde la pandemia, los servicios empresariales y los relacionados con las TIC son los que más han crecido, con tasas medias superiores al 15%, aumentando el peso de las actividades de alto valor añadido, productivas e intensivas en conocimiento dentro de la composición de las exportaciones españolas y reforzando su potencial de crecimiento a largo plazo[1].

¿Qué explica el mayor crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos?

Tras la crisis financiera[2], la moderación salarial permitió reducir los costes laborales relativos frente a la Eurozona, favoreciendo la internacionalización de muchas empresas de servicios. Sin embargo, la ventaja competitiva actual ya no son unos costes más bajos, sino factores estructurales.

[1] Servicios relacionados con las TIC: servicios vinculados a las tecnologías de la información y la comunicación, incluidas las telecomunicaciones, los servicios informáticos y digitales, el desarrollo de *software*, el procesamiento de datos y otras actividades relacionadas con las tecnologías de la información.
[2] Banco de España (2023): *La evolución reciente de las exportaciones españolas de servicios no turísticos*, Boletín Económico, 2023/T3, Artículo 05, julio.



España

En profundidad

A escala global[3], se ha producido un fuerte aumento de la demanda de servicios favorecido por la digitalización y el teletrabajo, que han reducido las barreras a su comercio internacional. En este contexto, España ha seguido internacionalizando sus empresas y aumentando la inversión en activos intangibles —el componente de la inversión que más ha crecido en España desde la pandemia—, lo que ha impulsado la prestación de servicios de mayor valor añadido. Además, España cuenta con ventajas competitivas para el desarrollo de servicios digitales como la cobertura de fibra óptica en el 95% de los hogares[4] (69% en Europa) y más de 30 cables submarinos que la conectan con Europa, África y América[5].

Beneficios para el modelo de crecimiento español

Una de las mayores ventajas de que el crecimiento español esté aumentando su dependencia de las exportaciones de servicios no turísticos es que, a diferencia del turismo, su evolución está más desligada del ciclo económico; por tanto, estas funcionan como estabilizador, como ocurrió durante la pandemia.

Mientras el turismo sufrió una caída superior al 70% en 2020, el descenso de los servicios no turísticos rondó el 10%, e incluso algunos segmentos, especialmente los digitales, siguieron creciendo gracias a que muchos de sus servicios pueden prestarse en remoto.

Además, las exportaciones de servicios no turísticos se han convertido en un segundo pilar del equilibrio exterior español junto al turismo. Según datos de balanza de pagos, en 2025 ambos generaron un superávit comercial del 3,8% del PIB, compensando el deterioro de la balanza de bienes (-3%) y reduciendo la dependencia del turismo.

Otra ventaja importante es el tipo de empleo que generan estas actividades. Los servicios empresariales y TIC suelen ser intensivos en conocimiento y depender de trabajadores altamente cualificados, lo que sostiene la demanda de profesionales en ámbitos como la ingeniería, la tecnología, la consultoría y la I+D; por tanto, su expansión también contribuye a un cambio gradual hacia empleos de mayor productividad y valor añadido.

Conclusión

En definitiva, las exportaciones de servicios no turísticos se han consolidado como uno de los pilares de la transformación económica española. Han contribuido a diversificar el patrón exportador, reforzar el equilibrio exterior y aumentar el peso de actividades intensivas en conocimiento y de elevado valor añadido. El reto ahora es afianzar esta ventaja de forma que España siga ganando posiciones en uno de los segmentos con mayor potencial de crecimiento.

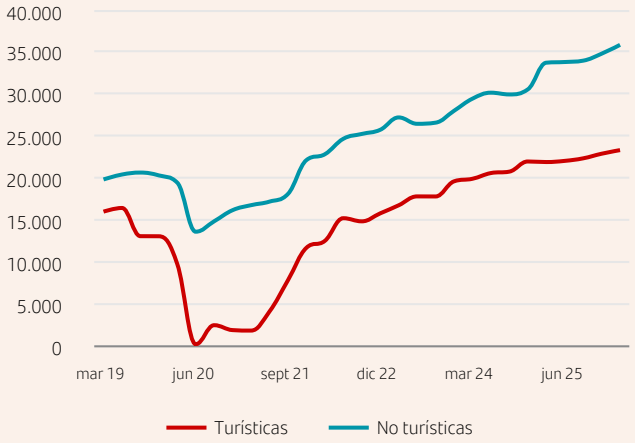
[3] Banco de España (2026). Informe Anual 2025. Recuadro '1.5: La inversión en intangibles y el avance de las exportaciones de servicios no turísticos en España'. Banco de España. https://doi.org/10.53479/43565.
[4] Comisión Europea (2024), Informe por país de la Década Digital – España (anteriormente DESI).
[5] TeleGeography, *Mapa de cables submarinos* (consulta 2025/2026).

España

En profundidad

España: exportaciones de servicios

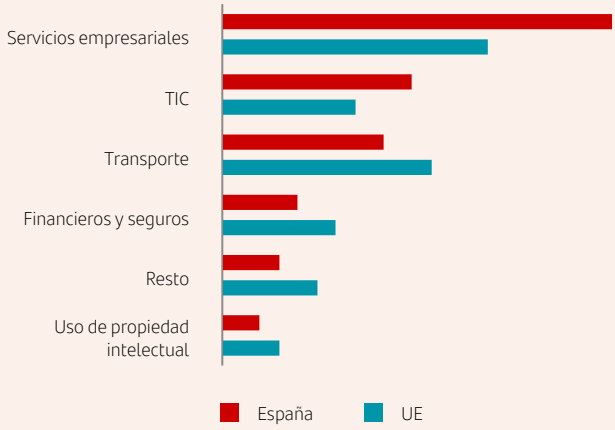
(millones de euros)



Fuentes: INE y Banco Santander.

España: composición de exportaciones de servicios no turísticos 2024

(% total exportaciones, 2024)



Fuente: Eurostat.

Reino Unido

Crecimiento estable pese a las presiones externas

El crecimiento de la economía británica fue mejor de lo esperado en 2026, pese a los obstáculos derivados de los acontecimientos geopolíticos. Sin embargo, el mercado laboral se ha debilitado y la inflación, tras descender durante los primeros meses del año, ha vuelto a repuntar a medida que el aumento de los costes energéticos se ha ido trasladando a los precios. De cara al futuro, es probable que las restricciones fiscales persistan dado el nivel de deuda pública, mientras que la política monetaria se verá limitada por una inflación más elevada, lo que aumenta la posibilidad de subidas de tipos de interés.

Frances Haque
Giles Andrews

El crecimiento económico fue positivo en el primer semestre de 2026, con avances del 0,6% en el primer trimestre y del 0,4% en el segundo, pese a los obstáculos derivados del conflicto en Oriente Medio; como se observa en el gráfico 1, los hogares sostuvieron el crecimiento recurriendo a sus ahorros. Sin embargo, las perspectivas apuntan a un menor crecimiento debido a que el encarecimiento de la energía y los alimentos volverá a presionar el consumo de los hogares. La resolución del conflicto en Oriente Medio repercutirá notablemente sobre estas perspectivas —en particular, sobre la inflación— y, cuanto más se prolongue, más aumentará la posibilidad de efectos de segunda ronda. Todo ello sin contar su impacto sobre los tipos de interés, el crecimiento, etcétera.

El mercado laboral ha seguido perdiendo dinamismo en 2026 y parece estar contribuyendo a moderar el crecimiento de los salarios del sector privado, que al cierre del segundo trimestre se situó en el 2,8%, un nivel que el Banco de Inglaterra considera compatible con su objetivo de inflación. El desempleo fluctuó y persisten los problemas con la Encuesta de Población Activa de la Office for National Statistics (ONS), pero la tasa de paro y otros datos, como las vacantes, las nóminas de la HMRC (Agencia Tributaria y de Aduanas) y los resultados de otras encuestas, sugieren que el mercado laboral podría estar estabilizándose en el segundo semestre de 2026. La tasa de paro se situó en el 4,9% al cierre del segundo trimestre. No obstante, los riesgos asociados al aumento de los costes empresariales —ya sea por mayor presión fiscal, precios energéticos más elevados u otros costes de los insumos— podrían dar lugar a nuevos ajustes de plantilla. El uso de la IA también podría afectar a determinados segmentos del mercado laboral.

La inflación descendió en el primer semestre de 2026; sin embargo, tras el aumento de las facturas energéticas de los hogares en julio, volvió a situarse en el 2,9% al inicio del tercer trimestre. Prevemos que la inflación general aumente durante el resto del año

Reino Unido

hasta alcanzar un máximo del 4%. También es probable que el límite máximo de los precios regulados de la energía vuelva a subir en octubre y enero, lo que implicaría una inflación en 2027 superior a la prevista. En la actualidad, la inflación de los precios de producción es inferior a la de los precios de los insumos, como muestra el gráfico 2. Esto sugiere que, por ahora, las empresas no están trasladando íntegramente los aumentos de costes. Sin embargo, esto podría cambiar si los costes empresariales continúan aumentando.

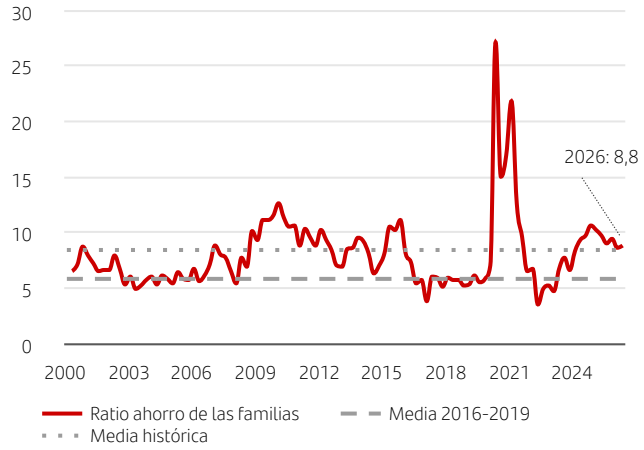
Prevemos que la inflación aumente durante el resto de 2026 y a lo largo de 2027. Estimamos que el Comité de Política Monetaria (MPC) volverá a elevar el tipo de interés oficial. No obstante, esta previsión depende en gran medida del fin del conflicto en Oriente Medio. Las expectativas de inflación, que pueden ser determinantes para los efectos de segunda ronda, han aumentado recientemente debido a la prolongación del conflicto. Sin embargo, dado que el mercado laboral es más débil que en 2023, la probabilidad de efectos de segunda ronda intensos es menor. Con todo, un aumento de la inflación en 2027 podría modificar las perspectivas.

Las restricciones fiscales a las que se enfrenta el Reino Unido son similares a las de otros países, aunque las rentabilidades de la deuda pública británica parecen ser más volátiles, lo que eleva los costes de financiación y sigue planteando problemas al Gobierno. Las limitaciones para el Gobierno son las mismas pero, con la presión fiscal en máximos históricos y muchas de las principales medidas para aumentar los ingresos tributarios descartadas, será difícil acometer subidas de impuestos de gran magnitud. Dada la dificultad de recurrir a más endeudamiento, también serían necesarios recortes del gasto para contribuir a que el país avance hacia una posición fiscal más sostenible.

Entre los principales riesgos para las perspectivas figuran: un *shock* energético derivado del conflicto en Oriente Medio; una posible crisis fiscal debido al nivel de deuda pública; una menor renta real disponible; y unos costes empresariales más elevados. En el lado positivo, sin embargo, la IA podría impulsar la productividad y el crecimiento.

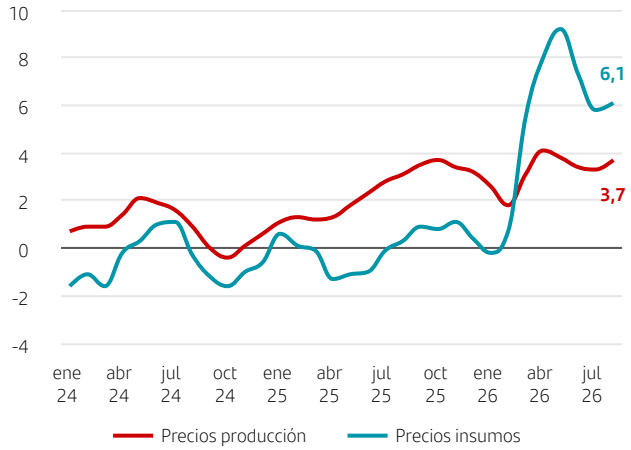
Reino Unido

Reino Unido: tasa de ahorro de los hogares
(%)



Fuente: Macrobond.

Reino Unido: inflación de los precios de producción
(%, variación anual)



Fuente: Macrobond.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,3	0,9	1,4
Tasa de desempleo	5,4	5,4	5,2
Inflación (IPC)	3,1	3,3	2,1

Fuente: Santander Research. Media anual.

¿Hay señales de una recuperación de la productividad en el Reino Unido?

La productividad del Reino Unido parece estar mejorando tras años de débil crecimiento; sin embargo, la señal es incierta porque depende de los datos de empleo utilizados. La incógnita es si esto refleja una mejora estructural genuina de la eficiencia o un efecto temporal del mercado laboral. La respuesta es crucial para evaluar las perspectivas de crecimiento a medio plazo.

El crecimiento de la productividad del Reino Unido se ha ralentizado notablemente desde la crisis financiera

La productividad mide la eficiencia con la que los factores productivos se transforman en producción y es uno de los principales determinantes del nivel de vida y la prosperidad a largo plazo. Antes de la crisis financiera de 2008, la productividad del Reino Unido crecía en torno al 2% anual. Sin embargo, ese crecimiento ha desacelerado hasta situarse en torno al 0,6% entre 2010-19 y al 0,4% entre 2020-24.

La productividad laboral es la forma más habitual de medir la productividad, y la producción por hora trabajada, la métrica preferida en el Reino Unido porque tiene en cuenta los cambios en las horas trabajadas. Los datos publicados por la ONS indican que la producción por hora trabajada cayó el 1,2% intertrimestral en el segundo trimestre de 2026, mientras que la producción por trabajador aumentó el 0,2%.

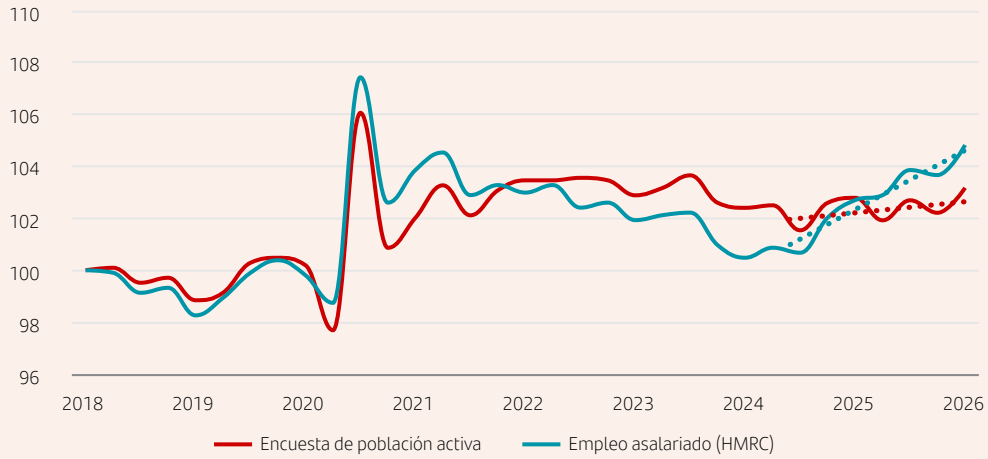
Los problemas de medición dificultan la interpretación de la evolución reciente de la productividad del Reino Unido

La precisión de los datos de productividad depende de la medida de empleo utilizada, ya que distintas fuentes muestran que la productividad se ha disparado o mantenido estancada desde 2024.

Durante años, la única medida de productividad laboral de la ONS se calculó dividiendo el valor añadido bruto (VAB) del Reino Unido por el número de horas trabajadas en la economía, a partir de las cifras de la Encuesta de Población Activa *(Labour Force Survey,* LFS). Sin embargo, la LFS ha afrontado importantes dificultades desde la pandemia, lo que ha reducido la representatividad de la muestra y ha aumentado la volatilidad y la incertidumbre estadística de la serie. Los problemas de la LFS han llevado a responsables de política económica y economistas a dar más peso a fuentes alternativas de datos del mercado laboral, como las cifras de nóminas de la HMRC y los datos de puestos de trabajo *(workforce jobs,* WFJ) de la ONS. Al comparar las medidas de empleo de estas fuentes, queda claro que la LFS se ha desviado de las otras dos y que, en los últimos años, ha ofrecido una visión más optimista del nivel de empleo de la economía.

Desde finales de 2019, la LFS indica que el empleo ha aumentado el 6,4%, frente al 4,5%-5% que señalan los datos de WFJ y de nóminas. Como muestra el gráfico siguiente, utilizar las fuentes alternativas de datos de empleo, más débiles, para calcular la producción por hora implica que el Reino Unido ha registrado un aumento de la productividad más acusado de lo que sugieren los datos oficiales.

Reino Unido: producción por hora (1T18=100)



Fuentes: ONS y Santander Research.

Dado lo anterior, otorgamos más peso a estas fuentes alternativas —ya que están en consonancia con otras encuestas, como el componente de empleo del índice de gestores de compra PMI— y a las medidas de empleo de la encuesta *Decision Maker Panel* (DMP) del Banco de Inglaterra, que apuntan a una relajación del mercado laboral.

Más esperanza que convicción

Naturalmente, el crecimiento de la productividad sería positivo y parece que podría ser mayor de lo que sugieren los datos de la ONS. Si se mantuviera, compensaría en parte algunas de las tensiones previstas sobre las finanzas públicas. Sin embargo, es importante entender por qué puede haber mejorado la productividad. Podría deberse al creciente uso de la IA[1], al estar el Reino Unido relativamente bien situado para beneficiarse de las nuevas tecnologías gracias a la fortaleza de su sector servicios. Pero también podría haber estado impulsada por las fuertes subidas del salario mínimo y el aumento de las cotizaciones empresariales a la Seguridad Social, que habrían expulsado del empleo a los trabajadores jóvenes y con salarios bajos, incrementando así temporalmente la producción de los trabajadores restantes.

Conclusión

La productividad ha aumentado, pero no está tan claro por qué. Ambos puntos de vista tienen fundamento, pero, para que los niveles actuales de productividad se mantengan y beneficien las perspectivas de crecimiento a medio plazo, las mejoras deben concentrarse en los sectores mejor adaptados para aprovechar las nuevas tecnologías.

[1] Van Reenen, J. (2026), 'Productivity, innovation and the future of growth', keynote speech, Royal Economic Society Annual Conference, 20 de agosto.

América Latina

Resiliencia en un entorno desafiante

América Latina inicia 2027 tras un año caracterizado por *shocks* externos, incertidumbre política y unas condiciones financieras complejas que las economías de la región han gestionado, en general, mejor de lo esperado. Los desequilibrios permanecen bajo control; sin embargo, el desafío consiste ahora en afianzar la estabilidad lograda y traducirla en un ciclo sostenido de inversión y crecimiento.

Marisol de Francisco Bartolomé

La evolución económica de América Latina en 2026 ha estado condicionada por un entorno mundial complejo. A las tensiones comerciales y geopolíticas se sumaron los conflictos en Oriente Medio y el aumento de los precios de la energía. Aunque el impacto ha sido desigual —beneficiando a los productores de petróleo, pero deteriorando la relación real de intercambio de los importadores netos—, en términos generales ha generado presiones inflacionistas y fiscales.

A comienzos de 2026, esperábamos un crecimiento débil y se dudaba de que la región pudiera seguir avanzando en el proceso de desinflación sin un deterioro acusado de la actividad. Sin embargo, la evolución ha sido más favorable de lo previsto en la mayoría de países. El crecimiento se ha mantenido en torno al 2% y los mercados de trabajo han mostrado una notable resiliencia, mientras que la debilidad de algunas economías responde a factores transitorios, entre ellos, perturbaciones climáticas y sectoriales. La inflación ha seguido moderándose, con una transmisión limitada del encarecimiento de la energía a los componentes subyacentes. Esto ha permitido que prosiga la normalización de la política monetaria, aunque a ritmos diferentes.

Al mismo tiempo, el aumento de las rentabilidades de la deuda soberana en las economías avanzadas y la incertidumbre en torno a la economía y la política monetaria de Estados Unidos han influido en las condiciones financieras, los flujos de capital y las decisiones de inversión. Pese a ello, los mercados latinoamericanos han mostrado una evolución favorable, con la apreciación de las principales divisas frente al dólar estadounidense, unas primas de riesgo contenidas y mercados bursátiles que, en algunos casos, han alcanzado máximos históricos.

El calendario político también ha sido intenso, con varios países celebrando elecciones presidenciales en 2026 o preparándose para ello. Aunque estos periodos se asocian a una mayor volatilidad financiera y a un deterioro de la confianza de los inversores, este año el impacto ha sido limitado tanto en los mercados financieros como en la evolución macroeconómica de la región.

América Latina

La posición exterior se mantiene sólida. Las exportaciones han conservado su dinamismo, respaldadas por la diversificación de los socios comerciales y por la estructura productiva de la región, que combina manufacturas con agricultura, minería y energía. Los saldos comerciales siguen siendo robustos, mientras que los déficits por cuenta corriente son moderados y están holgadamente financiados por la inversión extranjera directa.

Los flujos de inversión de cartera también se han recuperado, favorecidos por una percepción más positiva de América Latina entre los inversores internacionales. Junto con el elevado nivel de reservas de divisas, estos factores refuerzan la capacidad de la región para absorber posibles perturbaciones externas.

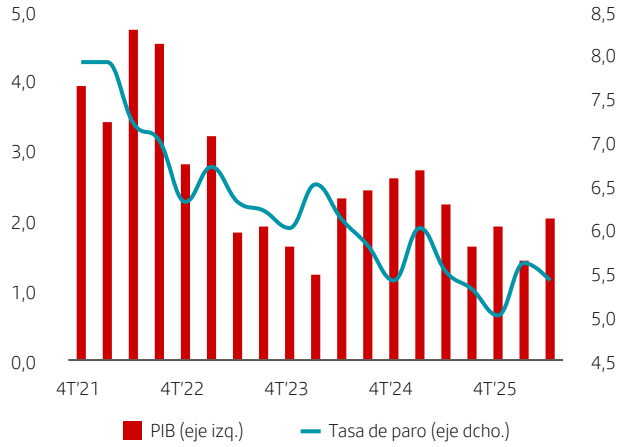
De cara a 2027, esperamos que el crecimiento siga siendo moderado, con diferencias significativas entre países. La inflación debería continuar descendiendo y aproximarse a las bandas de tolerancia de los bancos centrales, aunque en la mayoría de las economías se mantendrá por encima del objetivo. 'El Niño' podría retrasar temporalmente este proceso en algunos países, sin alterar la tendencia general de desinflación. Este contexto debería permitir una mayor normalización de la política monetaria allí donde su orientación siga siendo restrictiva, mientras que, en otros casos, respaldará una orientación relativamente estable pese al aumento de los tipos de interés mundiales.

Los mercados de trabajo deberían seguir respaldando la demanda interna, aunque es probable que pierdan algo de dinamismo. Al mismo tiempo, seguirá siendo importante avanzar en la disciplina fiscal, mientras que la recuperación de la inversión será esencial para sostener la actividad más allá del corto plazo. El margen para responder a las crecientes demandas económicas y sociales estará limitado tanto por el modesto crecimiento potencial como por la necesidad de una mayor consolidación fiscal.

Aun así, América Latina afronta 2027 con unos fundamentos económicos más sólidos y con la oportunidad de convertir la resiliencia demostrada en los últimos años en una nueva fase de crecimiento e inversión.

América Latina

América Latina-7[1]: crecimiento del PIB y desempleo
(%, variación anual; y %)



Fuentes: INE's y Bancos Centrales.

América Latina-7: saldos comerciales
(saldo acumulado de 12 meses, miles de millones de dólares)



Fuente: Refinitiv.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,9	2,2
Tasa de desempleo	5,4	5,7	5,9
Inflación (IPC)*	4,2	3,6	3,1

América Latina-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.
Fuente: Santander Research. Media anual.
* Sin Argentina.

[1] América Latina-7 incluye Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.

Argentina

Una macroeconomía más robusta para la próxima etapa

Argentina llegará a 2027 con fundamentos macrofinancieros más sólidos que en anteriores ciclos presidenciales. La disciplina fiscal es la principal ancla de estabilidad, mientras que la desaceleración de la inflación y la acumulación de reservas han reforzado la resiliencia. La energía, la minería y el agro continúan respaldando las perspectivas de crecimiento y la generación de divisas a medio plazo.

Cristian Cancela
Mariela Díaz Romero
Agustín Fabbricatore

Argentina se aproxima a las elecciones presidenciales de 2027 desde una posición más favorable que en anteriores comicios. La consolidación fiscal, la menor inflación, una mejor posición externa y finanzas públicas más sólidas han contribuido a corregir desequilibrios que históricamente amplificaban la incertidumbre política y financiera. Como resultado, el debate económico se ha desplazado desde la estabilización hacia la sostenibilidad del crecimiento. El desafío será transformar la estabilidad macroeconómica en una plataforma para impulsar la inversión, la productividad y la expansión del sector privado.

La diferencia fundamental respecto a ciclos anteriores continúa siendo el frente fiscal. El mantenimiento del superávit primario se ha consolidado como la principal fuente de credibilidad de la política económica, reduciendo la dependencia de la financiación monetaria y fortaleciendo la percepción de solvencia del sector público. Al mismo tiempo, la acumulación de reservas y la mejora del balance del Banco Central han aumentado la capacidad para administrar eventuales episodios de dolarización de carteras. Estos avances no eliminan los riesgos electorales, pero permiten absorber posibles episodios de volatilidad desde una posición más sólida.

Otro aspecto relevante es la estrategia financiera del sector público. El programa de financiación para 2026-27 parece consistente con los recursos esperados y las necesidades financieras. Esto es especialmente importante considerando que Argentina operará con mejoras en la calificación soberana hasta niveles equivalentes a B-. La combinación de financiación multilateral, acceso al mercado doméstico, acumulación preventiva de liquidez y una administración más ordenada de los vencimientos reduce los riesgos de refinanciación y refuerza la capacidad del sector público para atravesar el proceso electoral.

La consolidación del crecimiento requerirá extender los beneficios del nuevo esquema macroeconómico a sectores menos dinámicos, intensivos en empleo y orientados al mercado interno. El desafío será lograr que la estabilidad y la recuperación de la inversión se traduzcan en un fortalecimiento del empleo formal, de los ingresos reales y de la actividad en el conjunto de la economía. Esta normalización también podría

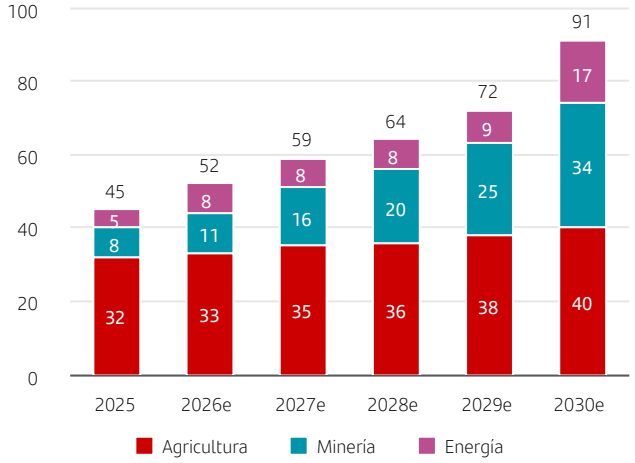
Argentina

favorecer la profundización financiera, ya que los bajos niveles de crédito e intermediación dejan margen para ampliar la financiación a hogares y empresas.

Las perspectivas a medio plazo continúan mejorando. La expansión del sector energético, el aumento de la inversión minera y la fortaleza del complejo agroexportador están configurando una base exportadora más diversificada y resiliente. Aunque es probable que las importaciones aumenten en 2027 junto con la actividad y la inversión, la posición externa parece más sólida que antes. La cuenta corriente debería seguir siendo gestionable, respaldada por las exportaciones energéticas, mineras y agroindustriales y por una mayor inversión productiva. Una ampliación gradual del déficit no indicaría necesariamente un desequilibrio, sino que podría reflejar una mayor inversión y capacidad futura de generación de divisas.

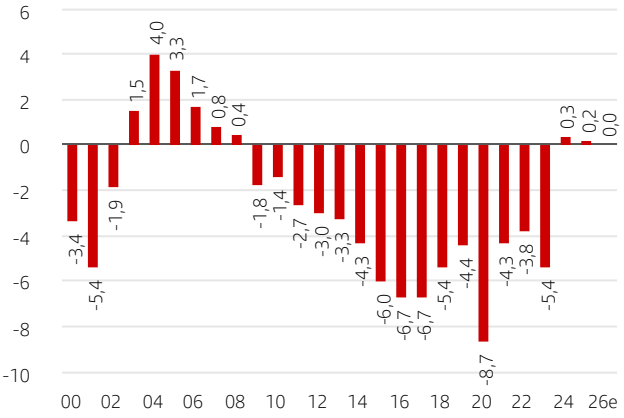
Naturalmente, el escenario no está exento de riesgos. La proximidad de las elecciones presidenciales podría generar volatilidad financiera y los mercados seguirán de cerca la acumulación de reservas. Afianzar la disciplina fiscal, la competitividad externa y las reformas institucionales será esencial para consolidar la confianza. Con todo, Argentina llega a 2027 con fundamentos más sólidos que en anteriores años presidenciales.

Argentina: Saldo comercial esperado de recursos naturales
(miles de millones de dólares)



Fuente: BCRA en base al Ministerio de Economía e INDEC.

Argentina: balance fiscal financiero
(% del PIB)



Fuentes: FMI y Ministerio de Economía.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,8	2,7	3,9
Tasa de desempleo	7,2	7,1	7,0
Inflación (IPC)	30,1	23,0	12,7

Fuente: Santander Research. Media anual.

El RIGI como catalizador de inversión y transformación productiva en Argentina

El RIGI (Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones) es una de las principales oportunidades de Argentina para acelerar la inversión y el desarrollo de sectores estratégicos con capacidad exportadora. En un contexto marcado por bajos niveles de ahorro interno y restricciones externas, el régimen busca ofrecer un marco más estable y competitivo para proyectos de gran escala.

¿Qué es el RIGI?

El Régimen de Incentivo para Grandes Inversiones (RIGI) es uno de los pilares de la estrategia económica de Argentina para incrementar la inversión y ampliar la capacidad productiva, un objetivo especialmente relevante para una economía que históricamente ha mostrado bajos niveles de formación de capital. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), la inversión en Argentina promedió el 16% del Producto Interno Bruto (PIB) en las últimas décadas, significativamente por debajo del promedio del 22% registrado por países como Chile, Colombia, México y Perú.

En este contexto, el RIGI fue diseñado para crear condiciones más competitivas para el desarrollo de proyectos de gran escala, particularmente en sectores con elevado potencial exportador y fuertes requerimientos de capital. El régimen combina estabilidad regulatoria por hasta 30 años con incentivos tributarios, aduaneros y cambiarios destinados a reducir la incertidumbre y mejorar los retornos esperados de inversiones de larga maduración. El esquema está dirigido a proyectos en petróleo y gas, minería, energía, infraestructura, siderurgia, tecnología, turismo e industria forestal, entre otros sectores estratégicos.

La importancia del régimen también debe analizarse a la luz de las limitaciones estructurales de ahorro de la economía argentina. Históricamente, el bajo nivel de ahorro interno ha dificultado financiar proyectos de gran magnitud solo con recursos domésticos. Como resultado, el desarrollo de sectores intensivos en capital, como energía y minería, requiere acceso a fuentes de financiación externas. Por tanto, la capacidad para atraer ahorro externo es fundamental para sostener un crecimiento más dinámico y una expansión significativa de la inversión.

La experiencia comparada

Argentina ha quedado rezagada en la captación de inversión extranjera directa (IED). De acuerdo con el Banco Mundial, en 2025 los flujos netos de IED representaron apenas el 0,5% del PIB en Argentina, frente al 4,1% en Chile, el 3,1% en Perú y el 2,5% en



Argentina

En profundidad

Colombia. Estas diferencias reflejan el amplio margen existente para incrementar la participación del capital internacional en la financiación de proyectos productivos. Desde esta perspectiva, el RIGI podría acercar a Argentina a los estándares de inversión y atracción de capitales de otras economías de la región.

Resultados en decisiones de inversión

La respuesta inicial del sector privado ha sido significativa. A julio de 2026, según datos oficiales, se habían aprobado 18 proyectos, con una inversión comprometida de 35.700 millones de dólares estadounidenses y una estimación de 56.717 empleos directos e indirectos. La composición sectorial se concentra en actividades vinculadas a los recursos naturales y la energía: nueve proyectos corresponden a minería, cinco a petróleo y gas, dos a energía, uno a siderurgia y uno a infraestructura. La minería representa más de la mitad de los proyectos aprobados, reflejando el interés inversor por el cobre, el litio y otros minerales estratégicos vinculados a la transición energética.

Además, la cartera actualmente en evaluación comprende 24 proyectos por 112.000 millones de dólares estadounidenses y una estimación de 141.547 empleos directos e indirectos. La cifra es aún mayor si se tienen en cuenta los anuncios de las compañías. En este grupo predominan de nuevo los sectores con mayor perfil exportador, con 12 proyectos vinculados al petróleo y el gas y 10 a la minería. Los dos proyectos restantes corresponden a energía y tecnología. Esta distribución sugiere que una parte sustancial de las potenciales inversiones de los próximos años estará asociada al desarrollo de Vaca Muerta y a la expansión de la minería orientada a la exportación.

De los 42 proyectos presentados, 19 corresponden a minería y 17 a petróleo y gas, mientras que energía reúne tres iniciativas, infraestructura una, siderurgia una y tecnología una. En conjunto, el RIGI está canalizando inversiones principalmente hacia sectores con ventajas comparativas naturales y alta capacidad de generación de divisas, concentrando más del 80% de los proyectos en energía, hidrocarburos y minería.

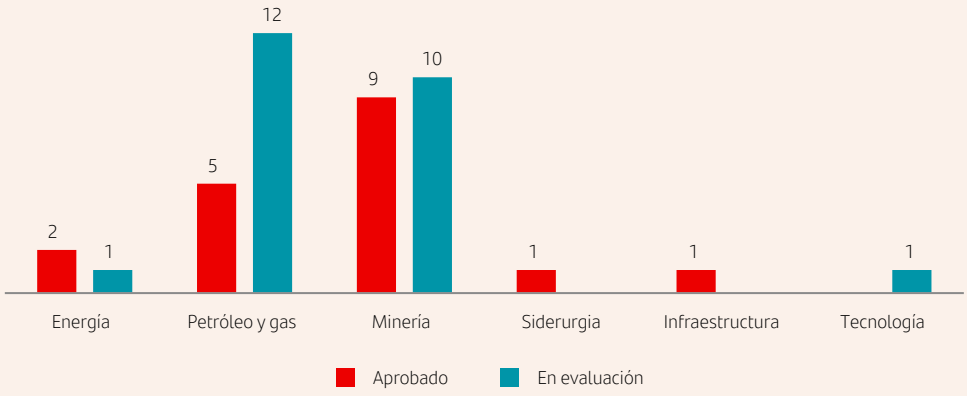
Más allá de los incentivos específicos del régimen, la importancia económica del RIGI radica en su potencial para acelerar la transformación de la estructura productiva argentina. Durante décadas, el crecimiento del país estuvo condicionado por las restricciones externas y la insuficiente generación de divisas. La cartera actual se orienta hacia sectores capaces de ampliar estructuralmente la oferta exportadora, aprovechando recursos en los que Argentina posee ventajas competitivas a escala global. El desarrollo de Vaca Muerta, los proyectos de cobre y litio, la expansión de la infraestructura energética y el crecimiento de las actividades asociadas a la transición energética podrían incrementar significativamente el peso de los sectores intensivos en capital, tecnología y productividad. Así, el RIGI no constituye solo una herramienta para promover inversiones, sino también un mecanismo para acelerar un cambio productivo orientado a consolidar nuevas fuentes de crecimiento y generación de divisas.

El impacto potencial del régimen presenta además una importante dimensión regional. A diferencia de otros procesos de inversión históricamente concentrados en los grandes centros urbanos, los proyectos aprobados o en evaluación se distribuyen en diversas provincias, entre ellas, Buenos Aires, Catamarca, Jujuy, La Pampa, Mendoza, Neuquén, Río Negro, Salta, San Juan y Santa Fe. Esta distribución permite que una parte significativa de los beneficios asociados a las inversiones, incluidos el empleo, la contratación de proveedores, el desarrollo de infraestructuras y una mayor actividad económica, se extienda a regiones con perfiles productivos diversos. La localización de proyectos mineros en el Noroeste y Cuyo, junto con las inversiones energéticas vinculadas a Vaca Muerta y las infraestructuras asociadas a los corredores de exportación, puede impulsar el desarrollo regional, fortalecer las cadenas de valor locales y generar efectos multiplicadores en amplios segmentos de la economía.

Conclusión

El RIGI emerge como una herramienta relevante para abordar algunos de los principales desafíos estructurales de la economía argentina: los bajos niveles de inversión, la escasez de ahorro doméstico, la limitada generación de divisas y la necesidad de ampliar la capacidad productiva. La magnitud de la cartera presentada supone una gran oportunidad para canalizar ahorro externo hacia sectores estratégicos, fortalecer el perfil exportador del país y promover un desarrollo regional más equilibrado. Aunque el potencial del régimen depende no solo del marco normativo, sino también de la ejecución efectiva de los proyectos, resulta alentador que numerosas iniciativas estén avanzando en las etapas iniciales de estructuración y financiación. De hecho, algunos proyectos comienzan a mostrar flujos asociados que ya se reflejan en el mercado de cambios.

Argentina: Proyectos totales presentados (RIGI)



Fuente: Ministerio de Economía.

Brasil

Un año de reequilibrio macroeconómico

Brasil entra en 2027 con una economía que acusa los efectos de un periodo prolongado de política monetaria restrictiva, mientras que la transición hacia un nuevo ciclo político debería mantener la política fiscal y las condiciones financieras en el centro de las perspectivas. Nuestro escenario central es de menor crecimiento, desinflación gradual y margen limitado para la relajación monetaria.

Marco Antonio Caruso

Prevemos un crecimiento del producto interior bruto (PIB) del 1,3% en 2027, tras un comportamiento moderado en 2026. El principal factor es la transmisión diferida de unos tipos de interés reales elevados al consumo, la inversión y otros sectores sensibles a los mismos. Por tanto, la economía debería recibir menos apoyo de la demanda interna, mientras que las exportaciones probablemente seguirán lastradas por un entorno global menos favorable y unos precios de las materias primas más moderados. La mayor incertidumbre es la política fiscal. Una estrategia de ajuste creíble podría mejorar la confianza y compensar, en parte, el lastre de unas condiciones monetarias restrictivas, mientras que una señal fiscal más débil mantendría elevadas las primas de riesgo y limitaría la inversión.

El mercado laboral solo debería enfriarse de forma gradual. El empleo se ha mostrado inusualmente resiliente: el paro sigue en niveles históricamente bajos y los ingresos salariales continúan sosteniendo el consumo. Sin embargo, la combinación de una menor actividad, un menor dinamismo del crédito y una contratación más prudente debería reducir la demanda de trabajo a lo largo de 2027. Esperamos cierto aumento del desempleo durante el año, pero no un deterioro brusco, ya que los cambios estructurales en la oferta de trabajo y una tasa natural de desempleo estimada más baja apuntan a que el mercado puede mantenerse relativamente tensionado, incluso con un crecimiento modesto del PIB. Los incrementos salariales deberían moderarse pero sin desplomarse, lo que favorecería el proceso de desinflación sin provocar un *shock* negativo importante sobre la renta de los hogares.

La inflación debería continuar bajando, pero es probable que siga convergiendo lentamente hacia el objetivo. Prevemos que la inflación se acerque al 4% a finales de 2027, mejora que debería proceder de una demanda más débil, una menor inercia inflacionista y una evolución más favorable de los precios de los bienes y alimentos, conforme los efectos retardados de la política monetaria restrictiva se hagan más evidentes. No obstante, la inflación de los servicios debería seguir siendo la principal

Brasil

fuente de persistencia, reflejo de un mercado laboral todavía tensionado y de un crecimiento salarial elevado. Las expectativas de inflación también constituyen una restricción importante, sobre todo porque las perspectivas fiscales continúan influyendo tanto en el tipo de cambio como en las expectativas a medio plazo. En consecuencia, aunque la inflación general siga bajando, es probable que su composición justifique la cautela del Banco Central de Brasil (BCB).

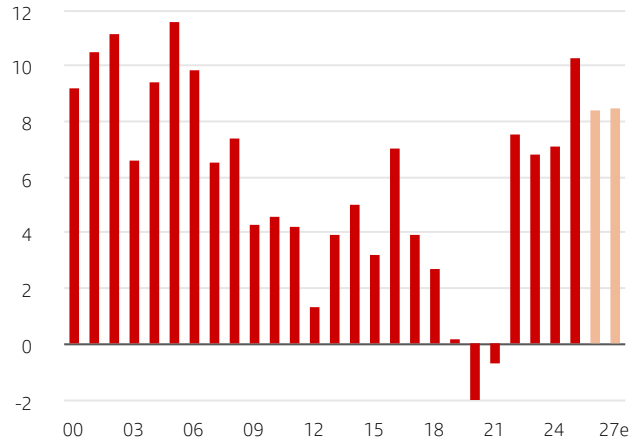
Esperamos que la política monetaria se mantenga en terreno restrictivo durante 2027. A medida que avance el ciclo de relajación, es probable que el BCB mantenga un enfoque prudente y evalúe tanto el impacto acumulado de sus decisiones como la orientación fiscal del nuevo Gobierno. Tras la fase inicial del ciclo de flexibilización, prevemos que el BCB entre en una larga pausa para ver dónde se estabilizan el tipo de cambio y las expectativas de inflación y cómo afectan a las perspectivas de inflación. Con la inflación todavía por encima del objetivo y unas expectativas que probablemente seguirán siendo sensibles a las señales fiscales y de política económica, el listón para continuar de inmediato con el ciclo de relajación debería mantenerse relativamente alto. No obstante, a lo largo del año los efectos acumulados de la política monetaria restrictiva deberían notarse cada vez más en la actividad y en el mercado laboral, lo que reduciría las presiones inflacionistas subyacentes, permitiendo al BCB reanudar los recortes de tipos en la última parte del año y llevar el tipo de interés oficial (la Selic) hacia el 12,5% a finales de 2027, sin que la política monetaria abandone el terreno restrictivo.

Las condiciones financieras deberían seguir siendo restrictivas, aunque avance el ciclo de relajación. Es probable que los tipos de interés internos sigan siendo sensibles a la evolución fiscal, a las rentabilidades globales y a la credibilidad del nuevo marco de política económica. Las condiciones crediticias deberían suavizarse lentamente, con una banca que mantendrá una postura selectiva y unos hogares muy endeudados con escaso margen para solicitar más crédito.

El tipo de cambio también debería seguir actuando como un canal de transmisión importante, respaldado por el elevado diferencial de tipos de interés de Brasil, aunque continuará siendo vulnerable a los cambios en el apetito global por el riesgo y al riesgo interno. En conjunto, 2027 debería ser un año de ajuste más que de aceleración, en el que una pausa prolongada de la política monetaria en la primera mitad dará paso a una nueva fase de relajación, a medida que la menor actividad y una inflación más baja den margen para recortes adicionales de tipos.

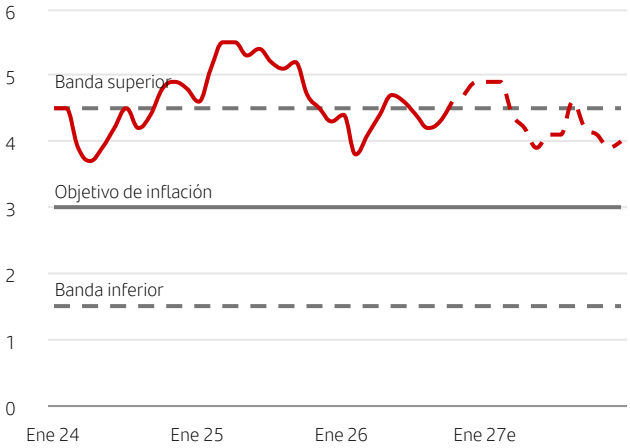
Brasil

Brasil: tipos reales persistentemente elevados
(%, variación anual)



Fuentes: BCB, IBGE y Santander Research.

Brasil: inflación de consumo por encima del objetivo del 3%
(%, variación anual)



Fuentes: IBGE y Santander Research.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,3	1,5
Tasa de desempleo	5,5	6,0	6,5
Inflación (IPC)	4,5	4,4	3,9

Fuente: Santander Research. Media anual.

Brasil: la estrecha pista hacia un aterrizaje suave

La estabilización macroeconómica nunca es gratuita. Devolver la inflación al objetivo exige cierta moderación de la demanda, igual que apoyar el crecimiento suele implicar tolerar temporalmente una mayor inflación. Lo que cambia entre países y a lo largo del tiempo no es la existencia de esta disyuntiva, sino sus determinantes. Nuestro escenario base contempla una desinflación continuada sin recesión. Sin embargo, la estabilización debería depender menos de la política monetaria y más de la convergencia fiscal.

El actual ciclo monetario en Brasil puede resultar complejo, ya que la cuestión central no es solo si la inflación puede volver al objetivo, sino también cuánto ajuste económico será necesario. La respuesta depende de la combinación más amplia de políticas macroeconómicas.

Durante gran parte de la etapa de objetivos de inflación, Brasil operó en condiciones relativamente favorables. Las expectativas de inflación permanecían ancladas, la política fiscal apoyaba la estabilización y los mercados financieros interpretaban los ajustes graduales de los tipos de interés como una señal de confianza. En ese entorno, el BCB podía suavizar los ciclos económicos preservando su credibilidad. La política monetaria era, en gran medida, un ejercicio de calibración. Pero eso ha cambiado.

Una combinación incierta de políticas macroeconómicas

La pregunta ya no es si Brasil acabará estabilizando la deuda pública, sino si el ajuste fiscal llegará antes de que los mercados lo exijan. En otras palabras, ¿se producirá el ajuste de forma proactiva o únicamente de forma reactiva? Mientras persista esta incertidumbre, las expectativas de inflación incorporarán parte del riesgo, obligando a la política monetaria a compensar un ajuste que todavía no se ha producido.

Desde la pandemia, Brasil ha combinado una expansión fiscal persistente, expectativas de inflación por encima del objetivo, mayores primas de riesgo soberano y un tipo de interés real neutral estructuralmente más elevado. En conjunto, estos factores reflejan cierta incertidumbre en torno a la futura combinación de políticas macroeconómicas.

De manera aislada, ninguno de ellos impide que la inflación converja hacia el objetivo. Sin embargo, conjuntamente han elevado el coste de la desinflación. La frontera de estabilización de Brasil se ha deteriorado: devolver la inflación al objetivo exige ahora una respuesta de política económica más contundente, una mayor desaceleración de la actividad o una combinación de ambas.

Esto no significa que la política monetaria sea menos eficaz. Más bien, la economía necesita ahora unas condiciones financieras más restrictivas para lograr la misma reducción de la inflación. Es decir, parece haber aumentado la ratio de sacrificio.

Esto también cambia la respuesta de la política monetaria a los *shocks*. En general, los bancos centrales deberían mirar más allá de los *shocks* temporales de oferta y

endurecer la política solo cuando estos amenacen las expectativas de inflación. Pero este enfoque depende de la credibilidad. Cuando las expectativas permanecen por encima del objetivo durante un periodo prolongado, se reduce el margen para acomodar *shocks* temporales. Los mercados se vuelven más sensibles a cualquier percepción de menor compromiso con la estabilidad de precios, aumentando la probabilidad de que los *shocks* temporales se incorporen a los salarios y a las expectativas a más largo plazo.

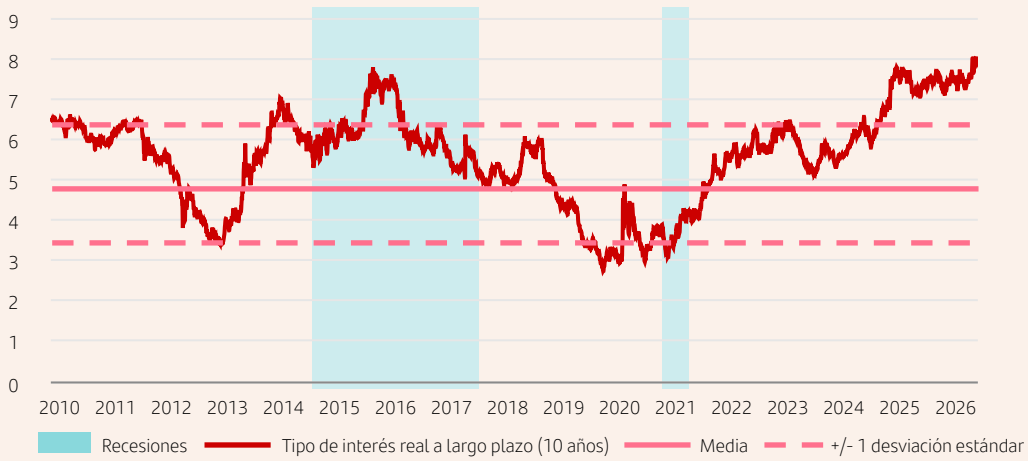
Como resultado, la política monetaria pierde flexibilidad. El gradualismo resulta más difícil de distinguir de la complacencia, mientras que un enfoque equilibrado se vuelve más complejo porque la credibilidad pasa a formar parte del proceso de estabilización. La política monetaria ya no solo calibra el ciclo económico, también preserva la confianza en el régimen macroeconómico en su conjunto.

Por tanto, las perspectivas para 2027 merecen especial atención. A medida que se modera la actividad, los inversores esperan naturalmente que se acelere la relajación monetaria. Nuestra valoración es más cauta. Un crecimiento más lento puede no generar el mismo margen para normalizar la política si las expectativas de inflación siguen por encima del objetivo y el tipo de interés real de equilibrio ha aumentado. Quizás la política monetaria deba mantener un enfoque restrictivo.

Conclusión

Nuestro escenario base contempla una desinflación continuada sin recesión. Sin embargo, los riesgos son cada vez más asimétricos. A medida que la estabilización depende más de la política monetaria, la economía es más vulnerable a ajustes no lineales. Una consolidación fiscal proactiva ayudaría a reducir las primas de riesgo, volver a anclar las expectativas de inflación y restablecer el margen del BCB para calibrar la política. De lo contrario, la política monetaria seguirá soportando una mayor parte del esfuerzo de estabilización.

Brasil: tipos de interés reales a largo plazo, de la reversión a la media a un nuevo máximo
(%)



Fuentes: Bloomberg y Santander Research.

Chile

Punto de inflexión, con la inversión tomando el liderazgo

Chile cerrará 2026 por debajo de las expectativas de comienzos de año. La combinación de unos resultados más débiles en los sectores de recursos naturales y el *shock* de los precios de los combustibles, que afectó al ingreso disponible y a las expectativas de los hogares, explica buena parte de este comportamiento. Para 2027-28, las perspectivas mejoran: la inversión debería liderar la recuperación, la inflación convergerá con relativa rapidez y el mercado laboral podría comenzar a repuntar.

Andrés Sansone
Lorena Palomeque

Qué ocurrió en 2026 y por qué decepcionó. El año comenzó con elevadas expectativas de crecimiento del producto interior bruto (PIB), con estimaciones de consenso que superaron el 2,5% durante la primera parte del año. Sin embargo, la actividad se debilitó significativamente a lo largo de 2026 y prevemos que el año termine prácticamente sin crecimiento.

Tres factores explican en gran medida este comportamiento. Primero, el retroceso de los sectores de recursos naturales, en particular la fuerte caída de la producción minera, así como las importantes perturbaciones sufridas por la agricultura, la pesca y la industria alimentaria, ya fuera por dificultades específicas de estos sectores o por condiciones meteorológicas adversas. Segundo, el *shock* del petróleo, que se trasladó rápidamente a los precios internos de los combustibles, y la consiguiente caída del ingreso disponible. A ello se sumó un deterioro de las expectativas, que tanto los consumidores como las empresas revisaron a la baja. Por último, la inversión pública cayó con fuerza durante el primer semestre como parte de la consolidación fiscal.

En 2027, prevemos que el PIB crezca por encima del 3%, con la inversión como principal motor. Por un lado, la cartera de proyectos a gran escala sigue creciendo con fuerza. Por otro, la Ley de Reconstrucción, que establece una reducción del impuesto de primera categoría, aporta un impulso adicional de alrededor de 0,5 puntos porcentuales al crecimiento anual en 2027-28. Anticipamos que la formación bruta de capital fijo crecerá más del 5% el próximo año. En cambio, es probable que el consumo se recupere de forma más gradual porque sus fundamentos siguen siendo débiles: el empleo está cayendo, la inflación ha erosionado los salarios reales y la confianza continúa en terreno pesimista.

El mercado laboral ha mostrado un marcado deterioro. Durante el último año se ha destruido empleo, especialmente empleo asalariado formal, y la tasa de desempleo superó el 9% durante buena parte del año. Esta elevada tasa refleja tanto el deterioro cíclico como un mayor componente estructural, asociado al aumento de los costes

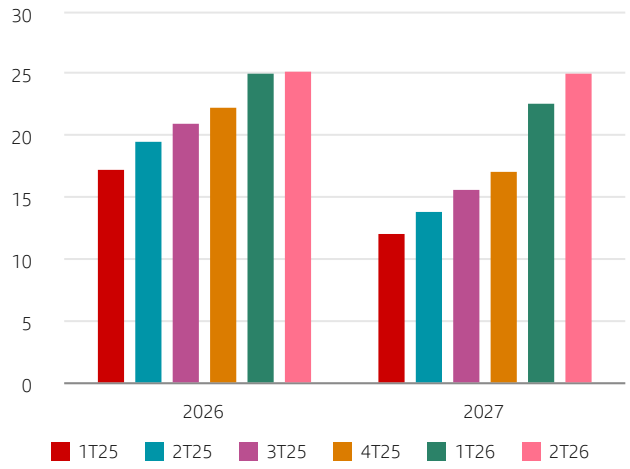
Chile

laborales y a los cambios demográficos. El deterioro cíclico debería comenzar a remitir durante 2027 a medida que la economía se recupere.

El repunte de la inflación se explica por el *shock* del petróleo. A comienzos de año, la inflación se situaba por debajo de la meta del 3%, pero el *shock* de los precios de los combustibles la elevó por encima del 4%. No se han observado efectos de segunda ronda significativos, en parte por la debilidad de la demanda interna. Prevemos que la inflación cierre el año en torno al 5% y que converja rápidamente hacia el 3% durante 2027, a medida que el *shock* energético se normalice y desaparezca de la base de comparación. Esperamos que la inflación subyacente se mantenga cerca del 3% durante todo el horizonte de previsión.

Estimamos que el Banco Central mantendrá la tasa de política monetaria (TPM) en el 4,5% durante un periodo prolongado. Aunque la demanda interna se ha debilitado, la inflación sigue siendo elevada y persisten riesgos latentes; para el próximo año, estimamos que la convergencia de la inflación se producirá al mismo tiempo que el repunte de la actividad. Esta asimetría deja poco margen para recortes.

Chile: las perspectivas de inversión se fortalecen gracias a los proyectos a gran escala
(miles de millones de dólares)



Nota: las barras muestran las proyecciones trimestrales de inversión para cada año.

Fuentes: Corporación de Bienes de Capital de Chile y Santander Research.

Chile: el desempleo alcanza su tasa más alta desde la pandemia de COVID-19
(%)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadísticas de Chile y Santander Research.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	0,0	3,5	2,8
Tasa de desempleo	8,9	8,5	8,1
Inflación (IPC)	3,9	3,5	3,0

Fuente: Santander Research. Media anual.

Reformas y crecimiento

El crecimiento promedio de los últimos 15 años se ha situado por debajo del registrado en décadas anteriores. Parte de este menor dinamismo responde a factores globales, como el estancamiento del comercio internacional, y a factores sectoriales, como la menor ley del cobre (menor concentración de cobre en el mineral extraído), pero también intervienen factores internos: una mayor carga regulatoria, plazos de aprobación más largos para los proyectos de inversión y una menor rentabilidad esperada del capital en un entorno de innovación limitada.

Reformas para desbloquear la inversión

En este contexto, la recién aprobada Ley de Reconstrucción Nacional y Desarrollo Económico y Social es un avance para apoyar la inversión. Aunque contiene medidas de distinta naturaleza, sus componentes más importantes desde una perspectiva macroeconómica son los que inciden en la oferta: menores cargas sobre la inversión y plazos de tramitación más cortos.

Las principales disposiciones son:

• **Reducción del impuesto de primera categoría (sociedades)** del 27% al 23%, de forma gradual hasta 2029, lo que aumentará la rentabilidad después de impuestos de los proyectos de inversión, mejorará los incentivos para invertir y reforzará la competitividad del país como destino del capital.

• **Simplificación y agilización de los procedimientos de autorización ambiental y sectorial**, con plazos limitados para resolver los recursos ambientales, menos revisiones administrativas posteriores y simplificación de ciertos permisos. Los plazos de aprobación más cortos reducirán el coste financiero de los proyectos, disminuirán la incertidumbre regulatoria y aumentarán la probabilidad de nuevas inversiones.

La ley también incluye otras medidas que pueden ser relevantes para la inversión, aunque su impacto sobre el PIB es más incierto. Entre ellas figuran la reintegración gradual del sistema tributario y un régimen de invariabilidad tributaria para grandes proyectos de inversión. Este último se aplica a iniciativas a partir de 50 millones de dólares estadounidenses, con periodos de estabilidad de entre 10 y 20 años en función del importe comprometido y a cambio de un recargo permanente del 1,5% sobre el Impuesto de Primera Categoría para las empresas que se acojan a este régimen. Estas medidas buscan aportar una mayor certeza tributaria a los proyectos a largo plazo.

Impactos estimados

En conjunto, estas medidas son relevantes para sectores intensivos en capital en los que Chile presenta ventajas comparativas, pero también procesos de aprobación largos y costosos.

Estimamos que los efectos sobre el nivel de actividad serán significativos. En nuestro escenario central, el nivel del PIB sería un 5,5% superior en 2035 y un 6,3% superior en 2040 al de un escenario sin reforma. Esta última cifra contrasta en cierta medida con la estimación del Gobierno, del 8,6%, que superaría el percentil 90 de nuestras estimaciones. No obstante, los efectos siguen siendo positivos incluso bajo supuestos más adversos sobre la magnitud y la velocidad de implementación.

Consideraciones fiscales

Un mayor crecimiento económico amplía la base impositiva y refuerza los ingresos fiscales, aunque sus efectos se materializan con cierto retraso. Además, la evidencia empírica sugiere que la pérdida de ingresos derivada de una reducción de la tasa impositiva no se compensa por completo con un mayor dinamismo económico, lo que debilita el saldo fiscal. En consecuencia, tras la aprobación de la ley, cabe esperar un aumento del déficit fiscal durante los próximos años.

El punto de partida es exigente. Chile cerró 2025 con un déficit fiscal estimado del 2,8% del PIB, y prevemos que cierre 2026 con un déficit cercano al 2,0%. En este contexto, el periodo transitorio de la reforma es relevante: en nuestro escenario central, el saldo fiscal asociado a la ley permanecería en terreno deficitario hasta aproximadamente 2035, con un déficit adicional de entre el 0,2% y el 0,5% del PIB durante buena parte del periodo 2026–33. Esto podría traducirse finalmente en una deuda más elevada y unos tipos de interés a largo plazo más altas.

Del reto a la oportunidad

La reforma puede ayudar a desbloquear la inversión, pero un crecimiento sostenido requiere una agenda más amplia. Chile cuenta con importantes oportunidades en minería, energía, infraestructura, agroindustria, turismo y servicios digitales. Sin embargo, aprovecharlas no depende solo de reducir los requisitos para obtener permisos o de mejorar los incentivos fiscales. También exige ampliar la base laboral, reforzar el capital humano y acelerar la adopción y el desarrollo de nuevas tecnologías.

Un primer frente de actuación es la participación laboral, especialmente entre las mujeres. Mejorar el acceso a servicios de cuidados de calidad y avanzar en políticas que faciliten la conciliación de la vida laboral y familiar aumentaría la fuerza laboral disponible, reduciría las brechas de ingresos y elevaría el crecimiento potencial. En una economía que enfrenta unas tendencias demográficas menos favorables, incorporar a más personas al mercado laboral es una de las principales fuentes de crecimiento para compensar la menor expansión de la población en edad de trabajar.

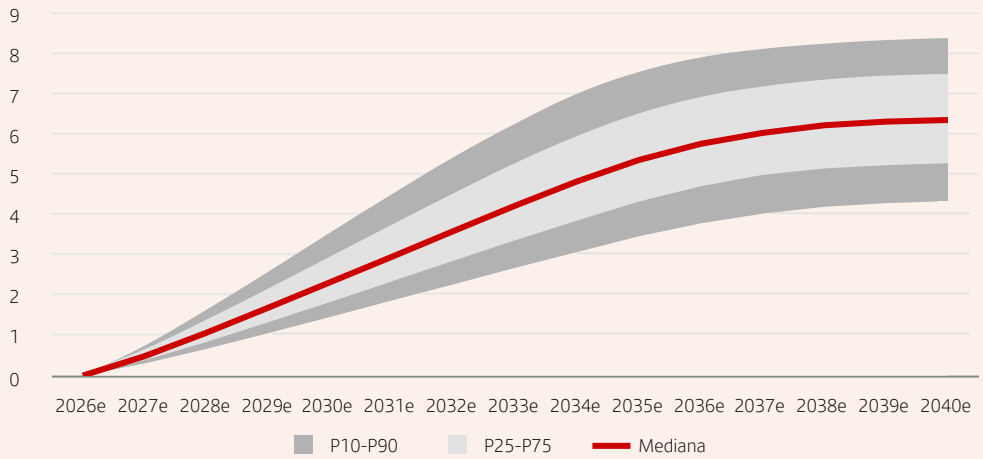
Un segundo aspecto es el desarrollo de competencias. La economía del futuro requerirá trabajadores con mayores capacidades digitales, adaptabilidad y conocimientos sobre nuevas tecnologías, incluida la inteligencia artificial. Mejorar la educación, la formación técnica y la recualificación profesional es esencial para que las nuevas inversiones se traduzcan en salarios más altos, mayor productividad y movilidad laboral.

Por último, Chile necesita reforzar su ecosistema de innovación, que no debe entenderse únicamente como investigación de vanguardia, sino también como la capacidad de incorporar tecnología, mejorar procesos y elevar la productividad en los sectores tradicionales. Para ello se requiere una mayor adopción tecnológica por parte de las empresas, vínculos más sólidos entre las universidades y el sector productivo, financiación para iniciativas escalables y un marco institucional que facilite la difusión de nuevas soluciones.

Conclusión

En resumen, una agenda que reduzca las barreras a la inversión puede elevar significativamente el crecimiento potencial de la economía. Sin embargo, para aprovechar las oportunidades, las reformas deberán complementarse con políticas que aumenten la participación laboral, refuercen el capital humano y aceleren la innovación. Así, solo una estrategia integral permitirá sostener un mayor crecimiento, mejorar los ingresos de los hogares y fortalecer las finanzas públicas a largo plazo.

Chile: simulación del aumento acumulado del nivel del PIB
(diferencia con respecto al escenario sin reforma, %)



Nota: simulaciones del impacto de la reforma sobre el nivel del PIB: mediana, percentiles 25 a 75 y percentiles 10 a 90.
Fuente: Santander Research.

Colombia

Hacia un modelo de crecimiento más equilibrado

2027 se perfila como un año de ajuste para Colombia, marcado por la corrección gradual de los desequilibrios macroeconómicos acumulados en los últimos años. Nuestro escenario central contempla un crecimiento moderado, una inflación persistente y el inicio de un prolongado proceso de consolidación fiscal, con tipos de interés que se mantendrán elevados.

Sergio Cruz

Estimamos que la economía crecerá el 2,0% en 2027, ligeramente por debajo de 2026, pero con una composición más saludable, a medida que la inversión gane peso frente al consumo. La política monetaria restrictiva lastrará el consumo privado, mientras que la consolidación fiscal reducirá la aportación del consumo público. La inversión fija debería recuperarse, aunque los elevados tipos de interés moderarán el ritmo, dando lugar a un crecimiento más equilibrado.

Prevemos que el mercado laboral comience a deteriorarse gradualmente en 2027, como reflejo, principalmente, de la menor actividad económica, en particular de la moderación del consumo privado y público. El empleo ha mostrado una notable resiliencia en los últimos años, pese al aumento de los costes laborales y al debilitamiento del crecimiento económico. El avance hacia una mayor aportación de la inversión podría favorecer la creación de empleo formal; sin embargo, es probable que la informalidad siga representando una proporción significativa del mercado laboral. Esperamos un aumento moderado de la tasa de desempleo, mientras que nuevas medidas que eleven los costes laborales podrían limitar la creación de empleo formal y dificultar una mayor reducción de la informalidad.

Para 2027, esperamos que haya concluido el ciclo de subidas de tipos iniciado en 2026 en respuesta al fuerte consumo y al aumento de los costes laborales. Por tanto, anticipamos un periodo de estabilidad del tipo de interés oficial durante buena parte del año, conforme la inflación comience a moderarse, aunque es probable que el proceso de desinflación siga siendo gradual y esté sujeto a riesgos al alza. Prevemos que, hacia finales de 2027, comience un ciclo gradual de recortes, que situaría el tipo de interés oficial en torno al 11% al cierre del año. No obstante, la persistencia de la inflación exigirá una normalización prudente de la política monetaria, por lo que los tipos de interés se mantendrán elevados durante buena parte de 2027.

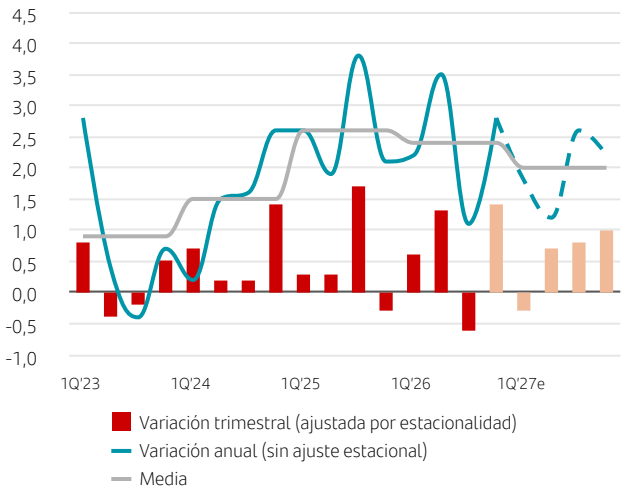
En materia fiscal, el proceso de consolidación fiscal iniciado en 2026 debería continuar en 2027, con el nuevo Gobierno partiendo de una posición más débil y con un marco revisado. Esperamos que el ajuste combine una mayor disciplina del gasto con nuevas medidas de ingresos destinadas a reforzar el saldo primario y estabilizar la trayectoria de la deuda. Sin embargo, la magnitud y el ritmo de la consolidación dependerán de la aplicación de las medidas propuestas, buena parte de las cuales requerirá la aprobación del Congreso, lo que convierte su ejecución en el principal riesgo para 2027.

Colombia

Las condiciones financieras deberían mejorar gradualmente en 2027 a medida que avance el ciclo de recortes, aunque probablemente seguirán siendo restrictivas. Los menores tipos de interés y la recuperación de la actividad deberían contribuir a limitar un mayor deterioro de la calidad crediticia; sin embargo, los hogares y las empresas continuarán afrontando elevados costes de financiación y es probable que los bancos mantengan unos criterios de concesión relativamente selectivos. Los tipos de interés internos seguirán siendo sensibles a la evolución fiscal, a las condiciones financieras mundiales y a la credibilidad del nuevo marco de política económica.

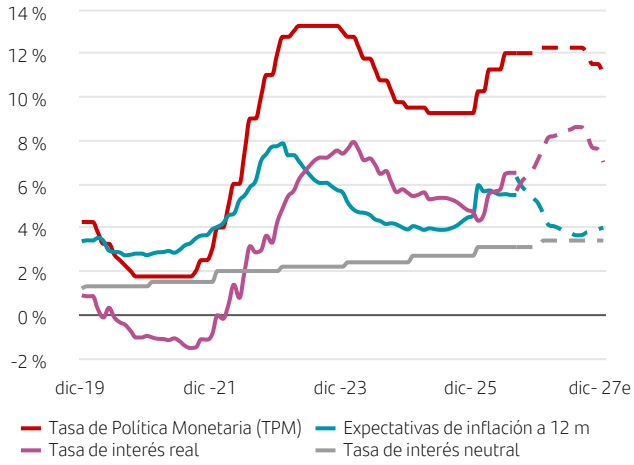
En conjunto, 2027 debería ser un año de ajuste, más que de aceleración. Esperamos una desinflación gradual y el inicio de un ciclo de recortes de tipos hacia finales de año, junto con una recuperación progresiva de la inversión y una composición del crecimiento más equilibrada. Sin embargo, el crecimiento seguirá siendo moderado, las condiciones financieras permanecerán relativamente restrictivas y la consolidación fiscal continuará siendo un factor determinante de la evolución de la economía y de los mercados financieros.

Colombia: el crecimiento del PIB seguirá moderado
(%)



Fuentes: DANE, BanRep y Santander Research.

Colombia: las condiciones financieras seguirán siendo relativamente restrictivas
(%)



Fuentes: DANE, BanRep y Santander Research.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	2,4	2,0	3,1
Tasa de desempleo	9,3	10,1	9,5
Inflación (IPC)	7,0	5,1	4,0

Fuente: Santander Research. Media anual.

México

Mejora gradual del crecimiento económico

El crecimiento económico se fortaleció en 2026 y prevemos que cobre un mayor impulso en 2027. Aunque la economía ha mostrado una notable resiliencia en un entorno complejo, México sigue afrontando retos a medio plazo derivados de un menor crecimiento potencial y de presiones estructurales sobre las finanzas públicas.

Rodrigo Barros
Alonso Cervera

Pese a la volatilidad en las cifras trimestrales, la actividad económica en México mejoró en 2026. Prevemos un crecimiento medio del producto interior bruto (PIB) del 1,8%, frente al 0,7% de 2025 y por encima de nuestra previsión del 1,0% de la anterior edición de *The Year Ahead*. Esta aceleración se apoyó en la resiliencia del consumo, una recuperación parcial de la inversión en el segundo semestre y ciertos efectos de arrastre de la fortaleza de las exportaciones de bienes relacionados con la tecnología.

Esperamos que estas tendencias continúen en 2027 y que, junto con un entorno mundial más estable y la atenuación de los factores adversos procedentes de la política fiscal y monetaria, den lugar a un ritmo de crecimiento similar. Proyectamos un crecimiento medio del PIB del 1,7%. Aunque esta cifra es inferior a nuestra previsión del 2,0% del año pasado, sugiere que la economía convergerá gradualmente hacia ese nivel. La evidencia apunta a que el crecimiento potencial ha disminuido respecto a la década anterior a la pandemia. No obstante, la economía ha mostrado una resiliencia considerable pese al difícil entorno mundial y a la persistente incertidumbre en Norteamérica.

El desempleo se ha mantenido cerca de mínimos históricos en un contexto de menor participación en el mercado laboral y mayor proporción del empleo informal. La creación de empleo formal debería repuntar gradualmente en 2027, en línea con la actividad económica, mientras que el desempleo debería acercarse a su media de largo plazo.

La inflación general anual osciló entre el 3,1% y el 4,6% en 2026, impulsada por perturbaciones de oferta en el sector agrícola. La inflación subyacente descendió desde el 4,5% a comienzos de año hasta niveles ligeramente inferiores al límite superior del intervalo de tolerancia del Banco de México, situado en el 4,0%, ya que la apreciación de la moneda y la moderación de las presiones salariales compensaron los efectos de los nuevos impuestos. Esperamos que la inflación general alcance el 3,9% a cierre de 2026 y converja hacia el 4,0% a finales de 2027. En cuanto a la política monetaria, consideramos que el tipo de interés oficial ha alcanzado su nivel terminal en este ciclo y que, por tanto, se mantendrá en el 6,5%.

El ajuste a medio plazo de las finanzas públicas continuó, aunque más lentamente de lo anunciado. El déficit fiscal se ha reducido en algo más de 1,5 puntos porcentuales del PIB en los dos últimos años pese a la debilidad de la actividad económica, mientras que la ratio de deuda pública sobre el PIB ha seguido aumentando. Varias de las principales

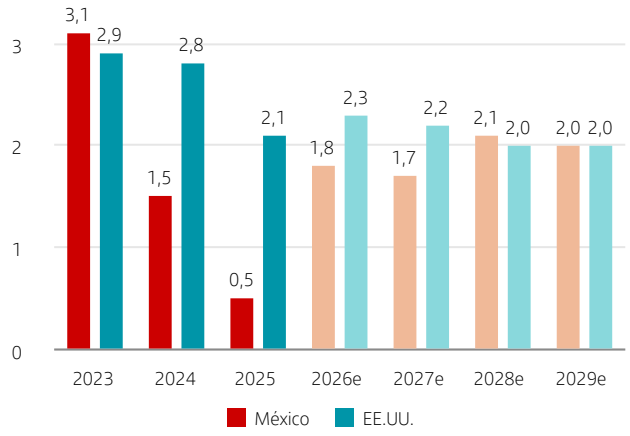
México

agencias de calificación han rebajado la calificación de la deuda soberana de México o revisado sus perspectivas, aunque el país ha mantenido el grado de inversión, respaldado por una deuda pública equivalente al 54% del PIB y por una estructura de deuda muy orientada hacia instrumentos a tipo fijo denominados en pesos.

Prevemos que en 2027 el déficit fiscal disminuya en 0,2 puntos porcentuales del PIB, hasta el 3,9%, y que la deuda pública aumente otro punto porcentual del PIB, hasta el 55,0%. Esperamos nuevos ajustes fiscales graduales en los próximos años, respaldados por medidas para incrementar los ingresos, que deberían ser suficientes para disipar las preocupaciones de los mercados a corto plazo. Sin embargo, persistirán los retos estructurales por la menor flexibilidad del gasto público y la estrecha base de ingresos.

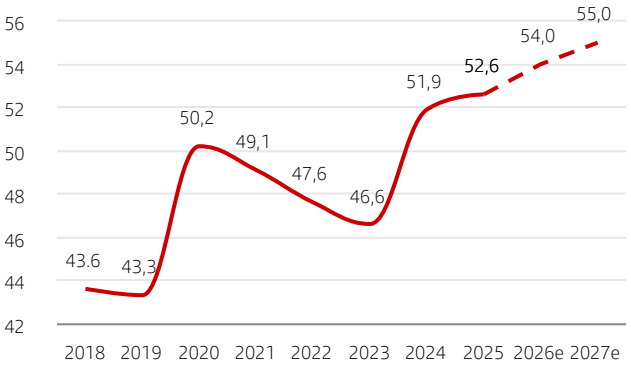
Los desequilibrios externos se han reducido desde niveles ya bajos, impulsados por el fuerte aumento de las exportaciones relacionadas con la tecnología, la debilidad de las importaciones de bienes de capital y el aumento de las remesas. Proyectamos un déficit por cuenta corriente inferior al 0,5% del PIB en 2026, que se ampliará moderadamente en 2027, sin llegar al 1,0%. Dado que el déficit equivale a menos de un tercio de las entradas netas de inversión extranjera directa previstas en ambos años, México estará relativamente protegido frente a la volatilidad de los mercados de capitales y la depreciación esperada del peso debería ser gradual y ordenada.

México: el crecimiento seguirá fortaleciéndose
(%, variación anual)



Fuentes: INEGI, BEA y Santander Research.

México: la deuda pública seguirá aumentando hasta 2027
(% del PIB)



Fuente: SHCP (saldo histórico de los requerimientos financieros del sector público).

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,7	2,1
Tasa de desempleo	2,8	3,2	3,4
Inflación (IPC)	3,8	3,9	4,0

Fuente: Santander Research. Media anual.

La resiliencia de las exportaciones mexicanas ante la incertidumbre comercial

El sector exterior mexicano sigue mostrando fortaleza, y el acceso preferencial al mercado estadounidense continúa respaldando el crecimiento de las exportaciones y la estabilidad externa. Sin embargo, los cambios en la política comercial de Estados Unidos han reducido su efecto positivo sobre la actividad interna.

Una base manufacturera orientada a la exportación y el T-MEC

El comercio internacional ha sido uno de los pilares de la estrategia de desarrollo de México desde la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) en 1993. En los años siguientes, al TLCAN se sumó una red de 13 tratados de libre comercio que abarca 52 países y representa alrededor del 60% del producto interior bruto (PIB) mundial.

La apertura comercial de México propició el desarrollo de una amplia y sofisticada base manufacturera orientada a la exportación. En 2025, las exportaciones mexicanas de bienes ascendieron a 665.000 millones de dólares estadounidenses, equivalentes al 36% del PIB, y las manufacturas representaron más del 90%. Las exportaciones mexicanas están muy concentradas en Estados Unidos, que absorbe alrededor del 80%.

Dada la alta dependencia de las exportaciones mexicanas del mercado estadounidense, la renegociación del TLCAN durante la primera Administración Trump fue crítica. El acuerdo resultante, el Tratado entre México, Estados Unidos y Canadá (T-MEC), entró en vigor en 2020 e introdujo varios cambios, especialmente en el sector del automóvil.

El contenido regional exigido para las exportaciones de vehículos aumentó del 62,5% al 75,0%; se introdujeron nuevos requisitos salariales para la producción de vehículos; y se estableció una cláusula de extinción del Tratado a 16 años, con revisiones conjuntas periódicas cada seis años para decidir si el acuerdo debe prorrogarse. Si no se alcanza un acuerdo en esas revisiones conjuntas, pasan a celebrarse con carácter anual hasta que se llegue a un acuerdo o expire el plazo original de 16 años.

Aunque la revisión del marco comercial regional aumentó la incertidumbre y contribuyó a reducir la inversión privada en México, el T-MEC también ayudó a preservar el acceso preferencial del país al mercado estadounidense en plena reconfiguración del comercio mundial. En los años siguientes, México desbancó a China como principal exportador a Estados Unidos. Entre la entrada en vigor del T-MEC y 2025, el valor en dólares

estadounidenses de las exportaciones mexicanas a EE.UU. aumentó el 38%, mientras que las exportaciones totales de automóviles crecieron un 26%.

Cambios durante la segunda Administración Trump

El giro de la política comercial estadounidense iniciado con la segunda Administración Trump, que elevó el arancel efectivo medio aplicado a las importaciones de EE.UU. a su máximo en casi un siglo, ha supuesto un nuevo desafío para la economía mexicana. Y, aunque ha vuelto a contribuir a un notable debilitamiento de la inversión privada, también ha consolidado a México como principal exportador a Estados Unidos.

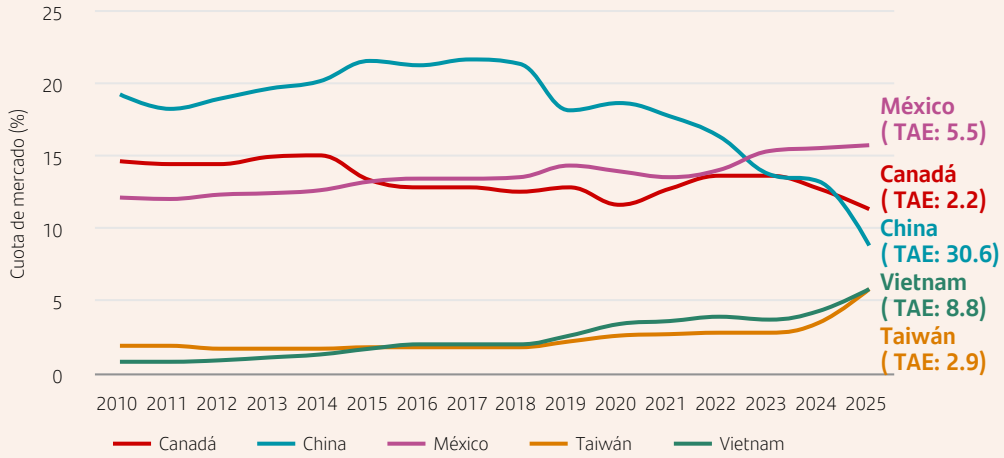
Las exportaciones mexicanas se han beneficiado de un trato arancelario comparativamente favorable, ya que la mayoría de intercambios que cumplen las normas del T-MEC siguen entrando en EE.UU. libres de aranceles; sin embargo, aranceles sectoriales elevados con exenciones limitadas, han lastrado considerablemente al sector del automóvil.

Este trato, unido al aumento de las barreras comerciales a las exportaciones chinas y al auge de la demanda empresarial estadounidense de bienes tecnológicos, ha impulsado con fuerza las exportaciones mexicanas y cambiado acusadamente su composición. Las exportaciones de automóviles se han contraído, mientras que las de ordenadores y productos electrónicos se han disparado, un cambio desfavorable ya que los efectos de arrastre sobre la economía nacional derivados de las exportaciones de automóviles son significativamente mayores que los generados por el sector de ordenadores y productos electrónicos. Esto se debe a que el sector del automóvil cuenta con cadenas nacionales de suministro más amplias y el de ordenadores y productos electrónicos es menos intensivo en mano de obra.

La decisión del Gobierno estadounidense de no renovar el T-MEC en sus términos actuales por otros 16 años, pese a las propuestas de México y Canadá, implica que el acuerdo quedará sujeto a revisiones anuales. Por tanto, el marco comercial de los dos próximos años será muy similar al actual: aranceles medios bajos; exenciones completas para la mayor parte de los intercambios que cumplen las normas del T-MEC; algunos aranceles sectoriales elevados, incluidos los de vehículos y componentes de automoción; y escasa visibilidad sobre las perspectivas a medio plazo. En este contexto, las exportaciones mexicanas deberían seguir creciendo a buen ritmo, aunque su contribución al crecimiento será menor que antes.

En síntesis, el acceso preferencial de México al mercado estadounidense debería seguir respaldando la estabilidad externa. No obstante, es probable que la persistente incertidumbre en torno a la política comercial y un crecimiento de las exportaciones con menor integración en la economía nacional sigan limitando su impulso sobre el conjunto de la actividad.

Composición de las importaciones estadounidenses por país de origen
(% de las importaciones totales de Estados Unidos)



Fuente: Comisión de Comercio Internacional de Estados Unidos. TAE: tipo arancelario efectivo medio en 2025.

Perú

Solidez de la economía subyacente e inversión más allá de la recuperación

Perú afronta 2027 desde una posición de relativa fortaleza, en la que 'El Niño' supone una perturbación temporal, más que un cambio en la tendencia de fondo. La solidez de las cuentas exteriores, la inversión privada y la mejora de la confianza deberían favorecer la resiliencia de la economía frente el impacto del primer semestre. Una mayor previsibilidad política y una agenda económica orientada a la inversión deberían reforzar el dinamismo del sector privado y contribuir a unas perspectivas de crecimiento a medio plazo más favorables.

Yasser Rodrigo

Perú cierra 2026 con un sólido dinamismo de fondo. Prevemos que el producto interior bruto (PIB) crezca 3,4%, acompañado de un mayor avance de la demanda interna (5,6%) y de la expansión de la inversión privada (10,5%). Sin embargo, el crecimiento agregado no refleja plenamente la fortaleza subyacente de la economía: el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estima que, en el primer semestre de 2026, el crecimiento observado, del 3,0%, habría rondado el 4,0% sin el impacto climático. Las expectativas empresariales respaldan este diagnóstico, ya que las intenciones de inversión y contratación se sitúan cerca de sus máximos de los últimos años.

Las condiciones internas y externas deberían impulsar la inversión en 2027. Tras la elección de Keiko Fujimori en junio de 2026, la nueva Administración ha priorizado la inversión privada, el empleo, las infraestructuras, la formalización y la eficiencia del Estado. Los primeros indicadores empresariales son favorables: en julio, 16 de los 18 indicadores del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) se situaban en terreno positivo, mientras que las expectativas de inversión y contratación seguían siendo sólidas. Además, unos términos de intercambio en máximos históricos —respaldados por los elevados precios del cobre y el oro— y un superávit comercial previsto de alrededor de 37.000 millones de dólares estadounidenses en 2027 deberían reforzar la posición exterior y sostener al sol peruano. En conjunto, esperamos que una mayor previsibilidad de la política económica y unos fundamentos exteriores sólidos mejoren el entorno para la inversión nacional y extranjera, especialmente en la minería, las infraestructuras y la energía.

Perú

La situación fiscal también se mantiene relativamente contenida, aunque la consolidación dependerá de la ejecución. Según el escenario central del MEF, el déficit fiscal se reducirá del 1,8% del PIB en 2026 al 1,4% en 2027, con una deuda pública en torno al 29% del PIB; no obstante, las medidas de gasto aprobadas anteriormente podrían elevar el déficit hasta el 2,7%. Al mismo tiempo, la situación de los hogares sigue mejorando, con un aumento del empleo formal del 4,2% en el primer semestre de 2026 y una subida de los salarios medios en el sector formal del 4,8%.

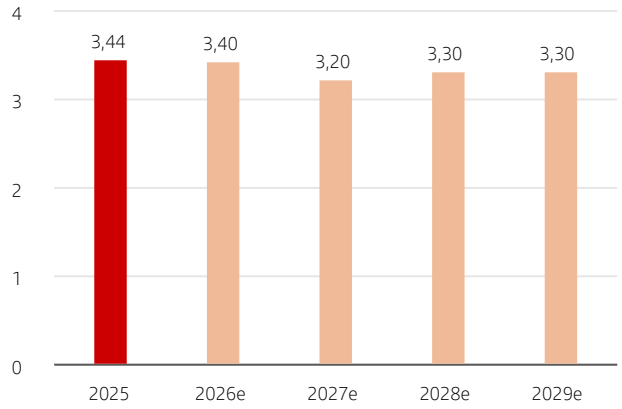
El principal reto en 2027 será 'El Niño', que, según el BCRP, podría restar alrededor de 1,1 puntos porcentuales al crecimiento anual. Esto debería dividir el año en dos fases: un debilitamiento de la actividad en el primer semestre y un fuerte repunte en el segundo, lo que situaría el crecimiento del año en el 3,2%. La inflación debería mantenerse elevada antes de moderarse hasta el 2,8% al cierre del año. Aunque 'El Niño' interrumpe la aceleración de la economía, no altera su trayectoria a medio plazo. El sólido dinamismo del sector privado proporciona un colchón: la inversión privada creció un 15,5% en el primer semestre de 2026, lo que respalda la actividad y las perspectivas de una rápida recuperación una vez se disipe el impacto climático.

El ciclo inversor se prolonga más allá de la recuperación inmediata. Las proyecciones del MEF apuntan a un crecimiento sostenido de la inversión privada hasta 2030, respaldado por una amplia cartera de proyectos en minería y minerales críticos, infraestructuras y concesiones, energía y otros sectores. Si la ejecución avanza conforme a esta cartera, 2027 podría marcar el inicio de un ciclo inversor plurianual, y no simplemente un repunte tras 'El Niño'.

Nuestra visión sobre la inteligencia artificial (IA): una nueva fuente de crecimiento que inicialmente podría ampliar la brecha de productividad de Perú. La IA tiene potencial para mejorar la productividad a medio plazo, pero es probable que su adopción sea desigual. Con una tasa de informalidad cercana al 70% y solo un 10% de los consejeros delegados incorporando la IA a los procesos esenciales, las ganancias iniciales podrían concentrarse en las empresas más grandes y formales, ampliando las diferencias de productividad. Con el tiempo, una adopción más generalizada, un capital humano más sólido y mejores infraestructuras digitales podrían permitir que la IA favorezca la convergencia de la productividad.

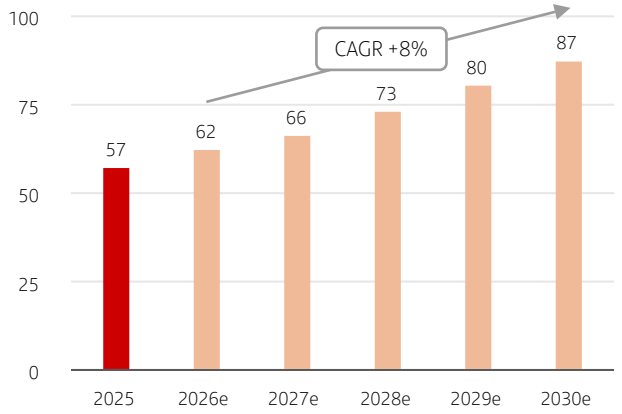
Perú

Perú: resiliencia frente al choque
(crecimiento del PIB, %, variación anual)



Fuente: Business Advisory Services (SAE – Apoyo Consultoría).

Perú: la inversión privada sigue siendo el motor del crecimiento
(miles de millones de dólares)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas de Perú (MEF).

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	3,4	3,2	3,3
Tasa de desempleo	5,7	5,0	5,0
Inflación (IPC)	4,0	3,0	2,5

Fuente: Santander Research. Media anual.

Uruguay

Recuperación moderada en un contexto de escasa inversión

La economía uruguaya debería recobrar cierto dinamismo en 2027, aunque el crecimiento seguirá siendo moderado. Prevemos que el Producto Interno Bruto (PIB) crezca un 1,5%, frente al 1,0% de 2026. El consumo privado debería seguir sosteniendo la actividad, mientras que la recuperación de las exportaciones y el menor crecimiento de las importaciones favorecerán la contribución del sector exterior. También esperamos que la inflación se modere hasta el 4,6% al cierre del año. No obstante, la debilidad de la inversión y los persistentes problemas de competitividad impedirán una aceleración más acusada.

Cristina Conti

La actividad económica debería recuperarse gradualmente tras un 2026 débil y desigual. Los indicadores apuntan a una pérdida de impulso tras un sólido comienzo de año, especialmente en los sectores de bienes y servicios comerciables. La sequía lastró la agricultura, el transporte de mercancías y las actividades vinculadas a los cereales. La industria manufacturera también perdió fuerza. En cambio, el consumo privado se mantuvo resistente, respaldado por el aumento de los salarios reales, un empleo relativamente estable y la expansión del crédito. Así pues, la mejora prevista para 2027 supone una recuperación, más que un cambio sustancial en el crecimiento tendencial.

El consumo privado seguirá sosteniendo la actividad, aunque es probable que su contribución se modere. Esperamos que el consumo crezca alrededor del 1,5% en 2027, tras el 2,1% estimado para 2026. Los salarios reales deberían seguir aumentando, aunque más lentamente que en los últimos años, mientras que prevemos que la tasa de desempleo pase del 7,9% al 8,1%. El crédito debería continuar respaldando la demanda interna, con un crecimiento previsto del crédito total cercano al 6% en dólares estadounidenses y una expansión más intensa en moneda local.

La debilidad de la inversión será una de las principales trabas para alcanzar un mayor crecimiento. Más allá de unos pocos proyectos de gran envergadura, la formación de capital se ha mantenido en niveles relativamente bajos durante buena parte de la última década. El problema parece obedecer menos al riesgo soberano —que ha disminuido de forma significativa— que a unas rentabilidades esperadas insuficientes para impulsar un ciclo sostenido de inversión privada. Los elevados costes de financiación internacionales, junto con los retos internos ligados a los costes energéticos, la competitividad y las relaciones laborales, también seguirán siendo relevantes.

Dado que las restricciones fiscales limitan la inversión pública, un crecimiento más sólido a medio plazo dependerá en buena parte de medidas que mejoren la rentabilidad esperada de la inversión privada.

Uruguay

La contribución del sector exterior debería ser más favorable en 2027. Prevemos que las exportaciones aumenten el 1,8% en 2027, tras caer alrededor del 0,7% en 2026, hasta situarse cerca de los 24.000 millones de dólares estadounidenses, mientras que el crecimiento de las importaciones se ralentizará hasta menos del 1%. El déficit por cuenta corriente debería reducirse desde el 2,1% del PIB en 2026 hasta el 1,7%. Las condiciones meteorológicas siguen siendo un riesgo clave, dado su posible impacto sobre la agricultura, la energía y el turismo.

La inflación debería volver a descender. Esperamos que la inflación, tras aumentar hasta alrededor del 5,0% al cierre de 2026, en parte por el encarecimiento del petróleo, se modere al cierre de 2027 hasta el 4,6%, cerca del objetivo del 4,5% del Banco Central del Uruguay (BCU). Nuestro escenario contempla una depreciación gradual del peso, desde 41 pesos uruguayos por dólar estadounidense al cierre de 2026 hasta alrededor de 43 pesos en 2027, mientras que los salarios nominales aumentarán entre el 5,0% y el 5,5%.

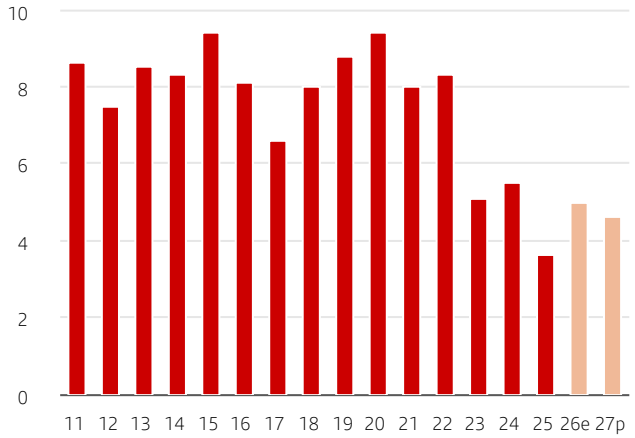
Esto permitirá un nuevo incremento de los salarios reales, aunque más moderado. Con las expectativas de inflación ancladas, la política monetaria dependerá cada vez más de la posición cíclica de la economía y de la estimación del BCU del tipo de interés neutral. Prevemos que el tipo de interés oficial se mantenga en el 5,75% al cierre de 2027.

En conjunto, 2027 debería ser un año de recuperación moderada, más que de crecimiento intenso. La mejora de las condiciones externas, el crecimiento sostenido del consumo y una inflación más cercana al objetivo deberían respaldar la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, el menor crecimiento de los salarios reales, la escasa creación de empleo y, sobre todo, la debilidad de la inversión seguirán limitando el ritmo de expansión. Los principales riesgos a la baja son unas condiciones meteorológicas adversas y una recuperación de los sectores de bienes y servicios comerciables más débil de lo previsto. Por el contrario, una mejora del entorno empresarial y de las condiciones para invertir podría propiciar un mayor crecimiento.

Uruguay

Uruguay: esperamos que la inflación se mantenga próxima al objetivo

(%, variación anual)



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística de Uruguay y Santander Research.

Uruguay: la prima de riesgo país se mantiene en niveles bajos

(pb)



Nota: el diferencial de riesgo de crédito representa el exceso de rentabilidad medio exigido por el mercado a la deuda soberana de Uruguay denominada en dólares estadounidenses frente a los bonos del Tesoro de Estados Unidos.

Fuente: BEVSA.

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	1,0	1,5	2,0
Tasa de desempleo	7,9	8,1	8,2
Inflación (IPC)	4,1	4,8	4,3

Fuente: Santander Research. Media anual.

China

La próxima etapa de crecimiento

China está entrando en una fase más madura de desarrollo económico, en la que los motores tradicionales del crecimiento están perdiendo impulso. La acumulación de capital, la evolución demográfica, la inversión inmobiliaria y la convergencia tecnológica contribuyen menos al crecimiento que en décadas anteriores. Por ello, es probable que el crecimiento siga moderándose y que, en adelante, la convergencia dependa cada vez más de la productividad, la innovación, las mejoras de eficiencia y una asignación más eficaz del capital.

Benjamín Alonso Castaño

A medida que China se acerca a la frontera tecnológica mundial, el crecimiento se modera de forma natural, al tiempo que el envejecimiento demográfico y el descenso de la población en edad de trabajar añaden nuevas presiones estructurales. Sin embargo, esto no implica que la economía vaya a estancarse. La inteligencia artificial (IA), las aplicaciones digitales y el mantenimiento de su participación en las redes comerciales regionales y mundiales podrían contribuir a sostener el crecimiento en un entorno global más fragmentado.

El XV Plan Quinquenal refleja este cambio de estrategia. Aunque no establece un objetivo explícito de crecimiento del producto interior bruto (PIB) para 2026-30, la meta de duplicar en 2035 el PIB per cápita de 2020 es, en general, compatible con un crecimiento medio del PIB real de alrededor del 4% durante la próxima década. El plan se centra en la tecnología, la seguridad y el bienestar de la población, y combina el apoyo a la investigación y el desarrollo (I+D) y a las industrias estratégicas con medidas destinadas a reforzar las cadenas de suministro y favorecer el consumo mediante mejores servicios de cuidado infantil, atención de las personas mayores y servicios públicos. La IA constituye una prioridad transversal especialmente relevante, y la iniciativa 'IA Plus' busca acelerar su adopción en el conjunto de la economía.

El principal desequilibrio macroeconómico de China sigue siendo la brecha entre la debilidad de la demanda interna y la fortaleza de la oferta industrial. El consumo de los hogares aún no se ha consolidado como un motor autónomo del crecimiento. La crisis inmobiliaria, la debilidad de la confianza, la incertidumbre en el mercado laboral y el elevado ahorro por precaución siguen limitándolo.

Al mismo tiempo, la oferta china sigue mostrando fortaleza, con una capacidad industrial en expansión, especialmente en los sectores de la nueva economía. Sin embargo, la insuficiente absorción interna está generando presiones desinflacionistas, exceso de capacidad y escaso poder de fijación de precios. Por ello, es probable que la inflación se mantenga contenida en 2027, pese a los esfuerzos por frenar la competencia excesiva, mientras que un reequilibrio duradero requerirá reformas más profundas que apoyen el consumo de las familias y la protección social.

China

El sector inmobiliario sigue siendo el principal lastre estructural para la demanda interna, ya que afecta negativamente a la riqueza de los hogares, la confianza, la inversión privada y las finanzas de los gobiernos locales. Pese a las medidas adoptadas para estabilizar el sector y a los indicios de estabilización observados en algunas ciudades, el ajuste en el conjunto del país sigue siendo profundo. Aún no se ha producido una recuperación sostenida a escala nacional y el peso del sector como motor del crecimiento se ha reducido de forma estructural. Es poco probable que vuelva el antiguo modelo de crecimiento basado en el sector inmobiliario.

Las condiciones del mercado laboral continuarán siendo desiguales, especialmente para los trabajadores más jóvenes, lo que seguirá lastrando la confianza y favoreciendo el ahorro por precaución. Es probable que la política macroeconómica mantenga una orientación de apoyo a la actividad, con la política fiscal como principal fuente de impulso, mientras que la inflación contenida deja al Banco Popular de China (PBoC) margen para mantener unas condiciones acomodaticias, aunque los márgenes bancarios y la estabilidad de la moneda podrían aconsejar un enfoque gradual.

La demanda externa sigue siendo un importante apoyo a corto plazo. El dinamismo de las exportaciones es cada vez más visible en sectores de mayor valor añadido, como los vehículos eléctricos (VE), las baterías y los productos solares. Las empresas chinas también están diversificándose hacia Europa, el Sudeste Asiático, América Latina, África y otros mercados emergentes. El principal riesgo es que se intensifique la respuesta proteccionista en el exterior mediante investigaciones antisubvenciones, medidas de salvaguardia y un mayor escrutinio de las prácticas de transbordo.

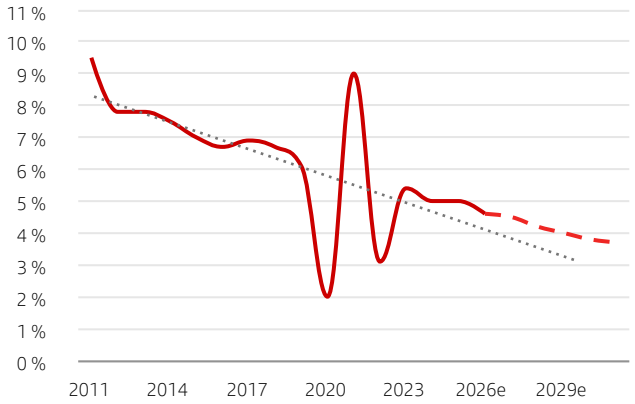
La internacionalización del renminbi (RMB) avanza gracias a su uso efectivo en el comercio, la financiación, la inversión y la gestión de la liquidez, respaldado por la actividad del Sistema de Pagos Interbancarios Transfronterizos (CIPS) y por las emisiones de bonos Panda y Dim Sum[1].

Por último, las tensiones en Oriente Medio añaden incertidumbre a través de los canales energético, comercial y financiero. La diversificación de proveedores, las reservas estratégicas y las energías renovables proporcionan a China cierta capacidad de resistencia, pero su dependencia del petróleo importado la hace vulnerable a interrupciones prolongadas en el estrecho de Ormuz y a unos precios de la energía persistentemente elevados.

[1] CIPS: sistema chino de compensación y liquidación transfronteriza en renminbi (RMB). Bonos Panda y Dim Sum: bonos denominados en RMB emitidos, respectivamente, en el mercado chino y en mercados *offshore*, que favorecen el uso internacional del renminbi.

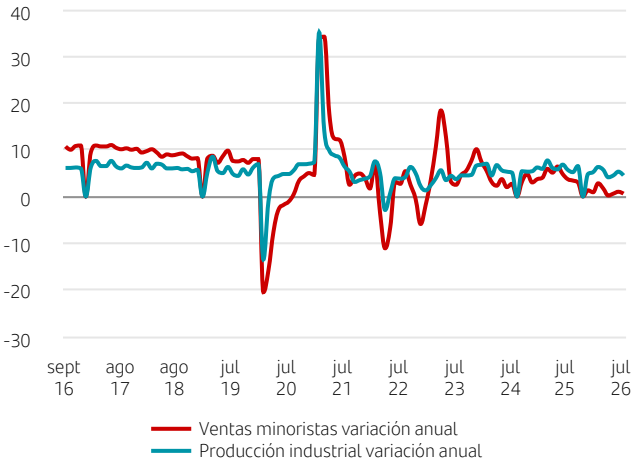
China

China: el crecimiento anual del PIB se está desacelerando



Fuentes: Datastream (Oxford Economics) y Santander Research.

China: desequilibrio entre oferta y demanda



Fuente: Datastream (Oficina Nacional de Estadística de China).

Previsiones macroeconómicas

	2026e	2027e	2028e
Crecimiento del PIB (%)	4,6	4,5	4,2

Fuente: Santander Research. Media anual.

Reorientación comercial de China: barreras, transformación de la capacidad y dependencias estratégicas

Los aranceles estadounidenses no generan la reorientación comercial de China; la aceleran y la redirigen. China no se limita a exportar más o importar menos; comercia de otra manera: se expande hacia el exterior en sectores intensivos en tecnología, diversifica geográficamente y concentra sus importaciones en cuellos de botella estratégicos.

Reorientación comercial

La reorientación comercial de China seguirá siendo un tema clave en 2027. Resulta tentador plantearla principalmente como una consecuencia de los aranceles estadounidenses, pero ese enfoque sería demasiado limitado. Los aranceles importan, sobre todo porque restringen el acceso a uno de los mayores mercados de consumidores de renta alta del mundo. Sin embargo, la cuestión de fondo es estructural: China está cambiando qué exporta, dónde vende y qué sigue necesitando importar. Tres fuerzas impulsan este cambio: la transformación de la composición de la producción china, la proliferación de barreras comerciales y la búsqueda de autonomía estratégica por parte de Pekín.

El primer factor es la transformación de la base exportadora de China, que ya no compite principalmente en bienes de consumo intensivos en mano de obra. Su fortaleza exportadora es cada vez más visible en vehículos eléctricos (VE), baterías, paneles solares, maquinaria eléctrica, productos electrónicos, bienes de equipo y determinados productos químicos.

Esto refleja prioridades internas como la electrificación, la automatización, la seguridad energética y la mejora industrial, así como un esfuerzo de política económica por ascender en la cadena de valor. En consecuencia, la capacidad de China también está cambiando de naturaleza. Ya no se asocia únicamente con sectores maduros como el acero o el textil; está cada vez más presente en industrias que las economías avanzadas consideran estratégicas.

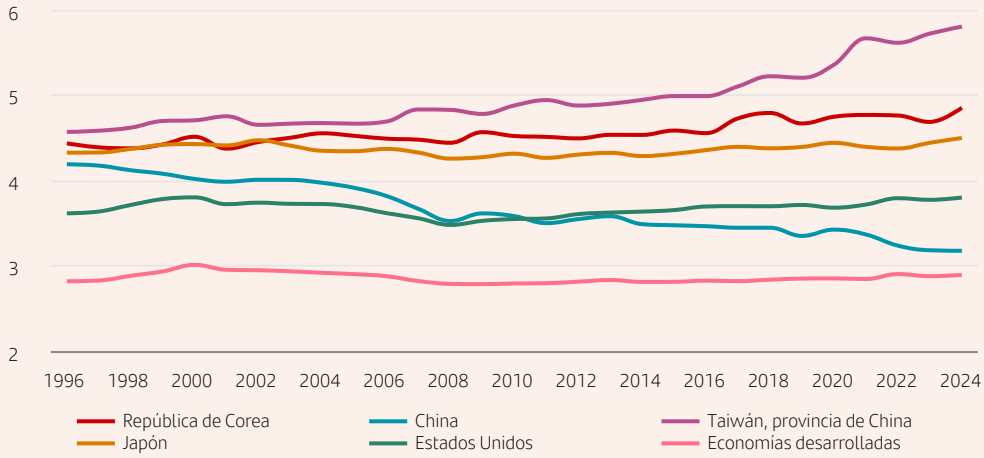
Esto no significa que las exportaciones de China estén muy concentradas. Más bien al contrario. El índice de concentración de las exportaciones de Theil[1] indica que la base exportadora de China sigue estando relativamente diversificada en comparación con la

[1] El índice de concentración de las exportaciones de Theil de UNCTAD mide si las exportaciones de un país están diversificadas entre numerosos productos y mercados de destino o concentradas en unos pocos. Los valores más altos indican una mayor concentración; los valores más bajos, una mayor diversificación. UNCTAD define las economías desarrolladas, en términos generales, como América del Norte y Europa, junto con Israel, Japón, la República de Corea, Australia y Nueva Zelanda.

de otras economías manufactureras asiáticas. Esto es importante. El problema no es que China dependa de unos pocos productos o mercados de exportación. Más bien, una base exportadora amplia y diversificada está ganando competitividad en sectores en los que muchas economías tratan de preservar o desarrollar capacidades industriales.

Por tanto, la tensión no reside en la concentración agregada, sino en la transformación de la composición de la competencia.

Índice de concentración de las exportaciones de Theil*



(*) Las denominaciones geográficas siguen las fuentes estadísticas subyacentes.

Fuente: UNCTADstat, Mercancías: índices de concentración de Theil de las exportaciones e importaciones, anual; clasificación de la UNCTAD de las economías desarrolladas.

Redirección de las exportaciones

El segundo factor es el aumento de las barreras comerciales. Estados Unidos ha elevado los aranceles sobre los productos chinos en sectores como los vehículos eléctricos, las baterías, los semiconductores y las tecnologías limpias, mientras que la Unión Europea (UE) ha introducido derechos compensatorios sobre los vehículos eléctricos chinos. Otras economías también están revisando medidas comerciales en sectores como la automoción, el acero y las tecnologías limpias.

Estas barreras no eliminan la capacidad china; modifican su geografía. Cuando un mercado se vuelve menos accesible, las empresas chinas tienen mayores incentivos para redirigir las exportaciones, reducir los precios, invertir en el extranjero o utilizar terceros países como plataformas de producción.

Para ilustrar este cambio, calculamos una medida de absorción aparente ajustada por las tendencias preexistentes[2]. Las ventas chinas a EE.UU. disminuyeron en 104.200 millones de dólares estadounidenses en 2025.

[2] La absorción aparente ajustada por tendencia compara el aumento de las exportaciones de China a cada destino por encima de la tendencia en 2025 con la caída, también respecto a la tendencia, de las exportaciones a EE.UU. Formalmente, $A_i=[\Delta X_{i,2025} - \Delta X_{i,2021\text{-}2024}]/[-(\Delta X_{US,2025} - \Delta X_{US,2021\text{-}2024})]$, where $\Delta X_{i,t} = X_{i,t} - X_{i,t-1}$. El indicador es descriptivo y no debe interpretarse como una estimación causal de la desviación de comercio provocada por los aranceles.

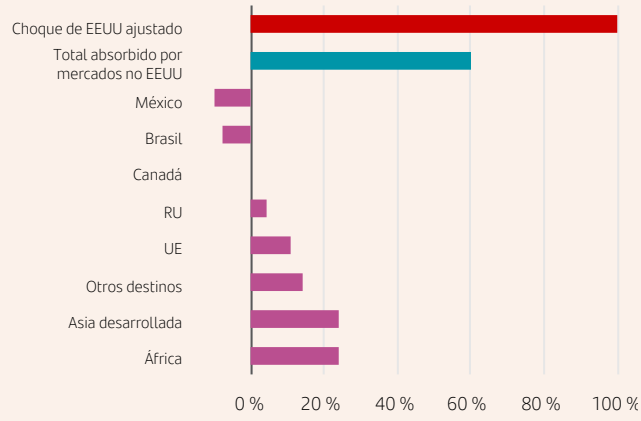
China

En profundidad

En relación con su tendencia previa, el impacto ajustado de Estados Unidos fue de 122.300 millones de dólares estadounidenses. Las exportaciones al resto del mundo aumentaron en 72.800 millones de dólares estadounidenses por encima de la tendencia, el equivalente a alrededor del 60% del descenso ajustado de EE.UU. Por tanto, la compensación fue significativa, pero incompleta. África y Asia en desarrollo absorbieron, cada una, alrededor de una cuarta parte del impacto ajustado de Estados Unidos, mientras que la UE representó algo más del 10%. Por tanto, la reorientación de China no consiste principalmente en desviar hacia Europa las exportaciones perdidas en Estados Unidos. Es más amplia y los mercados emergentes desempeñan un papel central.

China: absorción aparente del impacto de Estados Unidos

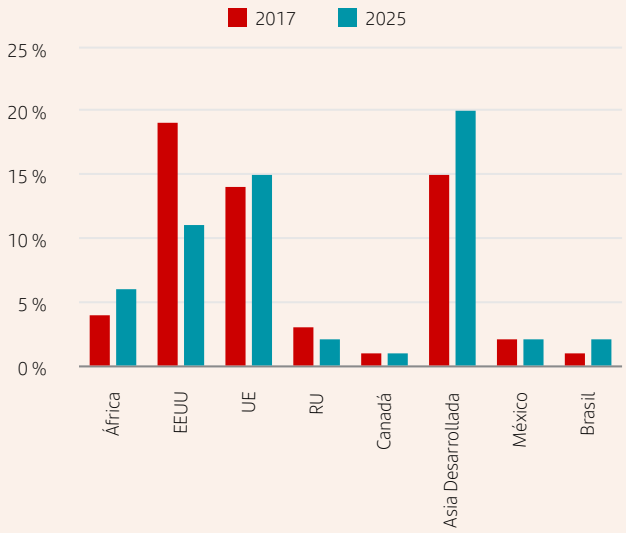
(% del impacto ajustado sobre las exportaciones a Estados Unidos)



Fuentes: Datastream (Estadísticas de Dirección del Comercio del FMI) y cálculos de Santander Research.
Nota: Absorción aparente: crecimiento de las exportaciones frente a la tendencia de 2021-24, como % de la caída ajustada de las exportaciones a Estados Unidos. Los valores negativos indican exportaciones por debajo de la tendencia.

China: la reorientación de las exportaciones se extendió más allá de Estados Unidos

(%)



Fuentes: Datastream (Estadísticas de Dirección del Comercio del FMI) y Santander Research.

Autonomía estratégica

El tercer factor es la autonomía estratégica. El objetivo de China no es la autarquía, sino la autosuficiencia selectiva: reducir las vulnerabilidades en tecnología, energía, alimentos y materiales críticos, preservando al mismo tiempo el acceso a la demanda exterior y a los insumos esenciales. Esto se aprecia en la intensidad importadora agregada. Las importaciones reales de bienes de China disminuyeron desde alrededor del 14% del PIB real en 2015 hasta el 11% en 2025, lo que sugiere que la economía se ha vuelto menos intensiva en importaciones en términos de volumen. Sin embargo, esto no debe interpretarse automáticamente como prueba de autosuficiencia.

China

En profundidad

El cambio más revelador se encuentra en la composición. A partir de los datos Comtrade de las Naciones Unidas (ONU), construimos una cesta restringida de importaciones estratégicas: semiconductores y equipos para la fabricación de semiconductores, productos energéticos, determinados alimentos básicos y determinados materiales industriales críticos[3]. Esta cesta aumentó desde el 31,6% de las importaciones totales de bienes de China en 2015 hasta el 44,0% en 2024. Por tanto, China no se está volviendo autárquica. Más bien, está importando de forma más selectiva: las importaciones que sigue necesitando pueden estar cada vez más concentradas en insumos estratégicos difíciles de sustituir.

[3] La cesta estratégica de importaciones se construye a partir de datos de UN Comtrade sobre las importaciones de bienes de China procedentes del resto del mundo, utilizando códigos de producto del Sistema Armonizado (HS). La cesta incluye bienes tecnológicos, HS 8542 y 8486; productos energéticos, HS 2709, 2711 y 2701; determinados alimentos básicos, HS 1201, 1001 y 1005; y materiales industriales críticos, HS 2601, 2606, 7403 y 7601. Se expresa como porcentaje de las importaciones totales de bienes de China. El indicador refleja la concentración de las necesidades de importación de China en determinados insumos estratégicos; no constituye una medida exhaustiva de la dependencia de las importaciones ni de la autosuficiencia.

Temas clave



¿Cuánta financiación necesita el mundo?

La inteligencia artificial (IA) y las nuevas tecnologías, el envejecimiento de la población, la transición energética y la autonomía estratégica: todas estas megatendencias requerirán una financiación creciente en los próximos años. Nuestras estimaciones preliminares para 2026–30 sugieren que el mundo necesita invertir alrededor de 50 billones de euros durante ese periodo y que, dadas las fuentes de financiación actualmente disponibles y su tasa de crecimiento esperada, la brecha de financiación se situaría en torno a 30 billones de euros. Esto equivale a más de la mitad de los activos de los fondos de pensiones mundiales o a más de dos veces el total de los depósitos de los hogares y las empresas de la Eurozona.

Tomás Riestra Giner de los Ríos
Juan Cerruti

50 billones de euros – necesidades brutas de inversión entre 2026–2030

30 billones de euros – gap de financiación que se debe movilizar

Más de la mitad de los activos de los fondos de pensiones mundiales

Durante los próximos cinco años, la economía mundial tendrá que financiar simultáneamente la transición energética y climática, la digitalización y la IA, los efectos del envejecimiento de la población y, muy probablemente, una respuesta más costosa a la geofragmentación mundial. Las estimaciones de las necesidades de inversión y del aumento del gasto derivadas de los principales informes mundiales sobre estas cuatro cuestiones[1] apuntan a unas necesidades acumuladas de alrededor de 50 billones de euros durante 2026–30, es decir, unos 10 billones de euros al año. Para cubrirlas, la brecha de financiación o movilización de financiación adicional necesaria se situaría en torno a 30 billones de euros en cinco años. Eso equivale a casi dos años de producto interior bruto (PIB) de la Eurozona, a más de la mitad de los activos de los fondos de pensiones mundiales o a más de dos veces el total de los depósitos de los hogares y las empresas de la Eurozona. El mensaje principal es sencillo: no basta con encontrar más dinero; es necesario canalizar mejor el ahorro existente, reducir los riesgos y hacer que los proyectos sean más financiables.

La pregunta del millón

A menudo nos centramos en el fondo, cuando en realidad la forma requiere una atención igual o mayor. Casi todo el mundo podría nombrar cuatro o cinco retos mundiales a los que se enfrenta la humanidad en las próximas décadas. ¿Cuántos podrían nombrar una fuente o una forma de financiación? ¿No debería recibir la misma atención la manera de responder adecuadamente a estos retos que los propios retos? Al fin y al cabo, la solución exige actuar, no acumular diagnósticos.

[1] Climate Policy Initiative, *Panorama global de la financiación climática 2026* y *Evaluación de las necesidades de financiación climática mediante un enfoque descendente: metodología, 2025*; Agencia Internacional de la Energía (AIE), *Inversión energética mundial 2026, Energía e IA* y *Perspectivas mundiales de los minerales críticos 2025;* Naciones Unidas, *Informe sobre la financiación para el desarrollo sostenible 2026;* McKinsey & Company (2025), *El coste de la capacidad de computación: una carrera de 7 billones de dólares para ampliar los centros de datos;* OCDE, *Perspectivas mundiales sobre la financiación para el desarrollo sostenible 2025, El envejecimiento de la población, sus implicaciones fiscales y las respuestas de política económica*, n.º 1844, *Panorama de las pensiones 2025* y *Panorama de la salud 2025;* SIPRI, *Tendencias del gasto militar mundial, 2025.*

Alrededor de 50 billones de euros. Esa es la cifra central. O, más exactamente, el orden de magnitud que se estima necesario para abordar cuatro transformaciones que se solapan: la transición climática, la digitalización y la IA, el envejecimiento y la seguridad estratégica.

Esta cifra de 50 billones de euros no debe interpretarse como una única factura para el sector público. Incluye inversión privada, gasto público, colaboración público-privada, deuda, capital y reasignación de recursos existentes. La brecha efectiva que debe movilizarse es menor, pero sigue siendo enorme: alrededor de 30 billones de euros en cinco años. El verdadero reto es cómo movilizar ese capital y dónde asignarlo.

Todos podemos identificar cuatro o cinco grandes desafíos que afrontará la humanidad en las próximas décadas. La pregunta es: ¿cuántos podemos decir cómo vamos a financiarlos?

La transición energética requiere redes, energías renovables, almacenamiento, electrificación y adaptación. La IA requiere centros de datos, chips, energía, conectividad, datos y talento. El envejecimiento eleva el gasto sanitario, los cuidados de larga duración y la presión sobre las pensiones y los presupuestos. Y una geopolítica más fragmentada añade la necesidad de aumentar el gasto para reforzar la defensa, la ciberseguridad, los mercados de minerales críticos y las redundancias en las cadenas de suministro.

Necesidades mundiales estimadas de financiación y brecha de financiación por área, 2026–2030

Área	Necesidades brutas de financiación (2026–2030)	Brecha de financiación/ movilización adicional
Transición energética	35 billones de €	22-26 billones de €
Digitalización e IA	10 billones de €	2,5-4 billones de €
Envejecimiento de la población	3,2 billones de €	1,3-3,0 billones de €
Geofragmentación y defensa	4,7 billones de €	2,5-4 billones de €
Ajuste por solapamientos	-1,7 billones de €	-1/-2 billones de €
Total neto	**50 billones de €**	**30 billones de €**

Nota metodológica: las cifras de este artículo son una estimación elaborada a partir de los principales estudios publicados por organismos multilaterales, autoridades públicas, bancos multilaterales y consultoras de referencia, entre ellos la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), las Naciones Unidas (ONU), el Fondo Monetario Internacional (FMI), el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA), la Agencia Internacional de la Energía (AIE), el Banco Central Europeo (BCE), la Comisión Europea, el Banco Mundial, el Instituto Internacional de Estocolmo para la Investigación de la Paz (SIPRI), Climate Policy Initiative (CPI) y McKinsey. Para homogeneizar las cifras, los importes publicados originalmente en dólares se han convertido a euros utilizando un tipo de cambio redondeado de 1 USD = 0,86 EUR, coherente con los tipos de cambio de finales de agosto de 2026. Dado que se trata de estimaciones de orden de magnitud, la conversión no pretende ofrecer precisión cambiaria.

1. Transición energética: la mayor factura y la mayor oportunidad

La transición energética representa la mayor necesidad de financiación. El nuevo informe *Global Landscape of Climate Finance 2026* de Climate Policy Initiative (CPI) confirma que los flujos siguen creciendo, pero con demasiada lentitud: la financiación climática mundial superó alrededor de 1,7 billones de euros, y la estimación preliminar para 2025 se sitúa en torno a 1,8 billones de euros. Frente a ello, CPI estima que solo la mitigación requiere una media de 6,7 billones de euros al año entre 2025 y 2030. Para 2026–30, esto implica alrededor de 33,5 billones de euros únicamente para mitigación.

También hay que añadir la adaptación. El Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA)[2] estima que los países en desarrollo necesitarán entre 267.000 y 314.000 millones de euros al año de aquí a 2035, mientras que CPI identifica solo 55.000 millones de euros en flujos de adaptación en 2024. Combinando mitigación y adaptación, nuestra estimación del importe de financiación climática necesario para 2026–30 se eleva a alrededor de 35 billones de euros en necesidades de inversión, con una brecha de entre 22 y 26 billones de euros. En cuanto al panorama más amplio de la financiación de la transición, la Agencia Internacional de la Energía (AIE) señala que la inversión energética mundial alcanzará alrededor de 2,9 billones de euros en 2026, de los que cerca de 1,9 billones se destinarán a energía limpia e infraestructuras relacionadas. En última instancia, financiar el clima no consiste en financiar una agenda separada, sino la infraestructura básica de la economía del siglo XXI.

La IA no es solo *software:* requiere energía, chips y centros de datos

2. Digitalización e IA: la nueva infraestructura crítica

La inteligencia artificial suele presentarse como *software*, pero en realidad se sustenta en una infraestructura física muy intensiva en capital: centros de datos, chips, redes eléctricas, fibra, refrigeración y almacenamiento. McKinsey estima que los centros de datos requerirán alrededor de 5,8 billones de euros de inversión mundial de aquí a 2030, de los que aproximadamente 4,5 billones corresponderán a cargas de trabajo de IA. Sumando modelos, aplicaciones, conectividad, datos y capacidades digitales, nuestra estimación central de las necesidades de financiación de la digitalización y la IA se sitúa en torno a 10 billones de euros en 2026–30, con una brecha de alrededor de 2,5–4 billones de euros.

La AIE añade que el consumo eléctrico de los centros de datos podría multiplicarse por más de dos, hasta situarse en torno a 945 TWh en 2030. El riesgo es que la brecha entre países se amplíe si la inversión se concentra únicamente en unos pocos polos tecnológicos. La respuesta no debería ser duplicarlo todo, sino invertir estratégicamente, garantizar la interoperabilidad y combinar las capacidades nacionales con alianzas.

La clave está en invertir antes en atención sanitaria preventiva, una asistencia más eficiente, tecnologías de apoyo y empleos para las personas mayores. Retrasar las reformas no hace más que trasladar la factura al futuro

3. Envejecimiento: una presión silenciosa sobre los presupuestos

El envejecimiento no suele presentarse como una gran inversión puntual, sino que representa una presión fiscal persistente. La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) señala que el envejecimiento de la población da lugar a un aumento del gasto en pensiones, sanidad y cuidados de larga duración, y afecta al crecimiento potencial y a los ingresos públicos. Nuestra estimación no suma todo el gasto existente; se basa únicamente en la presión incremental asociada al cambio demográfico: alrededor de 3,2 billones de euros acumulados durante 2026–30, con una brecha adicional de entre 1,3 y 3,0 billones de euros.

La clave es invertir antes en sanidad preventiva, cuidados más eficientes, tecnología asistencial y empleos para las personas mayores. Retrasar las reformas no hace más que trasladar la factura al futuro.

[2] PNUMA, *Informe sobre la Brecha de Adaptación 2025: Sin reservas.*

4. Geofragmentación, defensa y autonomía estratégica

La globalización no ha desaparecido, pero se está volviendo más defensiva. El Instituto Internacional de Estocolmo para la Investigación de la Paz (SIPRI) estima que el gasto militar mundial alcanzó alrededor de 2,5 billones de euros en 2025, un máximo histórico equivalente al 2,5% del PIB mundial. Si el nuevo entorno geopolítico eleva el esfuerzo hacia el 3,0%–3,5% del PIB, serían necesarios aproximadamente entre 0,5 y 1,0 billones de euros de gasto adicional al año. Nuestra estimación de las necesidades mundiales de inversión militar no añade el gasto militar de referencia de cada año; solo contabiliza el esfuerzo incremental en rearme, modernización y resiliencia estratégica, que, junto con la autonomía estratégica, sitúa las necesidades de financiación de esta área en alrededor de 4,7 billones de euros para 2026–30.

A ello se suman las necesidades de inversión no militar en semiconductores, minerales críticos, baterías, ciberseguridad, infraestructuras críticas, reservas estratégicas y redundancias en las cadenas de suministro.

La AIE advierte de que la concentración en los mercados de minerales críticos y en sus cadenas de refinado genera vulnerabilidades significativas. Sin embargo, diversificar el suministro tiene un coste: los proyectos de minería y refinado fuera de los productores dominantes presentan, de media, costes de capital alrededor de un 50% superiores. La prioridad debería ser una resiliencia selectiva: invertir en los cuellos de botella que protegen la capacidad productiva y de defensa, sin una duplicación indiscriminada.

Europa está sobrediagnosticada, pero ejecuta por debajo de lo necesario. Hay un consenso creciente sobre cómo recuperar la competitividad y avanzar hacia una mayor autonomía estratégica. Pero es necesario acelerar el ritmo

La situación se agrava por el hecho de que la fragmentación tiene un coste macroeconómico potencialmente enorme. El Fondo Monetario Internacional (FMI) ha calculado pérdidas permanentes del 2,3% del PIB mundial en un escenario de bloques comerciales, mientras que el Foro Económico Mundial (WEF) estima pérdidas de producción de hasta 4,9 billones de euros en un año en un escenario de fragmentación financiera grave.

5. Europa en el punto de mira: necesidades de financiación y brecha de financiación

Europa está sobrediagnosticada, pero ejecuta por debajo de lo necesario. Hay un consenso creciente sobre cómo recuperar la competitividad y avanzar hacia una mayor autonomía estratégica. Pero es necesario acelerar el ritmo.

El continente cuenta con importantes ventajas, entre ellas el ahorro, las instituciones y la experiencia en coordinación financiera. Sin embargo, también debe superar un doble problema central: cómo movilizar recursos y convertir rápidamente y a través de las fronteras el ahorro en inversión. El informe *Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2025* de la OCDE subraya que los principales cuellos de botella se encuentran en la canalización, la coordinación y la ejecución de la financiación.

La brecha europea es especialmente visible en innovación y capital riesgo.

El Banco Central Europeo (BCE) estima que se necesitan alrededor de 1,2 billones de euros[3] al año de inversión adicional en Europa entre 2025 y 2031 para financiar conjuntamente las transiciones verde, digital y de defensa, una cifra obtenida actualizando las necesidades de la Comisión Europea en materia de clima y digitalización y añadiendo el mayor esfuerzo en defensa tras la cumbre de la Organización del Tratado del Atlántico Norte (OTAN) de junio de 2025. El propio BCE presenta esta cifra como una revisión al alza respecto a los 800.000 millones de euros estimados por Mario Draghi un año antes.

Además, el envejecimiento ejercerá una fuerte presión sobre el gasto público: el informe sobre el envejecimiento de 2024 de la Comisión Europea[4] proyecta que el coste total del envejecimiento en la UE aumentará del 24,4% del PIB en 2022 al 25,6% en 2070. Esta cifra puede desglosarse en: pensiones +0,4 puntos porcentuales (pp), sanidad +0,4 pp, cuidados de larga duración +0,8 pp y educación −0,5 pp.

Los bancos deben desempeñar un papel clave. No solo mediante la concesión de préstamos, sino también estructurando proyectos, distribuyendo riesgos, movilizando depósitos, apoyando a las empresas y combinando financiación privada con garantías públicas y apoyo de bancos multilaterales

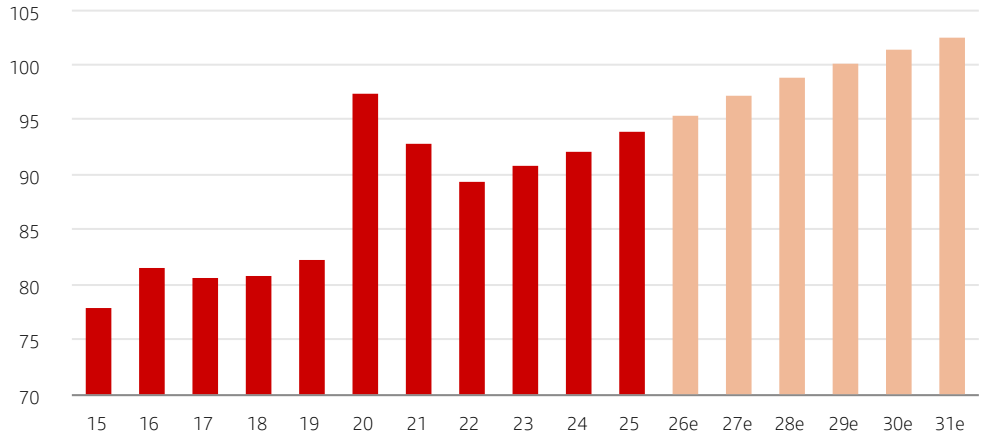
6. Restricciones fiscales y colaboración público-privada

La magnitud de las necesidades supera la capacidad de los presupuestos públicos para responder por sí solos. En un contexto de deuda elevada, mayores costes de financiación y una presión simultánea más intensa procedente de las pensiones, la sanidad, la defensa y la transición energética, el sector público tendrá que priorizar, secuenciar y utilizar su balance de forma selectiva. La financiación de estas transiciones requerirá colaboración público-privada, con el capital privado actuando como multiplicador del capital público mediante garantías, financiación combinada y mecanismos de reparto de riesgos para movilizar el ahorro privado hacia proyectos de interés general.

Los bancos deben desempeñar un papel clave. No solo mediante la concesión de préstamos, sino también estructurando proyectos, distribuyendo riesgos, movilizando depósitos, apoyando a las empresas y combinando financiación privada con garantías públicas y apoyo de bancos multilaterales. En un entorno de transiciones simultáneas, esta función de intermediación es tan importante como el volumen de crédito. Por supuesto, también es esencial el crecimiento de los mercados mundiales de capitales, al igual que el desarrollo saludable de los agentes financieros no bancarios.

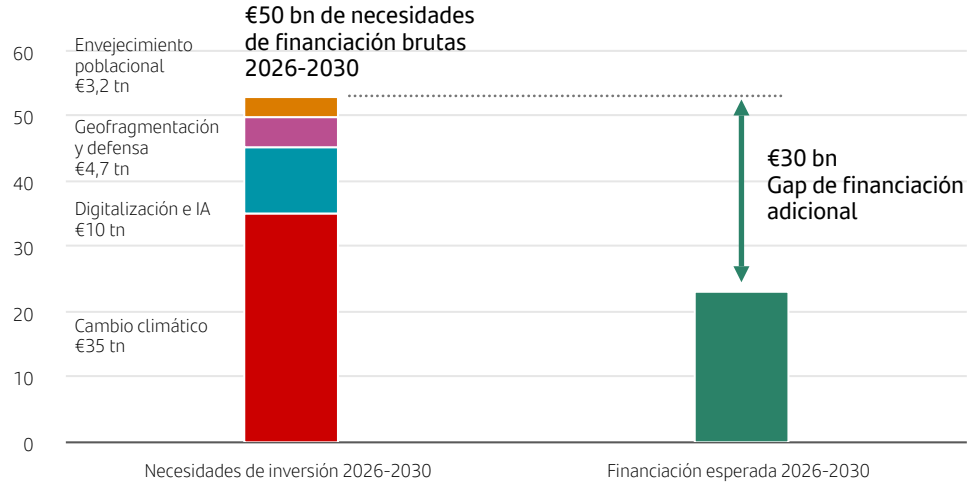
[3] BCE (2025), *Es hora de ser estratégicos: cómo el dinero público podría impulsar las transiciones verde, digital y de defensa de Europa.*
[4] Comisión Europea, *Informe sobre el Envejecimiento 2024: proyecciones económicas y presupuestarias para los Estados miembros de la UE.*

Deuda pública mundial
(% del PIB)



Fuente: FMI.

Las necesidades de financiación global están aumentando
(Necesidad de financiación estimada, 2026-2030)



Fuente: Banco Santander. Ver tabla anterior para nota metodológica.

Conclusiones

La próxima década no estará definida por una única transición, sino por la concurrencia de varias. La transición energética, la IA, el envejecimiento de la población y la seguridad estratégica competirán por los recursos, pero también pueden reforzarse mutuamente si se gestionan bien. La cifra central de alrededor de 50 billones de euros de necesidades brutas y unos 30 billones de euros de brecha de financiación efectiva en cinco años, con un rango de 28–33 billones de euros, no es una predicción exacta, sino una indicación de la magnitud y un llamamiento a pasar del diagnóstico a la ejecución.

El mundo cuenta con el ahorro, la tecnología y la capacidad institucional necesarios para financiar estas transformaciones. Lo que falta es alinear los incentivos, reducir los riesgos y establecer prioridades. El verdadero reto no será solo cuánto invertir, sino la capacidad de invertir a tiempo, invertir mejor y evitar que la falta de financiación convierta transiciones inevitables en retos aplazados.

Repensar el marco macroeconómico en un mundo condicionado por la oferta

Todos los *shocks* globales que ha experimentado el mundo en los últimos seis años tienen un rasgo común, que es también el denominador compartido por las cuatro megatendencias que configurarán la economía mundial en el futuro: todos ellos son fenómenos relacionados con el lado de la oferta agregada de la economía. Para un mundo que, en décadas anteriores, se movía esencialmente al ritmo de la demanda, esto tiene importantes implicaciones. La forma en que se han afrontado estos *shocks* hasta ahora plantea dudas sobre la sostenibilidad de algunas políticas económicas a medio plazo. ¿Qué otras medidas o estrategias deberían considerarse? Las exponemos aquí.

Juan Cerruti
María Victoria Núñez Cortés

Las crisis recientes han hecho que la economía mundial pase de un entorno impulsado por la demanda a otro marcado por *shocks* de oferta, como pandemias, conflictos geopolíticos, tensiones comerciales y cambios tecnológicos

¿Qué tienen en común la pandemia de COVID-19, la guerra en Ucrania, las tensiones comerciales por los aranceles y el conflicto en Oriente Medio? Lo mismo que varias megatendencias globales, como la geofragmentación, el cambio demográfico, el cambio climático y las nuevas tecnologías lideradas por la inteligencia artificial (IA). Todos ellos son *shocks* o tendencias que surgen inicialmente en el lado de la oferta agregada de la economía.

Para un mundo que históricamente se ha visto afectado principalmente por la demanda agregada, esto tiene profundas implicaciones en la forma de analizar y comprender los fenómenos globales. El debate no es solo teórico; también podría tener consecuencias para la economía mundial y para las políticas económicas e industriales en los próximos años.

Para los economistas o analistas económicos que se formaron con manuales cuyos modelos se desarrollaron en gran medida bajo la premisa opuesta —que la demanda agregada es la principal fuente de perturbaciones económicas, inspirada esencialmente en la escuela keynesiana—, esto implica un cambio radical en la forma en que pensaremos y entenderemos el mundo que viene. En los últimos años, la economía mundial parece haber pasado de un régimen impulsado por la demanda a otro impulsado por la oferta.

Un entorno 'incómodo'

En sentido estricto, un entorno dominado por *shocks* de oferta resulta algo 'incómodo' para todos. Para los economistas porque, como se ha señalado, exige ir más allá de los modelos tradicionales y comprender mejor ciertos patrones que suelen asociarse a otras disciplinas, como la ingeniería, más estrechamente vinculadas a las cadenas globales de valor, los procesos productivos y el cambio tecnológico. Y para los responsables de la política económica, porque un entorno así suele estar asociado a fenómenos como la estanflación (desaceleración económica junto con una aceleración de la inflación), una situación especialmente difícil tanto para los gobiernos como para los bancos centrales. En la mayoría de los casos, la 'solución definitiva' queda fuera de lo que puede hacerse a corto plazo —incluso más allá del horizonte temporal de los ciclos políticos— con los instrumentos habituales de política económica, aparte de tratar de mitigar los efectos temporales y 'ganar tiempo' mientras la fuente de la perturbación, como un conflicto militar o comercial, se disipa lentamente.

Los *shocks* de oferta negativos generan estanflación, que combina un menor crecimiento con una mayor inflación, y además reducen la eficacia de las políticas fiscales y monetarias tradicionales

La historia de la economía mundial contemporánea, fuertemente influida por el keynesianismo desde mediados del siglo pasado, ha documentado e identificado las perturbaciones de demanda como factores tradicionales o típicos de la inflación, por ejemplo, mediante herramientas empíricas como la curva de Phillips, que relaciona el nivel de inflación con el desempleo.

Eso que llamamos 'estanflación'

Fue hace algo más de medio siglo, a mediados de la década de 1970, cuando la 'crisis del petróleo' situó en primer plano el debate sobre las perturbaciones de oferta agregada y el término 'estanflación'. Si el *shock* inicial afecta a la oferta agregada, la situación se complica bastante más. Un *shock* negativo de oferta produce un efecto estanflacionista: subidas de precios junto con desaceleración económica o recesión. Este es el peor escenario posible o, como mínimo, aquel al que ningún gobierno quiere enfrentarse. Ninguna política fiscal o monetaria por sí sola puede resolver simultáneamente ambos problemas —aceleración de la inflación y desaceleración de la actividad económica—: combatir uno supone agravar el otro. La solución a un *shock* negativo de oferta exige cierta recuperación de la propia oferta. Por ejemplo, lo hemos visto con la relajación de los cuellos de botella y de las cadenas comerciales globales tras la pandemia y la invasión de Ucrania, que allanó el camino para el posterior descenso de la inflación mundial.

Las respuestas de política económica han amortiguado el impacto sobre la actividad, pero han dejado a la economía mundial con más deuda pública y balances de los bancos centrales más abultados, lo que reduce el margen para afrontar futuros *shocks*

Como se ha señalado, los principales *shocks* negativos de oferta de los últimos años han sido la pandemia de COVID-19 (2020), la guerra en Ucrania (2022), la guerra comercial arancelaria (2025) y, más recientemente, las tensiones en el estrecho de Ormuz (2026). Sin embargo, hay otras tendencias a medio y largo plazo que provocarán *shocks* positivos de oferta, probablemente más graduales, como la difusión de nuevas tecnologías lideradas por la IA. A medio y largo plazo, prevemos que estas tendencias generen un crecimiento más rápido junto con una desaceleración de la inflación.

Los cambios demográficos —el envejecimiento de la población, la migración, etc.— también son esencialmente movimientos del lado de la oferta, al igual que podrían serlo las perturbaciones derivadas del cambio climático. Conviene aclarar aquí que, cuando hablamos de *shocks* de oferta, no estamos ignorando que la demanda también se mueve durante este proceso; más bien, el impacto inicial, el detonante, procede del lado de la oferta agregada de la economía.

El respaldo de los datos empíricos

¿Respaldan los datos empíricos la idea de que la pandemia, la guerra en Ucrania y las recientes tensiones comerciales han sido *shocks* de oferta? La respuesta es sí, aunque con algunos matices. En promedio, un año después de cada uno de estos acontecimientos, el producto interior bruto (PIB) mundial se desaceleró 1,7 puntos porcentuales (pp), mientras que la inflación se aceleró 0,8 pp. Todos estos acontecimientos se comportaron como cabía esperar: la actividad se desaceleró y la inflación cobró impulso. La única excepción es la pandemia de COVID-19, cuando los precios seguían cayendo un año después, aunque dos años más tarde ya se habían acelerado, impulsados por los cuellos de botella generados, y la incipiente recuperación era evidente y la inflación ya había aumentado 2,4 pp, hasta el 5,6%[1].

En un entorno macroeconómico dominado por los *shocks* de oferta, los repuntes de inflación tienden a ser más frecuentes. Al mismo tiempo, la política monetaria pierde eficacia para contenerlos

Como se ha señalado, los últimos grandes *shocks* globales han sido *shocks* de oferta. De hecho, incluso los desequilibrios por el lado de la demanda parecen hoy algo anticuados. Con la mejora de la calibración y la gestión de la política monetaria y fiscal en las últimas décadas, gracias a bancos centrales independientes y modelos de seguimiento sofisticados, por no mencionar unos controles presupuestarios más estrictos, la posibilidad de que los desequilibrios persistentes de demanda —la diferencia entre la producción efectiva y la potencial, o brecha de producción— se amplíen sistemáticamente con el tiempo parece menor que en décadas anteriores. En este contexto, las fuentes iniciales de los desequilibrios se han desplazado hacia la oferta, donde, como veremos, las políticas fiscales y monetarias tradicionales operan de forma más incierta.

Entonces, ¿cómo ha afrontado el mundo hasta ahora los *shocks* negativos de oferta? En general, mediante políticas fiscales expansivas por el lado de la demanda, que trataban de minimizar el impacto contractivo a corto plazo sobre la actividad. Prueba de ello es que, en comparación con 2020 —antes de la pandemia, las guerras, las tensiones comerciales, etc.—, el nivel de deuda pública mundial era del 82% y, en las economías de la OCDE, del 97%. Ahora es del 96% y del 105%, respectivamente[2].

En lo que respecta a la política monetaria, la situación ha fluctuado. Al inicio de la pandemia se produjeron ciclos expansivos muy acusados, destinados a proporcionar abundante liquidez a los mercados, seguidos de periodos de endurecimiento monetario cuando la recuperación tras la pandemia y los cuellos de botella coincidieron con la invasión rusa de Ucrania, que impulsó al alza los precios de la energía y los alimentos.

[1] Fondo Monetario Internacional (FMI). Base de datos de Perspectivas de la Economía Mundial *(World Economic Outlook)*, varias ediciones.
[2] Fondo Monetario Internacional (FMI). Monitor Fiscal *(Fiscal Monitor)*, varias ediciones.

Lo cierto es que, en un entorno macroeconómico dominado por *shocks* del lado de la oferta, los repuntes de la inflación tienden a producirse con mayor frecuencia. Al mismo tiempo, la política monetaria pierde eficacia para contenerlos, mientras que sus mecanismos de transmisión se vuelven más complejos e indirectos.

Falta de coordinación

La forma en que el mundo ha afrontado los *shocks* de oferta ha sido bastante contradictoria: la política fiscal y la monetaria a menudo han ido en direcciones opuestas

El resultado ha sido que, desde una perspectiva global, la política fiscal y la monetaria se han movido a menudo en direcciones opuestas o con una coordinación solo modesta, el equivalente a que la mano derecha haga lo contrario que la izquierda. El resultado final de esta combinación de políticas monetaria y fiscal ha sido un mundo más endeudado, con balances de los bancos centrales mucho más abultados y unas políticas monetarias que han tenido que oscilar entre ciclos de bajadas y subidas de tipos. Algunos efectos de esta combinación de políticas parecen destinados a perdurar, como el reciente aumento de los tipos de interés a largo plazo, explicado en parte por las mayores dudas sobre la sostenibilidad fiscal a largo plazo de muchas economías.

¿Cuáles son las implicaciones de un mundo que, en el futuro, se vea afectado con mayor frecuencia por perturbaciones positivas del lado de la oferta, como la IA, o por otras perturbaciones negativas, como los conflictos geopolíticos, las pandemias o los riesgos de transición y físicos relacionados con el cambio climático? Cualquier respuesta sería incompleta y parcial. Pero estas son algunas conclusiones preliminares clave. Una primera conclusión es que la solución 'tradicional' de aplicar políticas monetarias o fiscales expansivas o contractivas, o ambas, no resuelve por sí sola la situación. Es necesario trabajar en políticas que influyan tanto en la oferta agregada como en la demanda agregada. La oferta agregada implica centrarse en la productividad, mejorar la tecnología, aumentar la formación y la recualificación de la población activa, aplicar políticas de estímulo focalizadas por sectores, implementar políticas industriales estratégicas y promover una transición energética coordinada, entre otras medidas. En suma: ampliar la frontera productiva de la economía.

El crecimiento futuro dependerá de ampliar la oferta agregada mediante ganancias de productividad, innovación, inversión, desarrollo de capacidades y políticas industriales selectivas

Un artículo de 2017 de los economistas Dirk Jan van de Ven y Roger Fouquet[3] describe el impacto de los *shocks* de oferta derivados de los precios de la energía en el Reino Unido. Sus conclusiones sugieren que el impacto de las perturbaciones de oferta aumentó con la creciente dependencia del carbón y disminuyó con la transición parcial al petróleo. Sin embargo, el paso de exportar carbón a importar petróleo incrementó el impacto negativo de las perturbaciones de demanda. En términos generales, los resultados indican que la economía no se volvió significativamente más resiliente frente a las perturbaciones de oferta a medida que estas evolucionaban. Es probable que la transición hacia formas de energía menos dependientes y volátiles —y más limpias— contribuya a mitigar estos efectos, aunque una mayor interdependencia internacional podría frenar este efecto. Otros economistas, como Carolina Pagliacci (2018), sostienen que los *shocks* de oferta pueden ser más frecuentes de lo que pensamos, pero que no los detectamos[4, 5].

[3] Van de Ven, D. J. y Fouquet, R. (2017), *Shocks históricos de los precios de la energía y sus efectos cambiantes sobre la economía,* Energy Economics, 62, 204-216.
[4] Pagliacci, C. (2019), *¿Estamos ignorando los shocks de oferta? Una propuesta para el seguimiento de las fluctuaciones cíclicas,* Empirical Economics, 56, 445-467.
[5] Van de Ven, D. J. y Fouquet, R. (2017), *Shocks históricos de los precios de la energía y sus efectos cambiantes sobre la economía,* Energy Economics, 62, 204-216.

Un estudio de los economistas del Banco Central Europeo (BCE) Massimo Ferrari Minesso, Marie-Sophie Lappe y Denise Rößler presenta una visión ligeramente distinta del papel de la energía. Señala que la correlación entre los acontecimientos geopolíticos y el precio del petróleo no es tan clara como se creía anteriormente. Un aumento de la tensión geopolítica no siempre se traduce en un incremento sistemático de los precios de la energía. De hecho, sostienen que, transcurrido un tiempo, los precios del petróleo tienden a mantenerse por debajo de sus niveles anteriores[6].

La economía mundial ha demostrado una notable resiliencia, pero el menor crecimiento y el menor margen de maniobra de las políticas económicas ponen de manifiesto la necesidad de reformas estructurales a largo plazo

Pero no todo son malas noticias en este mundo de 'tensiones de oferta'. La aparición de la IA podría tener un efecto positivo significativo sobre la productividad mundial en los próximos años. Pero es difícil saber con certeza en qué medida. Las estimaciones del impacto potencial sobre la productividad —un canal clave a través del cual la IA repercutirá en la economía— oscilan desde un aumento mínimo del 0,7% en 10 años (Acemoglu[7]) hasta uno mayor, del 6,8% (Aghion y Bruel[8]), o un 10-15% considerablemente más optimista, aunque todavía plausible, según otras instituciones públicas y privadas.

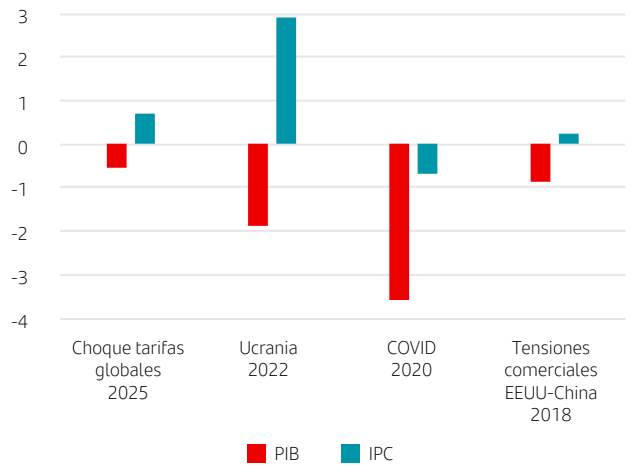
Dos lecciones principales

En los últimos años hemos extraído algunas lecciones fundamentales sobre la economía mundial, junto con una conclusión general sobre cómo proceder en adelante. Las dos lecciones son: 1) la economía mundial es más resiliente de lo que creíamos inicialmente, como confirman todas las recuperaciones posteriores a la pandemia; 2) aun así, el crecimiento mundial se ha visto afectado: el crecimiento anual es medio punto porcentual inferior al de las dos primeras décadas de este siglo. Estas dos lecciones principales nos llevan a concluir que, aunque la economía mundial ha mostrado resiliencia, ha salido de estos *shocks* con menos colchones que en el pasado: con menor margen de maniobra para la política fiscal, elevados niveles de deuda y balances abultados de los bancos centrales.

Esto plantea dudas sobre la capacidad para afrontar nuevos *shocks* inesperados. En un momento dado, pueden ser necesarias políticas paliativas a corto plazo por el lado de la demanda agregada, tanto fiscales como monetarias. Pero, para no recurrir a ellas en exceso, es necesario trabajar en paralelo en políticas a largo plazo que refuercen la oferta agregada en múltiples ámbitos, entre ellos la coordinación internacional, la formación laboral, las mejoras de productividad, la innovación tecnológica y la inversión. El reto de cara al futuro será diseñar políticas económicas que permitan conciliar mejor el crecimiento económico con la sostenibilidad a medio plazo.

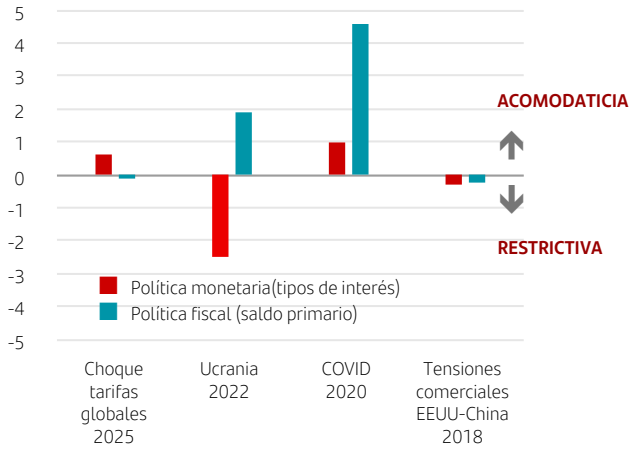
[6] Ferrari Minesso, M., Lappe, M.-S. y Rößler, D. (2023), *Riesgo geopolítico y precios del petróleo,* Boletín Económico del BCE, número 8/2023, recuadro 2, Banco Central Europeo.
[7] Acemoglu, D. (2024), *La macroeconomía simple de la IA*, Documento de Trabajo del NBER n.º 32487, National Bureau of Economic Research.
[8] Aghion, P. y Bunel, S. (2024), *IA y crecimiento: ¿en qué punto estamos?*, Banco de la Reserva Federal de San Francisco.

Impacto sobre el PIB y el IPC después de 1 año
(*shocks* económicos y geopolíticos 2000-2025, pp)



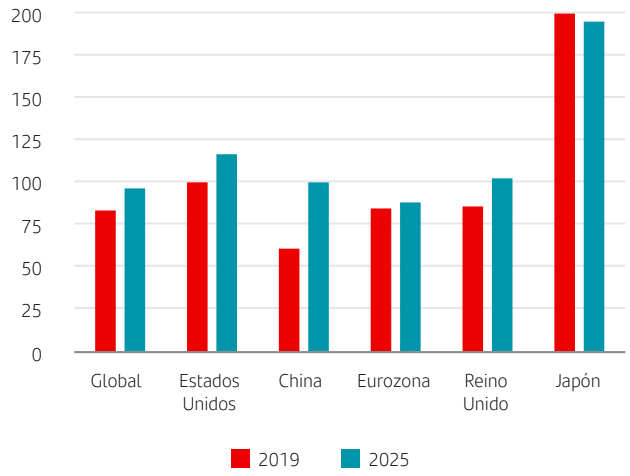
Fuentes: Refinitiv y Santander Research.

Impacto sobre la política monetaria y fiscal después de 1 año
(*shocks* económicos y geopolíticos 2000-2025, pp)



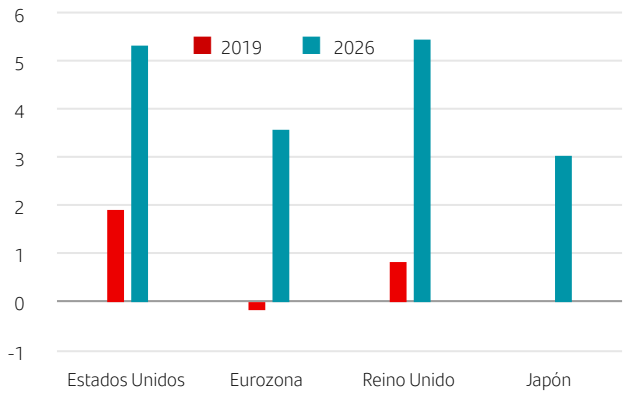
Fuentes: Refinitiv y Santander Research.

Deuda pública por país
(% PIB)



Fuente: BIS.

Rentabilidades de la deuda pública a 10 años
(%)



Fuente: Refinitiv.

La macroeconomía de la inteligencia artificial

La inteligencia artificial (IA) avanza de forma constante y rápida hacia su consolidación como la próxima 'tecnología de propósito general' (TPG), acaparando toda la atención. Desempeña un papel dominante no solo en las narrativas, sino también en la dinámica de los mercados financieros, y ya está teniendo un impacto económico visible sobre la inversión en Estados Unidos. Su impacto todavía no es tan evidente en el empleo y la productividad agregada, y existe una enorme incertidumbre sobre la magnitud y el calendario de su posible impacto macroeconómico a medio plazo, así como sobre las diferencias entre países.

David Martín Heredero

Cuando una tecnología se convierte en una TPG, como ocurrió con los motores, la electricidad, los ordenadores e internet, acaba alcanzando un uso generalizado y versátil, con efectos de arrastre que potencian otras tecnologías, afectan al empleo y a los sectores y, en última instancia, impulsan la productividad y el crecimiento económico.

Este artículo analiza las primeras señales de esta transición y lo que cabe esperar de cara al futuro desde una perspectiva macroeconómica, examinando: el avance de las capacidades de la tecnología de IA; la evidencia sobre los resultados macroeconómicos actuales; las expectativas sobre los resultados macroeconómicos futuros; y los factores que explican los distintos niveles de desempeño entre países.

El avance de las capacidades de la IA

La brecha entre las capacidades de la IA y su aplicación en el mundo real sigue siendo significativa: los avances en los *benchmarks* son extraordinarios, pero la fiabilidad, la consistencia y la seguridad todavía limitan su impacto económico

Existe cierta disonancia en torno al avance de la IA. Por un lado, progresa a un ritmo extraordinario. Por otro, su aplicabilidad e impacto en ámbitos cotidianos parecen desarrollarse más lentamente. ¿Cómo pueden darse ambas cosas a la vez?

Medir lo que la IA puede hacer es difícil. La evolución de sus capacidades se analiza mediante pruebas de *benchmarking*. Las más recientes evalúan la IA según su capacidad para completar tareas reales. Un ejemplo es el marco de METR[1] para medir la capacidad de los agentes de IA de realizar tareas de larga duración de ingeniería de *software* y aprendizaje automático. Los resultados muestran que los horizontes de finalización de tareas de la IA han aumentado exponencialmente en los últimos años, duplicándose aproximadamente cada siete meses.

Sin embargo, el rendimiento en este tipo de pruebas no se traduce necesariamente en un despliegue eficaz en entornos reales. Muchas aplicaciones prácticas requieren no

[1] METR (2025), *Medición de la capacidad de la IA para completar tareas de larga duración.*

solo una gran capacidad, sino también fiabilidad, consistencia y seguridad. Kapoor y Narayanan[2] sostienen que esta brecha entre capacidad y fiabilidad (consistencia del rendimiento, robustez ante cambios en las condiciones, etc.) ayuda a explicar por qué los efectos económicos de la IA han sido graduales hasta ahora.

Resultados macroeconómicos actuales

La adopción de la IA se está acelerando, especialmente entre las grandes empresas y los sectores intensivos en conocimiento, pero su difusión sigue siendo desigual entre empresas, sectores y países

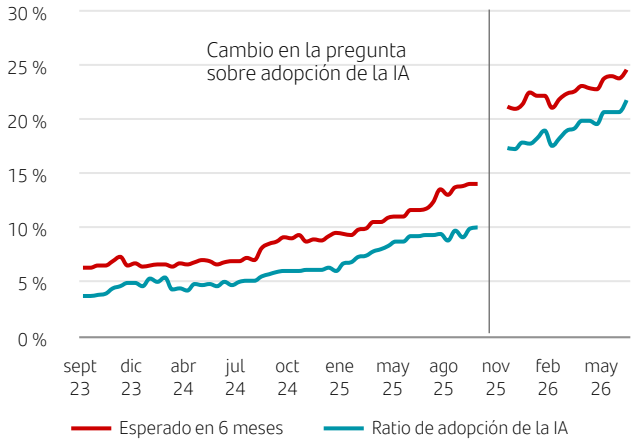
Identificar los resultados macroeconómicos actuales de la IA exige analizar su adopción, la inversión en IA y su financiación, la evolución de los mercados laborales y la productividad agregada.

Adopción de la IA

La adopción de la IA sigue acelerándose, especialmente entre las grandes empresas y en los sectores intensivos en conocimiento, aunque su uso dista todavía de ser universal.

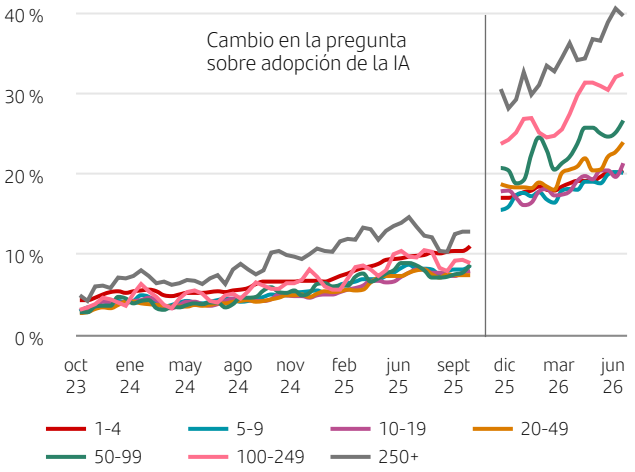
Así lo confirman los datos de Estados Unidos, donde la Oficina del Censo[3] señala que alrededor del 22% de las empresas utiliza IA; de ellas, el 40% son grandes compañías que operan en sectores intensivos en información, sobre todo en ventas y marketing, tecnologías de la información, estrategia, finanzas y contabilidad.

Tasa de adopción de la IA entre las empresas



Fuentes: Oficina del Censo y BTOS.

Tasa de adopción de la IA por número de empleados



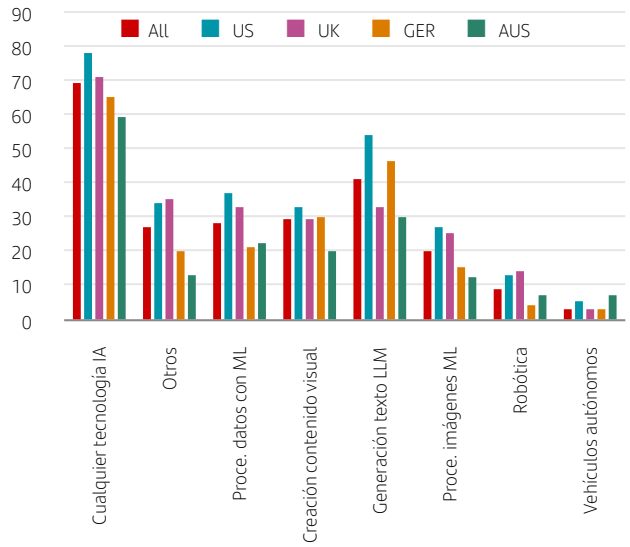
Fuentes: Oficina del Censo y BTOS.

La evidencia internacional, sin embargo, apunta a diferencias significativas en la adopción de la IA entre países. Las encuestas a directivos empresariales de todo el mundo[4] (datos no comparables con los anteriores) indican tasas de adopción de alrededor del 78% en Estados Unidos, del 71% en Reino Unido, el 65% en Alemania y el 59% en Australia. La investigación de Brookings[5] también constata un mayor uso de la IA entre los trabajadores estadounidenses que entre sus homólogos europeos. Estas

[2] Kapoor, S., & Narayanan, A. (2025), *Hacia una ciencia de la fiabilidad de los agentes de IA.*
[3] U.S. Census Bureau (2025), *Encuesta de Tendencias y Perspectivas Empresariales (BTOS)*, Departamento de Comercio de Estados Unidos.
[4] Yatzov, A., et al. (2025), *Las empresas prevén que se aproxima un auge de la productividad impulsado por la IA*, Centre for Economic Policy Research (CEPR).
[5] Bick, A., Blandin, A., Deming, D.J., & Summers, L.H. (2025), *La IA generativa en el trabajo*, Brookings Institution.

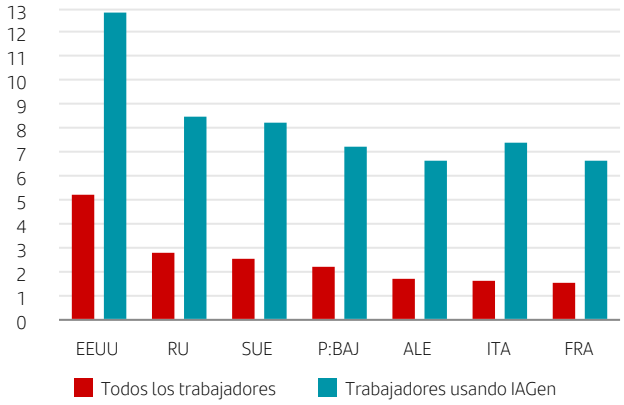
diferencias se explican en parte por las características de los trabajadores y la composición sectorial, pero también por la calidad de la gestión y las capacidades organizativas de las empresas.

¿Cuál de las siguientes tecnologías de IA utiliza actualmente su empresa?
(% de empresas)



Fuente: Yatzov et al.

Proporción de horas de trabajo en las que se utiliza IA generativa en 2026



Fuente: Brookings.

Inversión y financiación

La inversión en IA se ha convertido en un importante motor de la actividad económica actual, especialmente en Estados Unidos. El progreso de la IA depende no solo de los avances en los algoritmos, sino también de una inversión masiva en infraestructuras físicas, incluidos centros de datos, semiconductores, equipos de red, sistemas de refrigeración y generación y transmisión de electricidad.

Esperamos que las mayores empresas tecnológicas inviertan más de un billón de dólares estadounidenses en gasto de capital relacionado con la IA durante 2025-26. Esta inversión contribuye directamente al crecimiento del producto interior bruto (PIB), aunque parte de sus efectos se filtra al exterior a través de las importaciones de bienes de equipo. La inversión relacionada con la IA puede haber añadido, en promedio, entre 0,5 y 1,0 puntos porcentuales al crecimiento trimestral anualizado del PIB de Estados Unidos desde 2025.

Los mercados financieros también se han visto muy influidos por el optimismo en torno a la IA. Las expectativas relacionadas con la IA han respaldado las valoraciones bursátiles, aumentado la concentración del mercado y generado 'efectos riqueza' positivos. La financiación está desplazándose gradualmente desde los flujos de caja internos de las empresas hacia una combinación más amplia de deuda pública, crédito privado, contratos de arrendamiento y estructuras de financiación de proyectos.

Aunque esto amplía la capacidad de financiación, también redistribuye los riesgos financieros desde los mercados de renta variable hacia los mercados de crédito y los intermediarios financieros.

Mercado laboral

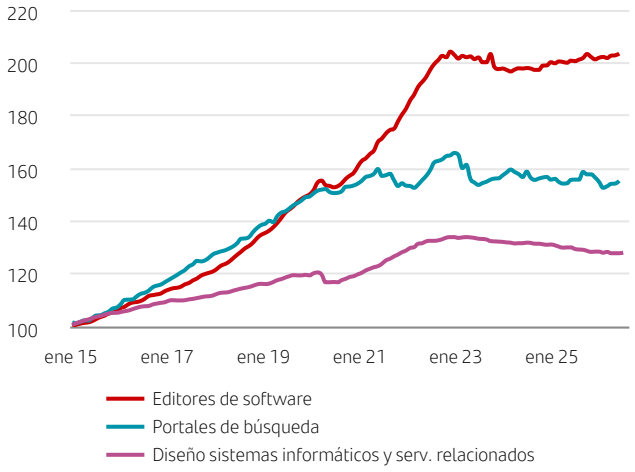
Los efectos sobre el mercado laboral siguen siendo limitados a nivel agregado, pero ya se observan impactos en determinadas ocupaciones, especialmente en programación y otros empleos intensivos en conocimiento expuestos a la IA

A escala agregada, los mercados laborales siguen mostrando pocas señales de disrupción significativa relacionada con la IA. El desempleo se mantiene moderado en términos históricos, lo que sugiere que la IA aún no ha generado efectos sustanciales en el empleo a escala macroeconómica.

No obstante, empiezan a observarse efectos en determinadas ocupaciones. La evidencia más clara[6] se refiere a las tasas de empleo de desarrolladores de *software* y programadores, cuyo crecimiento se ha ralentizado notablemente desde la introducción de ChatGPT. Algunos estudios[7] también sugieren que la IA afecta principalmente a los trabajadores más jóvenes o con menos experiencia mediante una menor contratación, más que a través de un aumento de los despidos.

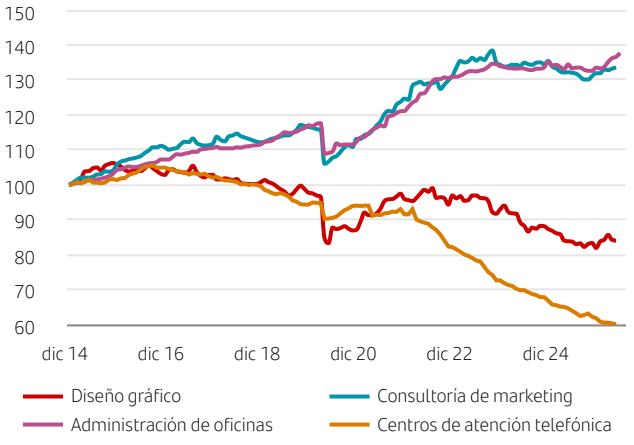
Pero esto no nos informa sobre los efectos netos en el mercado laboral. Otras evidencias[8] indican que la IA puede sustituir a los trabajadores júnior y, al mismo tiempo, complementar a los empleados con más experiencia, que se benefician de una mayor productividad y crecimiento salarial. Además, las empresas que realizan inversiones sustanciales en IA suelen seguir ampliando el empleo[9], lo que sugiere que las ganancias de productividad pueden estimular el crecimiento en lugar de limitarse a sustituir a la plantilla.

Datos de empleo en algunos sectores de servicios tecnológicos expuestos a la IA
(dic. 2014=100)



Fuente: LSEG.

Datos de empleo en algunos sectores de servicios no tecnológicos expuestos a la IA
(dic. 2014=100)



Fuente: LSEG.

[6] Gittleman, M. (2025), *IA y empleo de programadores: recopilación de la evidencia.*
[7] Lichtinger, J., & Hosseini Maasoum, S. (2025), *Inteligencia artificial y resultados de contratación*, SSRN Documento de trabajo.
[8] Reserva federal de Dallas (2025), *La IA ayuda y sustituye simultáneamente a trabajadores, según sugieren los datos salariales.*
[9] PwC (2025), *Una nueva mirada al impacto de la IA sobre el empleo.*

Productividad

Los estudios a nivel microeconómico muestran mejoras de productividad derivadas del uso de herramientas de IA, pero trasladar esas mejoras a nivel de tarea al crecimiento agregado sigue estando limitado

La evidencia empírica incipiente sugiere que la productividad de algunos grupos de trabajadores y ocupaciones puede estar experimentando ya efectos mensurables de la IA, pero las señales macroeconómicas agregadas siguen siendo difíciles de aislar de las fluctuaciones habituales de una economía dinámica.

Existen numerosos ejemplos de investigaciones a escala microeconómica que identifican ganancias de productividad derivadas de las herramientas de IA[10]. Asimismo, un estudio reciente[11] utiliza el Anthropic Economic Index —que toma muestras de conversaciones con la IA Claude y las vincula con tareas profesionales— para estimar el ahorro de costes laborales, combinando las reducciones observadas en los tiempos de realización de tareas con los niveles salariales específicos de cada país. Sobre la base de determinados supuestos acerca de la difusión de la IA, la investigación señala que estas ganancias podrían representar un ahorro de costes laborales equivalente aproximadamente al 3,4% del PIB en los países analizados.

Pero, ¿se están traduciendo estas ganancias microeconómicas en un aumento de la productividad agregada? Un análisis de la Reserva Federal de EE.UU. (la Fed)[12] muestra que, aunque los sectores con mayor exposición a la IA parecen registrar un mayor crecimiento de la productividad laboral, las tendencias de productividad entre sectores se han mantenido relativamente estables a lo largo del tiempo, lo que sugiere que las ganancias de productividad a escala microeconómica no se están acumulando en términos agregados. ¿Por qué?

Una explicación es que la mayoría de los estudios empíricos miden las mejoras en el ámbito de las tareas, y no en el de las empresas o los procesos productivos completos. Las ganancias de productividad logradas en tareas individuales suelen diluirse por cuellos de botella organizativos, costes de coordinación y otras restricciones que limitan su traslación al producto final. La investigación[13] sobre desarrollo de *software* ilustra este efecto. Aunque la IA incrementa de forma drástica la cantidad de código producido, gran parte de este pasa por fases posteriores de revisión, integración y despliegue, lo que se traduce en mejoras mucho menores en las versiones de *software* efectivamente publicadas y en incrementos todavía más reducidos de la demanda final o del uso del producto.

Los efectos futuros sobre la productividad podrían ser sustanciales, aunque las estimaciones varían mucho y las proyecciones actuales podrían infravalorar el papel de la IA agéntica, la IA física o de sistemas más avanzados

Expectativas sobre el impacto macroeconómico futuro

Como hemos visto, las empresas y las economías están inmersas en un proceso de reorganización tecnológica, con efectos mensurables concentrados en algunos sectores y ocupaciones, en lugar de ser visibles en el conjunto de la macroeconomía.

Sin embargo, la ausencia de un gran efecto agregado en 2026 no invalida futuros impactos sobre la productividad, dado el todavía escaso grado de adopción y el hecho

[10] Brynjolfsson, E., Li, D., & Raymond, L. (2025), *Efectos de la IA generativa sobre la productividad en el lugar de trabajo;* Cui, R., et al. (2026), *Ganancias de productividad de la inteligencia artificial: evidencia de aplicaciones de campo.*
[11] Anthropic (2025), *Ganancias agregadas de la IA y su distribución: evidencia mundial a partir de datos de uso.*
[12] Board of Governors of the Federal Reserve System (2025), *El despliegue de la IA y la economía: datos de acceso público para evaluar el impacto de la IA.*
[13] Dell'Acqua, F., et al. (2025), *Escribir código frente a publicar código: efectos sobre la productividad entre generaciones de herramientas de programación con IA,* NBER Documento de trabajo.

de que, históricamente, las ganancias de productividad derivadas de las TPG se han materializado años después de la fase de inversión. Por otro lado, aunque confiemos en que la IA se va convertir en una TPG y tener un efecto macroeconómico significativo, existe un elevado grado de incertidumbre sobre su magnitud, naturaleza y calendario. Las estimaciones del posible impacto sobre la productividad —el principal ámbito en el que la IA incidirá en la economía— oscilan entre aumentos mínimos del orden del 0,7% en 10 años (Acemoglu[14]) a muy significativos del 6,8% (Aghion y Bruel[15]) o notablemente más optimistas pero todavía plausibles, del 10%-15%, según otras instituciones públicas y privadas.

Es importante señalar que casi todas las estimaciones existentes se centran en los efectos esperados de la IA actual, incluidos el aprendizaje automático y la IA generativa, pero generalmente no tienen en cuenta las posibles contribuciones de la IA agéntica, la IA física o la IAG (sistemas recursivos capaces de mejorarse a sí mismos, etc.), que podrían alterar de forma fundamental la dinámica futura de la productividad.

El liderazgo en IA se está convirtiendo en una carrera estratégica: los países que dominen el talento, la investigación, las infraestructuras y los modelos podrán captar tanto beneficios económicos como influencia geopolítica

La competencia por el liderazgo mundial en IA

Otra fuente de incertidumbre son las diferencias en los efectos que la IA tendrá entre países.

Si la IA se convierte en la próxima TPG, no solo será transformadora, sino que sustentará los pilares que se refuerzan mutuamente y a través de los cuales se construye el poder. Los países líderes en IA obtendrán simultáneamente ventajas en otras tecnologías, y su liderazgo se traducirá en influencia geopolítica y capacidad de decisión sobre la dirección y los efectos de la IA para el resto del mundo, ya que los países que encabezan las revoluciones tecnológicas suelen captar una gran parte de sus beneficios económicos tanto a corto como a largo plazo.

Situación de la competencia por el liderazgo mundial en IA

EE.UU. lidera actualmente en modelos de frontera, inversión privada y centros de datos, mientras que China está cerrando la brecha gracias a su escala investigadora, las patentes, la capacidad energética y los modelos de código abierto

La competencia por el dominio mundial de la IA se asemeja a un campeonato múltiple , con diferentes carreras, cada una de las cuales representa un pilar distinto del ecosistema de la IA, y sin una meta clara, pero con una pugna continua por obtener ventaja[16]. Para analizar la situación actual es necesario combinar indicadores de desempeño que midan distintos aspectos, como la disponibilidad de talento, la intensidad investigadora y las capacidades tecnológicas y de innovación.

La información disponible muestra que Estados Unidos es hoy la principal potencia en IA, seguido de China. Sin embargo, ambos países presentan diferentes ventajas. Estados Unidos cuenta con el sector privado, el talento y la tecnología más sólidos. Pero la investigación, la capacidad de escalado y el rápido progreso de China hacen posible que alcance al líder. Otras regiones, como Corea del Sur, Europa y Oriente Medio, se están convirtiendo cada vez más en actores relevantes de la IA, con una intensidad significativa —por ejemplo, un elevado número de empresas de IA

[14] Acemoglu, D. (2024), *La macroeconomía básica de la IA,* NBER Documento de trabajo No. 32487.
[15] Aghion, P., & Bunel, S. (2024), *IA y crecimiento: ¿dónde estamos?,* Federal Reserve Bank of San Francisco.
[16] Anthropic (2025), *Liderazgo en IA en 2028.*

relevantes en relación con el tamaño de la economía—, pero todavía se encuentran muy por detrás de los líderes, ya que la escala y el tamaño desempeñan un papel clave en el poder.

Capital humano en IA. La innovación comienza con las personas.

- Estados Unidos lidera la atracción de talento de primer nivel. Según el MarcoPolo Global AI Talent Tracker[17], el 38% de los investigadores de élite en IA se formó en China (el 24% en Estados Unidos, el 10% en India y el 5% en Corea del Sur), pero el 59% de los principales investigadores de IA del mundo trabaja en organizaciones estadounidenses, atraídos por salarios más altos, entornos más flexibles y flujos de talento procedentes de China e India.

Investigación en IA. La principal fuente de nuevo conocimiento sobre IA.

- China lidera actualmente la producción investigadora, con el 23,2% de las publicaciones mundiales sobre IA[18] y el 22,6% de las citas en 2023. Sin embargo, Estados Unidos sigue dominando los trabajos más influyentes, con 64 de los 100 artículos más citados en 2021, 59 en 2022 y 50 en 2023, aunque China está reduciendo la brecha. China también domina las patentes de IA, al recibir el 70% de las patentes de IA concedidas en 2023, frente al 14% de Estados Unidos.

Tecnología e innovación en IA. El liderazgo depende del rendimiento de los modelos, la inversión, la infraestructura y la capacidad de computación.

Rendimiento de los modelos

- Estados Unidos sigue siendo el principal desarrollador de modelos de IA de frontera[19], con 40 modelos destacados en 2024, frente a 15 de China y 3 de Europa (todos ellos en Francia). No obstante, los modelos chinos se acercan a la paridad. China también fomenta la adopción mediante una estrategia de código abierto.

Costes de los modelos

- El coste se ha convertido en un importante factor competitivo[20]. Las empresas adoptan cada vez más modelos chinos de IA para reducir gastos, mientras que algunas compañías europeas se han alejado de los proveedores estadounidenses tras las medidas comerciales y los controles de exportación de EE.UU.

Financiación e inversión

- La inversión privada en IA[21] sigue estando muy concentrada en Estados Unidos, que en 2025 atrajo 285.900 millones de dólares estadounidenses: 23 veces los 12.400 millones de dólares estadounidenses de China y 48 veces el total de Reino Unido. Sin embargo, es probable que las cifras oficiales infravaloren el gasto de China, ya que se estima que los fondos públicos invirtieron 184.000 millones de dólares estadounidenses en empresas de IA entre 2000 y 2023. Estados Unidos también

[17] Stanford Institute for Human-Centered Artificial Intelligence (2026), *Informe del Índice de IA 2026*, capítulo 'Investigación y desarrollo'.
[18] Stanford Institute for Human-Centered Artificial Intelligence (2026), *Informe del Índice de IA 2026*, capítulo 'Rendimiento técnico'.
[19] Financial Times (2025), *Las empresas recurren a modelos de IA chinos para reducir costes*.
[20] Stanford Institute for Human-Centered Artificial Intelligence (2026), *Informe del Índice de IA 2026*, capítulo 'Economía'.
[21] International Energy Agency (2025), *Inversión mundial en energía 2025*.

lideró la creación de nuevas empresas de IA (1.953 en 2025, frente a 172 en Reino Unido y 161 en China) y captó casi tres cuartas partes de la inversión mundial de capital privado y capital riesgo.

Infraestructura y capacidad de computación

- El desarrollo de la IA depende de los centros de datos, la energía y los chips avanzados. Estados Unidos alberga alrededor de la mitad de los centros de datos del mundo (5.427), frente a los 529 de Alemania, 523 de Reino Unido y 449 de China. China invirtió casi 900.000 millones de dólares estadounidenses en energía[22] en 2024, frente a 600.000 millones de EE.UU. y los más de 400.000 millones de Europa, al tiempo que lideraba la producción de energía y la expansión nuclear. Estados Unidos parece mantener el liderazgo en el diseño de chips avanzados[23] y el desarrollo de modelos mediante controles de exportación, aunque los laboratorios chinos han seguido avanzando pese a estas restricciones[24]. China también se beneficia de un vasto ecosistema nacional de datos.

Panorama empresarial

- El panorama empresarial de la IA[25] refleja la situación tecnológica. De las 1.246 empresas de IA valoradas en más de 500 millones de dólares estadounidenses, 696 tienen su sede en Estados Unidos y 244 en China, seguidos de Reino Unido, con 40. Israel (42) y Taiwán (20) también cuentan con ecosistemas de IA destacados. La densidad de empresas de IA se asocia positivamente con el tamaño de la economía, el gasto en investigación y desarrollo (I+D) y las entradas de capital riesgo.

Los beneficios de la IA se extenderán más allá de los líderes tecnológicos, pero las ganancias de cada país dependerán de su grado de preparación, su capacidad de adopción, su exposición sectorial y los incentivos derivados de los costes laborales

Expectativas sobre los resultados macroeconómicos futuros por países

Aunque el liderazgo tecnológico influirá en los resultados económicos futuros, esperamos que la IA genere beneficios mucho más allá de las fronteras de los países que desarrollan tecnologías de vanguardia —como sugiere la presencia de empresas de IA en todo el mundo—. La magnitud de estas ganancias depende fundamentalmente de las mejoras de productividad, que a su vez dependen de la capacidad de cada país para adoptar e integrar eficazmente la IA en el conjunto de su economía. De acuerdo con el marco de Acemoglu, prevemos que las diferencias de impacto entre países estén determinadas por las tasas de adopción de la IA, la exposición ocupacional y sectorial a la IA y el ahorro de costes laborales.

Preparación y adopción de la IA

El Índice de Preparación para la IA del Fondo Monetario Internacional (FMI)[26] ofrece un marco útil para evaluar la capacidad de los países de beneficiarse de la adopción de la IA. El índice analiza cuatro grandes dimensiones: infraestructura digital; innovación e integración económica; capital humano y políticas del mercado laboral; y marcos regulatorios y éticos.

[22] Mackintosh, M. (2024), *El despegue del diseño de los chips*, JSTOR Daily.
[23] Anthropic (2025), *Liderazgo en IA en 2028*.
[24] Crunchbase (2025), *La geografía de las empresas de IA*.
[25] Fondo Monetario Internacional (2025), *Índice de preparación para la IA (AIPI)*.
[26] Organización para la cooperación y el desarrollo económico (2025), *IA generativa: inteligencia artificial y el futuro del trabajo. Una taxonomía sectorial de la intensidad de la IA*.

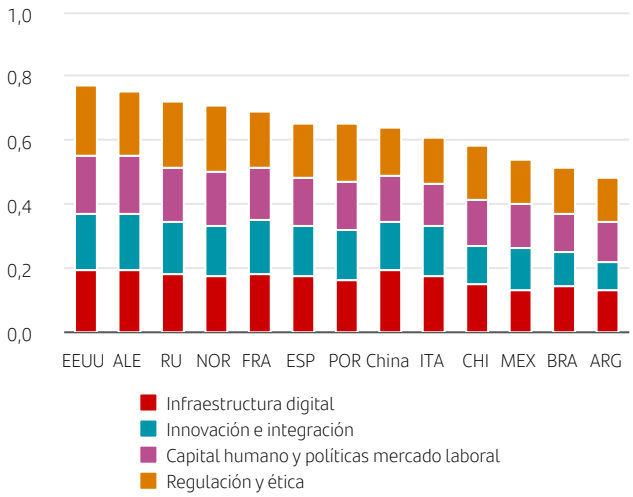
En general, las economías avanzadas obtienen mejores resultados en las cuatro dimensiones del índice, especialmente en infraestructura digital y preparación regulatoria, lo que las sitúa en una mejor posición para adoptar la IA con rapidez. Estas diferencias son coherentes con los patrones de adopción actuales (véase la sección 2) y sugieren que las brechas existentes pueden persistir a menos que se realicen inversiones sustanciales.

Exposición sectorial y salarios

El impacto económico de la IA también dependerá de la composición sectorial de la actividad. La investigación[27] muestra de forma consistente que la exposición a la IA se concentra en actividades de alta cualificación e intensivas en conocimiento. En consecuencia, esperamos que los países con un mayor peso de estos sectores —y una mayor proporción de trabajadores altamente cualificados— obtengan mayores ganancias de productividad, aunque también podrían afrontar mayores ajustes en el mercado laboral.

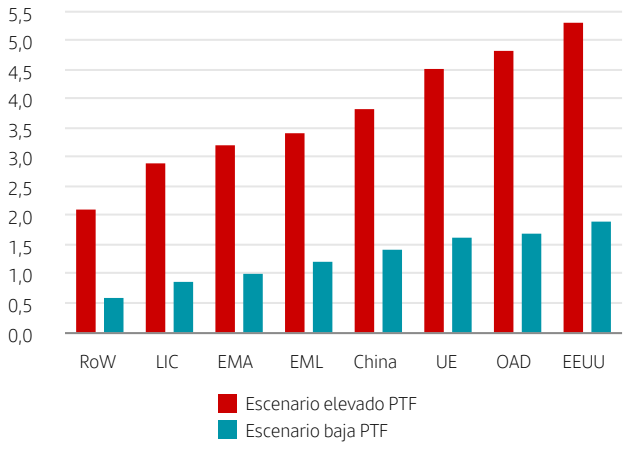
Los costes laborales son otro factor clave de la adopción de la IA. La evidencia[28] sugiere que, en países con salarios elevados, las empresas tienen mayores incentivos para automatizar tareas o aumentar la productividad de los trabajadores mediante la IA. Esto explica en parte por qué las tasas de adopción tienden a ser más altas en Estados Unidos que en Europa, donde los salarios medios suelen ser más bajos.

Índice de preparación para la IA



Fuente: FMI.

Impacto sobre el PIB al cabo de 10 años
(%)



Fuente: FMI. RoW = resto del mundo; LIC = países de renta baja; EMA = Asia emergente; EML = América Latina emergente; Oriente Medio; OAD = otras economías avanzadas.

[27] McKinsey Global Institute (2025), *IA y productividad en Europa.*
[28] Fondo Monetario Internacional (2025), *El impacto mundial de la IA: atención a la brecha,* Documento de trabajo No. WP/25/76.

Impactos macroeconómicos estimados

El impacto macroeconómico de la IA sigue siendo muy incierto: los resultados futuros dependerán de las decisiones empresariales, la regulación, la energía, otras tecnologías y la dinámica geopolítica

Aunque persiste una incertidumbre considerable, la investigación existente ofrece escenarios de referencia útiles. Los estudios que combinan las diferencias en preparación para la IA, exposición sectorial y difusión tecnológica concluyen de forma consistente que las economías avanzadas registrarán las mayores ganancias económicas a largo plazo.

Las estimaciones del FMI[29] muestran que las ganancias previstas en Europa serán ligeramente inferiores a las de Estados Unidos, aunque seguirán siendo sustanciales. Dentro de Europa, sin embargo, es probable que surjan diferencias importantes. Los países con una infraestructura digital más sólida, una mayor preparación para la IA y economías más intensivas en conocimiento (como Suecia, Suiza o Israel) podrían registrar impactos comparables o incluso superiores a los de Estados Unidos. En cambio, esperamos que muchas economías emergentes y de renta baja se beneficien menos de la IA debido a una menor preparación, tasas de adopción más bajas y un menor peso de los sectores intensivos en IA.

Algunas conclusiones, muchas incertidumbres

La IA afectará a las economías a través de ganancias de productividad potencialmente elevadas que, según la investigación, serán mayores en las economías avanzadas y en algunas economías emergentes.

Pero, como ocurrió con revoluciones tecnológicas anteriores, la IA genera incertidumbre. Los resultados futuros dependerán de las decisiones empresariales y de los entornos políticos y regulatorios nacionales. En este ámbito ya estamos observando la aparición de diferencias entre países que pueden afectar a la adopción y al desempeño de la IA de formas todavía imprevisibles. Y no debemos olvidar añadir a nuestra coctelera de perspectivas futuras los efectos derivados de la convergencia de tendencias específicas de la IA con otras tecnologías (como la computación cuántica, robótica o biotecnología) y con tendencias globales más amplias (como la transición energética, cambios demográficos o transformaciones geopolíticas).

Esa incertidumbre no tiene por qué paralizarnos. Podemos tomarla como fuente de orientación: la forma en que abordamos la IA debe entenderse como una cuestión de cómo decidimos gestionar lo desconocido y de qué herramientas y principios adoptamos para encauzar el riesgo y maximizar las oportunidades con el fin de obtener los mejores resultados.

[29] Fondo monetario internacional (2025), *El impacto mundial de la IA: atención a la brecha*, Documento de trabajo No. WP/25/76.

Unión Bancaria Europea: de cortafuegos a motor de crecimiento

El sector bancario europeo se encuentra en una posición más sólida que hace una década; sin embargo, sigue estando demasiado fragmentado para desempeñar plenamente su papel en la financiación de la agenda estratégica de Europa. Completar la Unión Bancaria, junto con la profundización de los mercados de capitales, ya no es solo una cuestión de estabilidad financiera: es una palanca clave para movilizar el ahorro, ganar escala, reducir los costes de financiación y cerrar la brecha de inversión de Europa. En última instancia, es un motor de competitividad y crecimiento.

Tomás Riestra Giner de los Ríos

Un nuevo contexto: la Comisión sitúa la banca en el centro de la agenda de competitividad

La Unión Bancaria se creó en 2012 en respuesta a una crisis. Su objetivo original era romper el círculo vicioso entre los bancos y los gobiernos nacionales, reforzar la credibilidad de la supervisión y establecer mecanismos comunes para gestionar las crisis bancarias sin cargar el coste a los contribuyentes. En este sentido, los avances han sido considerables: la supervisión común, los mecanismos europeos de resolución y unas posiciones de capital y liquidez más sólidas han hecho que el sistema bancario de la Eurozona sea más resiliente que antes de 2012.

Completar la Unión Bancaria va mucho más allá de una reforma técnica: es una pieza clave para el crecimiento, la competitividad y la autonomía estratégica de Europa

Sin embargo, hoy el debate en Europa es distinto. La cuestión ya no es simplemente si los bancos son resilientes, sino si Europa cuenta con una arquitectura financiera capaz de transformar su ahorro en inversión productiva y, en última instancia, impulsar la competitividad y el crecimiento. La Comisión Europea[1] trabaja para resolver esta cuestión bajo el paraguas de la Unión del Ahorro y la Inversión (UAI), iniciativa concebida para conectar el ahorro de los ciudadanos con la inversión productiva, ampliar las fuentes de financiación de las empresas y reducir la fragmentación dentro del Mercado Financiero Único.

La hoja de ruta de la Comisión estructura la iniciativa de la UAI en torno a cuatro ámbitos: el ahorro de los ciudadanos, la inversión y la financiación de la economía real, la integración y la escala, y una supervisión eficiente dentro del Mercado Único.

Por tanto, a lo largo de este análisis nos referimos a la Unión Bancaria en un sentido amplio. Aquí abarca no solo una supervisión común, un marco de resolución y un Sistema Europeo de Garantía de Depósitos (SEGD), sino también la arquitectura

[1] Comisión Europea (2025), *La Unión de Ahorros e Inversiones: conectar el ahorro con la inversión productiva*, ficha informativa.

institucional, regulatoria y de mercado más amplia necesaria para que los bancos operen en toda la Unión Europea (UE) como un auténtico mercado único, incluida la movilidad transfronteriza del capital y la liquidez, una menor fragmentación nacional y una mayor coherencia entre los marcos prudenciales, de gestión de crisis, de insolvencia y de protección de depósitos.

El BCE estima que las necesidades estratégicas de financiación de la UE para las transiciones verde y digital y para la defensa ascenderán, en promedio, a cerca de 1,2 billones de euros anuales durante el periodo 2025-31

El debate sobre las políticas ha pasado ya del diagnóstico a la aplicación. En julio de 2026, la Comisión Europea adoptó su Comunicación sobre la competitividad del sector bancario de la UE y el Mercado Único Bancario. En ella identifica tres restricciones interrelacionadas: la persistente fragmentación nacional, una aplicación de las normas internacionales que no siempre refleja las características específicas del sistema bancario de la UE y una complejidad regulatoria excesiva. La Comisión pretende traducir este diagnóstico en medidas legislativas y no legislativas durante el primer trimestre de 2027. Por tanto, la integración bancaria se ha convertido en un componente central de la agenda de competitividad de Europa.

Entre las medidas anunciadas figuran propuestas para facilitar la asignación de capital y liquidez a escala de grupo, una nueva propuesta común de seguro de depósitos que sustituya a la iniciativa del SEGD de 2015 y una simplificación selectiva de los requisitos prudenciales, de supervisión y de resolución, preservando al mismo tiempo la estabilidad financiera y las salvaguardas adecuadas para las jurisdicciones de acogida.

El nuevo entorno macrofinanciero refuerza la urgencia. El Banco Central Europeo (BCE)[2] estima que las necesidades estratégicas de financiación de la UE para las transiciones ecológica, digital y de defensa ascenderán, en promedio, a cerca de 1,2 billones de euros anuales durante el periodo 2025-31. A esta escala, completar la Unión Bancaria deja de ser un proyecto institucional inacabado y se convierte en una palanca para movilizar capital privado, aumentar la capacidad de financiación y reforzar la autonomía económica de Europa.

La Unión Bancaria ha fortalecido a los bancos, pero aún no ha creado bancos verdaderamente paneuropeos

El problema hoy no es la solvencia de los bancos, sino la escala, la movilidad de los recursos y la capacidad de operar en un mercado verdaderamente continental

Diagnóstico: bancos más sólidos, pero un mercado que sigue siendo nacional

La paradoja europea es clara: hay mayor resiliencia, pero no una integración significativamente mayor[3]. La Unión Bancaria ha mejorado la calidad de la supervisión, reducido los riesgos heredados y reforzado la capacidad de absorción de pérdidas de los bancos. Sin embargo, el crédito, los depósitos, las fusiones, la gestión del capital y la liquidez y los modelos de negocio siguen organizándose en gran medida conforme a las fronteras nacionales.

[2] Bouabdallah, O., Dorrucci, E., Nerlich, C., Nickel, C. y Vlad, A. (2025), *Es hora de ser estratégicos: cómo el dinero público podría impulsar las transiciones verde, digital y de defensa de Europa*, Blog del BCE, 25 de julio.
[3] Angeloni, I., Haselmann, R., Heider, F., Pelizzon, L., Schlegel, J. y Tröger, T. H. (2024), *¿Puede la Unión Bancaria favorecer la integración de los mercados y qué lecciones ofrece para la unión de los mercados de capitales?*, Parlamento Europeo, EGOV.

La evidencia microeconómica reciente es contundente. La investigación del BCE y el Fondo Monetario Internacional (FMI)[4] basada en AnaCredit y RIAD muestra que, desde 2019, el crédito bancario transfronterizo a empresas dentro de la Eurozona ha representado menos del 6% del crédito total a las sociedades no financieras. En la dimensión más relevante (la relación banco-empresa), la integración es aún menor: las relaciones transfronterizas suponen menos del 1% del total, aunque tienden a ser de mayor tamaño que las nacionales.

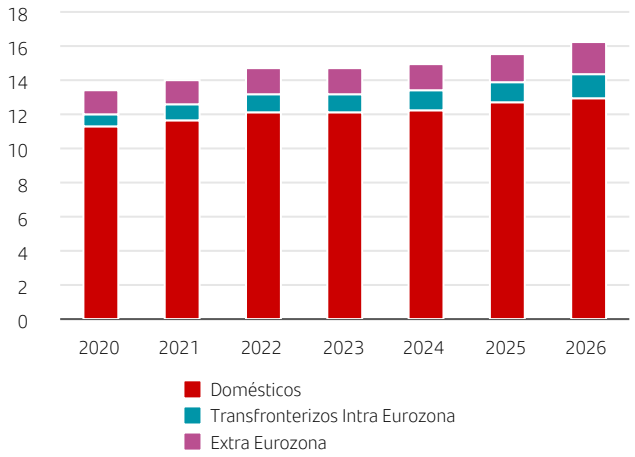
Como muestra la Comisión Europea, el 56% de las exposiciones de los bancos de la UE se concentra en su país de origen. Las exposiciones transfronterizas se reparten casi por igual entre otros países de la UE (21%) y mercados extracomunitarios (22%), lo que sugiere que expandirse dentro de la UE puede ser tan difícil como hacerlo fuera[5].

La fragmentación también es evidente en las operaciones corporativas. Una evaluación de 2025 de la Asociación de Mercados Financieros de Europa (AFME) concluyó que los servicios bancarios transfronterizos siguen siendo marginales, que la actividad de filiales y sucursales no ha logrado crear de facto un mercado bancario único, que la actividad de depósitos y crédito apenas ha aumentado y que la consolidación transfronteriza se ha debilitado durante las dos últimas décadas, mientras los grandes grupos bancarios siguen mostrando un marcado sesgo doméstico.

Este sesgo doméstico importa porque reduce la competencia efectiva[6] y limita el emparejamiento entre empresas y financiadores. Una empresa europea no accede necesariamente al banco europeo más adecuado para su perfil de riesgo, sino al intermediario disponible en su propia jurisdicción. En un mercado único que aspira a financiar la innovación, las infraestructuras y la transición ecológica, estas fronteras invisibles tienen efectos tangibles sobre la competitividad, la productividad y, en última instancia, el crecimiento económico.

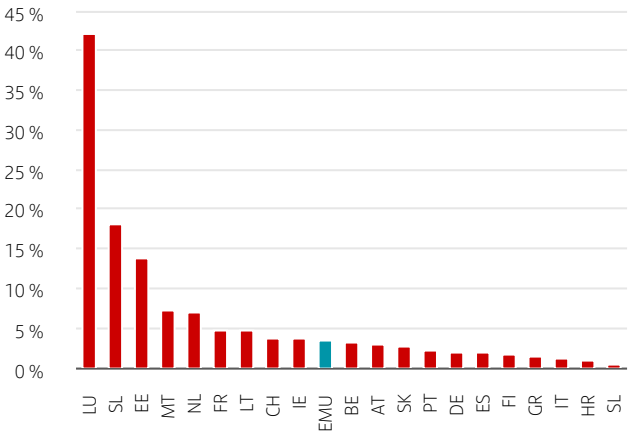
[4] Capelle, D., Fernandes, A., Kruger, J. J. y McAdam, P. (2026), *Barreras a una Unión Bancaria Europea,* Documento de Trabajo del FMI WP/26/123 y Serie de Documentos de Trabajo del BCE n.º 3249.
[5] Comisión Europea (2026), Informe de evaluación de impacto que acompaña a la propuesta sobre la culminación de la Unión Bancaria, Documento de trabajo de los servicios de la Comisión, SWD/2026/615 final.
[6] Buch, C. (2025), *Integración bancaria europea: aprovechar los beneficios, contener los riesgos,* discurso, Banco Central Europeo.

Saldo de préstamos bancarios minoristas en la Eurozona
(billones de €)



Fuente: ECB.

Proporción de depósitos transfronterizos en la Eurozona
(marzo de 2026)



Fuente: ECB.

Barreras invisibles: costes más elevados, menor escala

Las barreras a la integración bancaria no suelen adoptar la forma de prohibiciones explícitas. Más bien operan como fricciones regulatorias e institucionales: requisitos de capital y liquidez a nivel de filial, discrecionalidades nacionales, diferencias entre los regímenes de insolvencia, sistemas nacionales de garantía de depósitos, límites a las exposiciones intragrupo, prácticas supervisoras divergentes y costes de entrada en otros mercados.

El obstáculo más evidente es el denominado *ring-fencing*. Aunque el marco prudencial común permite evaluar determinados requisitos de forma consolidada, en la práctica las filiales transfronterizas siguen reteniendo capital y liquidez dentro de cada jurisdicción. La supervisión Bancaria del BCE estima que la transferibilidad de unos 230.000 millones de euros en activos líquidos de alta calidad está restringida por la aplicación de requisitos íntegros de liquidez a escala nacional. Por separado, la AFME[7] estima que unos 250.000 millones de euros de liquidez y 225.000 millones de euros de capital permanecen restringidos dentro de las filiales de los grupos bancarios de la UE. Estas estimaciones ilustran la magnitud de la fragmentación de los balances, aunque no deben interpretarse como capacidad crediticia inmediatamente desplegable y no todo el capital mantenido a nivel de filial obedece necesariamente al *ring-fencing* prudencial. Esta inmovilización reduce la eficiencia de los balances, desincentiva la expansión transfronteriza y limita la capacidad de reasignar recursos allí donde son más productivos o más necesarios durante periodos de tensión.

Un sistema europeo de garantía de depósitos: al compartir riesgos y garantizar una protección homogénea de los depositantes a escala europea, se crean las condiciones para que el capital y la liquidez fluyan con mayor libertad entre países

La segunda barrera es la ausencia de un SEGD. Mientras la protección de los depósitos siga dependiendo de sistemas nacionales, los supervisores de los países de acogida mantendrán incentivos para preservar los recursos dentro de sus fronteras, mientras que los depositantes seguirán percibiendo diferencias de seguridad según la jurisdicción. Por tanto, una arquitectura europea común de seguro de depósitos no es

[7] Association for Financial Markets in Europe (2025), *Unión Bancaria: medir los avances e identificar las brechas de implementación.*

un mero componente simbólico de la Unión Bancaria: al alinear el reparto de riesgos y la protección de los depositantes a escala europea, podría contribuir a crear las condiciones para que el capital y la liquidez se muevan más libremente a través de las fronteras, atendiendo al mismo tiempo las legítimas preocupaciones de los países de acogida.

La tercera barrera es la heterogeneidad regulatoria y jurídica. La investigación del BCE/FMI[8] mide la distancia regulatoria entre países y concluye que las diferencias entre los marcos nacionales —incluidos los relativos a insolvencia, seguro de depósitos, gobierno corporativo, regulación macroprudencial y microprudencial, resolución y supervisión— se asocian a mayores fricciones a la hora de establecer relaciones bancarias transfronterizas y facilitar la entrada de bancos en otros países.

La conclusión más importante es que la principal fricción surge antes incluso de que exista ningún préstamo. Las estimaciones apuntan a un problema en el margen extensivo: la probabilidad de que se desarrollen relaciones transfronterizas banco-empresa es alrededor de un 95% menor que en relaciones nacionales comparables. El FMI[9] traduce esta brecha implícita del modelo en un impuesto implícito de aproximadamente el 99%. Sin embargo, una vez establecida la relación, las diferencias en precios y volúmenes de préstamo son mucho menores. Por tanto, la prioridad de las políticas no consiste solo en reducir el coste de las relaciones existentes, sino en hacer posible muchas más relaciones europeas entre bancos y empresas.

Beneficios: del 3% del PIB al reto de inversión estratégica de Europa

Completar la Unión Bancaria podría movilizar hasta 310.000 millones de euros anuales, proporcionando un importante impulso al crecimiento y la competitividad de la Eurozona

La cuantificación ayuda a transformar un debate institucional en una agenda económica. El FMI estima que un paquete moderado de reformas financieras podría elevar el producto interior bruto (PIB) de la UE en torno a un 3% a largo plazo, con aproximadamente dos tercios de esta ganancia procedentes de una mayor integración bancaria y el resto de un mayor desarrollo del capital riesgo y la financiación de riesgo. Además, estas reformas financieras amplificarían los beneficios de las reformas estructurales reales dirigidas a reforzar el dinamismo empresarial y la innovación.

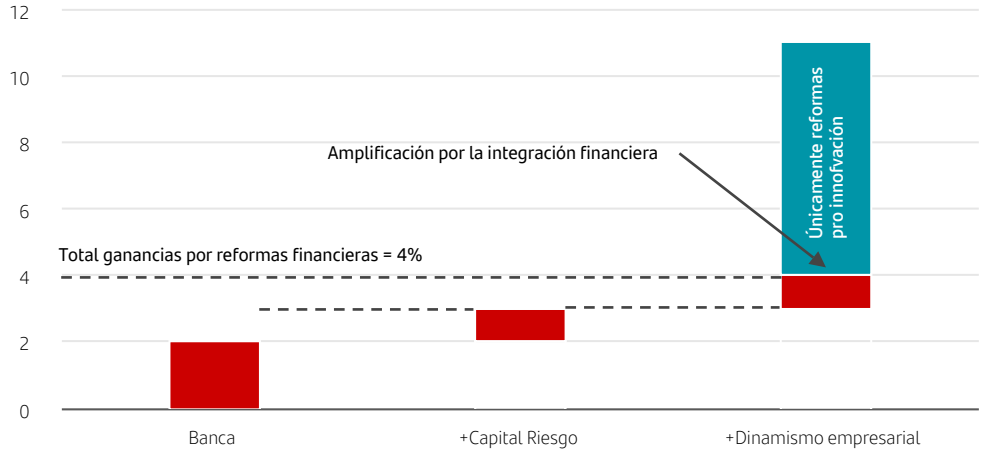
Aplicado al tamaño actual de la economía de la Eurozona, el orden de magnitud es muy significativo. Tomando como referencia el PIB nominal anual de la Eurozona en 2025 (aproximadamente, 15,8 billones de euros), un aumento del PIB del 3% equivaldría a unos 474.000 millones de euros adicionales al año. El componente bancario del efecto estimado por el FMI —aproximadamente, dos tercios— representaría unos 316.000 millones de euros anuales.

Una estimación alternativa del estudio del BCE/FMI, que simula una reducción del 10% de las barreras para establecer relaciones bancarias transfronterizas, apunta a una ganancia del PIB de alrededor del 1,6%, equivalente a unos 253.000 millones de euros al año. En cualquier caso, los estudios llegan a la misma conclusión: avanzar en la

[8] Capelle, D., Fernandes, A., Kruger, J. J. y McAdam, P. (2026), *Barreras a una Unión Bancaria Europea,* Documento de Trabajo del FMI WP/26/123 y Serie de Documentos de Trabajo del BCE n.º 3249.
[9] Brandao-Marques, L. et al. (2026), *Mercados financieros más profundos e integrados para impulsar el crecimiento y la resiliencia en Europa,* Nota de Discusión del Personal Técnico del FMI SDN/2026/002.

Unión Bancaria generaría beneficios tangibles y sustanciales de entre 250.000 y 310.000 millones de euros para respaldar la competitividad y el crecimiento.

Unos mercados financieros más integrados y profundos podrían elevar el PIB de Europa
(variación porcentual)



Fuente: FMI.

La integración bancaria es esencial para liberar el potencial de crecimiento, inversión y competitividad

La comparación con las necesidades estratégicas de inversión de Europa es llamativa. Si Europa necesita aproximadamente 1,2 billones de euros de inversión anual adicional para financiar su transición ecológica, digital y de defensa, la factura superaría los 6 billones de euros en cinco años. La integración financiera total podría equivaler a casi el 40% de esa cifra acumulada en términos de capacidad económica anual adicional. Solo el componente bancario cubriría algo más de una cuarta parte. Incluso el escenario más conservador, de un aumento del PIB del 1,6%, cubriría aproximadamente una quinta parte.

Conviene matizar que esto no representa recursos presupuestarios disponibles desde el primer año, ni una transferencia fiscal directa. Lo que se contempla es un aumento del nivel de PIB a largo plazo. Sin embargo, la magnitud cambia el debate. Completar la Unión Bancaria no financiaría por sí solo las necesidades de inversión de Europa, pero generaría un dividendo macroeconómico equivalente a una parte muy sustancial de ellas. Esa es una diferencia significativa.

Simplificar para financiar la inversión, la innovación y el empleo

Prioridades de política: convertir la UAI en una agenda bancaria para el crecimiento

La agenda de la Comisión ofrece una ventana de oportunidad que debe traducirse en reformas operativas. La UAI no debe considerarse una agenda de mercados de capitales separada de la banca.

En Europa, los bancos, la titulización, el capital riesgo, los mercados de renta variable, las pensiones y la inversión minorista forman parte de la misma cadena de financiación. Integran un único ecosistema. Sin un sector bancario más integrado, la UAI corre el

riesgo de movilizar el ahorro sin eliminar uno de los principales cuellos de botella del sistema financiero europeo.

A Europa no le faltan ahorro ni capital; le falta alinear estabilidad, crecimiento y competitividad

A corto plazo, la prioridad es alinear la supervisión con el crecimiento. Esto implica: introducir para los supervisores un objetivo secundario formal de competitividad y crecimiento, junto al mandato principal de estabilidad financiera; reforzar la rendición de cuentas del Mecanismo Único de Supervisión (MUS); simplificar la regulación y la supervisión; exigir análisis coste-beneficio sólidos e independientes para las nuevas normas; y realizar una revisión integral de la regulación y de los requisitos de capital excedentarios para evitar solapamientos entre el Pilar 1, el Pilar 2, los colchones de capital, los recargos y los márgenes de conservadurismo.

Un marco más competitivo también debería reconocer la presencia internacional de los grupos bancarios europeos. Al calcular los requisitos prudenciales consolidados, la UE debería permitir el reconocimiento adecuado —a solicitud de la entidad y sujeto a una evaluación supervisora rigurosa— de marcos regulatorios y de supervisión locales equivalentes, así como de las realidades económicas de las jurisdicciones en las que operan las filiales. Aplicar mecánicamente los supuestos de la UE a las exposiciones frente a terceros países puede sobrestimar los riesgos, generar cargas de capital injustificadas y penalizar a los bancos europeos diversificados geográficamente, debilitando su capacidad para competir internacionalmente sin aportar beneficios proporcionales para la estabilidad financiera.

La Unión Bancaria debe pasar de ser una respuesta defensiva a la crisis a convertirse en un motor de crecimiento

A medio plazo, la agenda debería acelerar la UAI, simplificar la resolución y la digitalización y evitar que los nuevos marcos tecnológicos se solapen de forma incoherente. En el ámbito de la resolución, la prioridad es alinear los requisitos mínimos de fondos propios y pasivos admisibles (MREL) y de capacidad total de absorción de pérdidas (TLAC) para los grandes bancos europeos, evitando al mismo tiempo duplicidades que incrementen los costes de financiación sin una justificación prudencial clara. En el ámbito digital, el reto es reducir los solapamientos entre los distintos marcos regulatorios —inteligencia artificial, Reglamento General de Protección de Datos (RGPD), ciberseguridad y Reglamento de Resiliencia Operativa Digital (DORA)—, garantizar una competencia justa con las grandes plataformas tecnológicas y diseñar el euro digital de forma que preserve la estabilidad financiera sin debilitar la base de financiación de los bancos.

A más largo plazo, será esencial completar la Unión Bancaria. La intención de la Comisión de sustituir la propuesta de SEGD de 2015 por una nueva arquitectura común de seguro de depósitos podría ofrecer una vía pragmática para avanzar.

El nuevo marco debería alinear las responsabilidades de gestión de crisis con la financiación de la protección de depósitos, garantizar una protección igual de los depósitos cubiertos, abordar posibles déficits de liquidez en los sistemas nacionales y ofrecer salvaguardas creíbles para las jurisdicciones de acogida.

Esto debería ir acompañado de una mayor movilidad transfronteriza del capital y la liquidez, una reducción de las divergencias nacionales en ámbitos como la regulación hipotecaria, la protección de los consumidores y los requisitos de prevención del blanqueo de capitales y de la financiación del terrorismo (PBC/FT), procesos de alta digital más eficaces y un marco más neutral respecto a la jurisdicción para los grupos bancarios con operaciones paneuropeas significativas.

La propuesta de establecer un sistema europeo de seguro de depósitos aprovechando estructuras existentes[10], como el Fondo Único de Resolución, apunta hacia una solución pragmática: menos duplicidades, mayor confianza y una red de seguridad coherente con un auténtico mercado bancario europeo.

Conclusión

Europa ha realizado avances sustanciales en la resiliencia bancaria, pero muy pocos en la integración de sus sistemas bancarios nacionales. La Unión Bancaria ha funcionado como escudo, pero no como motor. El resultado es una contradicción: una economía que necesita movilizar alrededor de 1,2 billones de euros de inversión adicional cada año, con abundante ahorro privado y bancos sólidos, pero con un sistema financiero que sigue operando tras demasiadas fronteras internas y que, por tanto, no puede canalizar la materia prima existente hacia la competitividad y el crecimiento.

Europa cuenta con ahorro, un sistema bancario sólido y grandes necesidades de inversión. Lo que falta es una mayor integración

La Comisión tiene ahora una ventana de oportunidad. La UAI, el informe de 2026 sobre la competitividad del sector bancario europeo y la revisión intermedia de 2027 pueden transformar lo que históricamente ha sido una agenda defensiva en otra centrada en el crecimiento. Para lograrlo, Europa debe avanzar con decisión en una dirección clara: menos fragmentación interna, mayor movilidad intragrupo de los recursos, más supervisión y resolución europeas, menor complejidad regulatoria y un vínculo explícito entre la estabilidad financiera, la competitividad y la financiación de la economía real.

Solo entonces la Unión Bancaria dejará de ser un proyecto institucional inacabado y se convertirá en una de las principales palancas para financiar el futuro económico de Europa.

[10] Banco Santander (2026), *Propuesta de Santander de medidas para impulsar la competitividad en la UE/propuestas concretas sobre competitividad.*

Gasto en defensa en la UE: entre la oportunidad y el dilema fiscal

El aumento del gasto en defensa abre una nueva etapa para la economía europea: puede impulsar la actividad a corto plazo y reforzar la base industrial si se gestiona bien. Pero su verdadero efecto dependerá de cómo se financie, se organice y se traduzca en capacidad productiva. Este artículo analiza ese equilibrio entre oportunidad y dilema fiscal.

Concepción Sanz Gómez

Europa entra en una nueva etapa de aumento del gasto en defensa

La guerra en Ucrania y los cambios geopolíticos han llevado a que los países europeos emprendan un incremento histórico de sus capacidades de defensa y seguridad. En 2025, los países de la Unión Europea (UE) gastaron 418.000 millones de euros en defensa, un 80% más que antes de la guerra en Ucrania. Dicho gasto ha alcanzado el 2,2% del producto interior bruto (PIB), frente al 1,5% registrado en 2021. Todo apunta a que la tendencia continuará en 2026, año en el que el gasto en defensa podría elevarse a 454.000 millones de euros (2,4% del PIB[1]).

Esta trayectoria deberá prolongarse si se quieren alcanzar los objetivos de la OTAN acordados en la Cumbre de La Haya de junio de 2025, organización a la que pertenecen 23 de los 27 países miembros de la UE. Dichos objetivos consisten en elevar al 3,5% del PIB el gasto en capacidades militares y dedicar un 1,5% adicional a inversiones relacionadas con defensa y seguridad (infraestructuras críticas, resiliencia, innovación y base industrial, entre otras), hasta alcanzar un total del 5% del PIB. Esa cifra supera el doble de lo que hoy se destina a defensa, e implica que esta función de gasto absorbería un volumen de recursos comparable al que Estados Unidos dedicaba durante la Guerra Fría.

El aumento del gasto en defensa altera las prioridades fiscales y puede tener un impacto ambivalente

Un aumento de esta magnitud implica una modificación profunda de las prioridades fiscales que tendrá un impacto sustancial en la economía, con efectos que podrían ser ambivalentes. Por una parte, constituye un estímulo sobre la actividad económica porque es un choque de demanda expansivo, especialmente para los sectores relacionados con la defensa. Por otro lado, podría presionar sobre la inflación y plantea serios retos para las finanzas públicas, ya que un buen número de países parten de niveles elevados de deuda pública y márgenes fiscales limitados.

Efecto a corto plazo sobre la actividad económica

La evidencia empírica muestra que el aumento del gasto en defensa suele tener un efecto positivo sobre el PIB a corto plazo, aunque el multiplicador tiende a ser algo inferior a la unidad. Es decir, por cada euro adicional de gasto en defensa, la actividad

[1] Agencia Europea de Defensa (2026), *Defence Data 2025-2026*, Bruselas.

económica aumenta en una proporción ligeramente inferior[2]. Aun así, existe una considerable dispersión entre las diferentes estimaciones, ya que el impacto depende de factores que pueden variar entre países o a lo largo del tiempo, como la forma de financiar el gasto, el tipo de las adquisiciones de bienes de defensa, la propensión a importar de cada economía, su posición en el ciclo o la situación fiscal de partida.

A corto plazo, los estudios encuentran efectos en crecimiento económico, con un impacto moderado en inflación

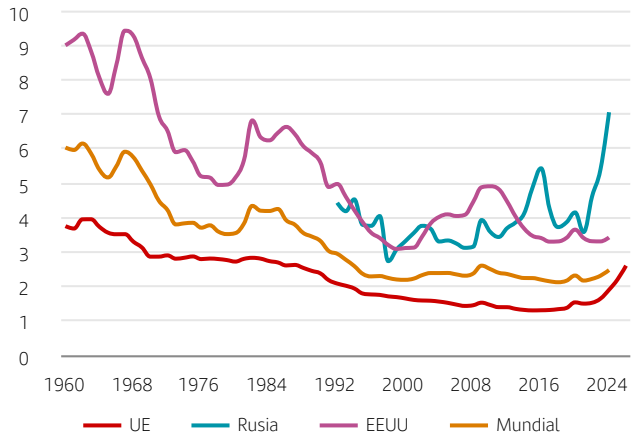
Para el caso de la Eurozona, el BCE realizó una evaluación del impacto de las medidas de incremento del gasto en defensa que fueron anunciadas en 2025, con el fin de incorporarlas en sus proyecciones económicas para el periodo 2025-27. Su conclusión fue que el impacto en la actividad económica sería compatible con un multiplicador cercano a la unidad[3], en línea con el consenso. En concreto, para una expansión del gasto en defensa equivalente al 0,4% del PIB durante los tres años de su horizonte de proyección[4], el aumento acumulado del PIB de la Eurozona sería del 0,3%.

En materia de inflación, los trabajos del BCE ofrecen una visión relativamente tranquilizadora. A partir de simulaciones con distintos modelos económicos, el banco central concluyó que un aumento gradual del gasto del 1% del PIB elevaría la inflación en solo 0,07 puntos porcentuales a los dos años y aproximadamente 0,2 puntos a los cuatro años. La justificación de que los efectos sean tan modestos es que gran parte del gasto militar no entra directamente en la cesta del IPC, y los efectos inflacionarios aparecen indirectamente a través de una mayor demanda interna, presiones salariales o aumento en los costes de producción.

Como contraposición, el FMI ha encontrado evidencia de impactos más intensos sobre el crecimiento económico de los países de la UE. En un estudio realizado para el periodo 1989-2023[5], estimó que un incremento tendencial del gasto en defensa del 1% del PIB podría dar lugar a un aumento del PIB del 1,3% en el mismo año del impacto y casi del 2% dos años después. Además, cuando el gasto se concentra en inversión, los multiplicadores son más elevados, en especial en el caso de compras de equipamiento, cuyo impacto en el PIB puede llegar a ser tres veces superior al gasto realizado.

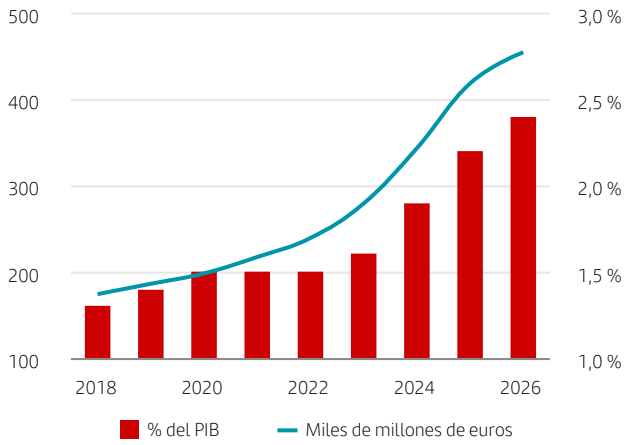
[2] Bokan, N., Jacquinot, P., Lalik, M., Müller, G., Priftis, R. y Rigato, R. (2025), *Macroeconomic impacts of higher defence spending: A model-based assessment*, ECB Economic Bulletin, 6/2025, Banco Central Europeo.
[3] Checherita-Westphal, C., Huber, C., Rodríguez-Vives, M. y Müller, G. (2025), *Fiscal aspects of European defence spending: Implications for euro area macroeconomic projections and associated risks*, ECB Economic Bulletin, 5/2025, Banco Central Europeo.
[4] Se excluye un 0,2% del PIB destinado al apoyo a la defensa de Ucrania, dado que el BCE supone que no tiene un impacto macroeconómico directo en la Eurozona.
[5] Furceri, D., Juarros, P., Mishra, S., Anh Dinh Minh Nguyen, A. S., Pessoa, A. S. y Sollaci, A. (2026), *Macroeconomic impacts of EU defense spending*, IMF Working Paper, 26/53, Washington, D. C.

Evolución histórica del gasto en defensa
(% del PIB)



Fuentes: Banco Mundial y Agencia Europea de Defensa.

Gasto en defensa de la Unión Europea
(miles de millones de euros y % del PIB)



Fuente: Agencia Europea de Defensa.

En última instancia, el impacto económico vendrá determinado por cómo se financie y se implemente dicho incremento de gasto

Conviene, no obstante, interpretar estas cifras con prudencia. El propio FMI recuerda que el proceso de rearme que se está planteando en Europa va a ser más rápido, más sincronizado y de mayor escala de lo que ocurrió en la muestra con la que realizó sus estimaciones. En las actuales condiciones, el impacto en la inflación podría ser mayor dada la magnitud del impulso a la demanda. Si esto ocurre, la política monetaria podría responder de forma más estricta que en los años recientes, con subidas de tipos de interés que acabarían generando 'efectos expulsión' sobre la inversión privada. En ese caso, los multiplicadores del gasto en defensa serían menores de lo que sugieren las estimaciones iniciales.

Aunque ambos estudios no son del todo comparables, ya que el del BCE utiliza un enfoque de simulación de modelos y el del FMI una estimación para una muestra de países durante un periodo de tiempo, la conclusión de ambos es que el gasto en defensa sí puede impulsar la actividad, pero la magnitud depende de forma decisiva de otros factores, entre ellos, del diseño concreto de la expansión fiscal.

Efectos a largo plazo

Los efectos a largo plazo son más inciertos

A largo plazo, la evidencia es menos concluyente. El estudio del FMI encontró que el *stock* de capital aumentó como resultado del incremento de la inversión en defensa, pero que los efectos positivos en la productividad desaparecían una vez se eliminaba el componente cíclico. En otras palabras: el gasto en defensa puede ayudar en el corto plazo, pero no garantiza por sí mismo mejoras duraderas de productividad. Esos progresos podrían aparecer si una parte relevante del gasto se orienta a I+D, innovación y tecnologías con efectos de arrastre sobre el sector privado. Pero también existe el riesgo contrario: que se produzca una asignación ineficiente de recursos, desviándolos del sector privado o de otros bienes públicos que podrían haber generado más bienestar[6].

[6] Ilzetzki, E. (2025), *Guns and growth: The economic consequences of defense buildups*, Kiel Report n.º 2, Kiel Institute for the World Economy.

Dado el interés que manifiestan la Comisión Europea y varios gobiernos por acelerar el refuerzo de las capacidades militares y la seguridad en la UE, incluso multiplicadores relativamente modestos llevan a pensar que el crecimiento económico de la UE en los próximos años podría situarse por encima de la media anual registrada desde la pandemia (que ha sido un escaso 1%). Pero eso no significa que el impacto vaya a ser estable, homogéneo ni necesariamente duradero. La heterogeneidad fiscal e industrial entre países puede hacer que los efectos sean muy distintos.

El reto de la financiación

Todo ello implica un nuevo reto fiscal

El primer factor decisivo es la manera en que se financie el gasto. Las ampliaciones del gasto en defensa suelen tener más efecto sobre el crecimiento en el corto plazo cuando se financian con deuda, porque elevan el déficit y sostienen la demanda agregada. Más adelante, sin embargo, tienden a aparecer efectos compensadores. Cuando el aumento del gasto se percibe como permanente, los gobiernos se plantean subir impuestos o contener otras partidas de gasto. También el sector privado puede pensar que se tomarán medidas correctoras del déficit que reducirán su renta disponible. Además, los inversores podrían preocuparse más por la sostenibilidad de las cuentas públicas. Todo ello termina presionando al alza los tipos de interés y reduciendo el consumo y la inversión privada.

Un aspecto fundamental es que este impulso a la economía conlleva riesgos para las cuentas públicas. En muchos países de la UE, el aumento del gasto en defensa llega en un contexto de deuda pública elevada, tipos de interés más altos que en la década anterior y menor margen fiscal para absorber nuevas presiones de gasto. Eso significa que financiar el gasto en defensa con deuda podría, a medio plazo, presionar sobre la prima de riesgo, el coste de financiación y el espacio fiscal disponible para otras prioridades públicas.

Como punto de partida, numerosos países de la UE tienen un margen fiscal limitado

Es probable que este patrón sea el que se observe en el actual ciclo de rearme de los países de la UE: primero un periodo más expansivo y después una fase de ajuste. La Comisión Europea ha dado a los países la posibilidad de solicitar la activación de la cláusula de escape nacional de las reglas fiscales, lo que facilita elevar temporalmente el gasto en defensa sin exigir recortes inmediatos en otras partidas ni aumentos de impuestos. Sin embargo, esta solución expira en 2028. Entonces los países deberán acomodar el mayor gasto en defensa, ya sea mediante una reordenación de otros gastos, mejoras en la eficiencia del gasto público o mayores ingresos tributarios.

En países con menos margen fiscal, el dilema puede ser especialmente agudo. Hasta ahora, dieciocho de los veintisiete países de la UE se han acogido a esta flexibilidad[7]. Entre los que no lo han hecho figuran Francia e Italia, dos de los países más endeudados de la UE y de los que afrontan costes de financiación más altos. Ambos, sin embargo, han solicitado financiación a través del instrumento *Security Action for Europe* (SAFE), consistente en préstamos a largo plazo otorgados por la UE para adquisiciones conjuntas. La ventaja que ofrecen a países con poco espacio fiscal es un coste de

[7] Los países son: Austria, Bélgica, Bulgaria, Croacia, República Checa, Dinamarca, Estonia, Finlandia, Alemania, Grecia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal, Eslovaquia, Eslovenia y España.

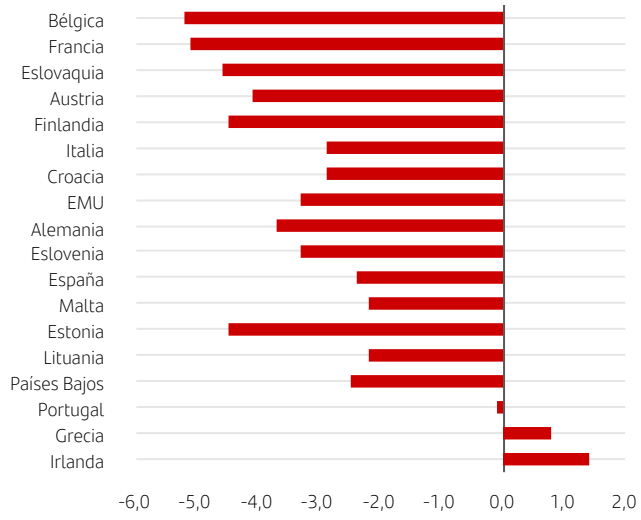
financiación más bajo que si lo financiaran con deuda nacional, al estar respaldado por emisiones de bonos de la UE. Esto sugiere que ambos países tienen apetito por emprender proyectos de defensa, pero que las condiciones de financiación son un fuerte condicionante.

La colaboración pública-privada y contar con instrumentos financieros adecuados será de gran ayuda

En definitiva, el espacio fiscal en Europa no es homogéneo. Por ello, contar con instrumentos financieros adecuados y complementarlos con colaboración público-privada puede resultar fundamental para abordar las restricciones financieras que enfrentan algunos países. Las herramientas habilitadas por la Comisión, como la cláusula de escape o los préstamos SAFE, pueden ser de gran ayuda, pero siguen computando como deuda pública nacional, lo que puede limitar su uso en los países con deuda pública elevada.

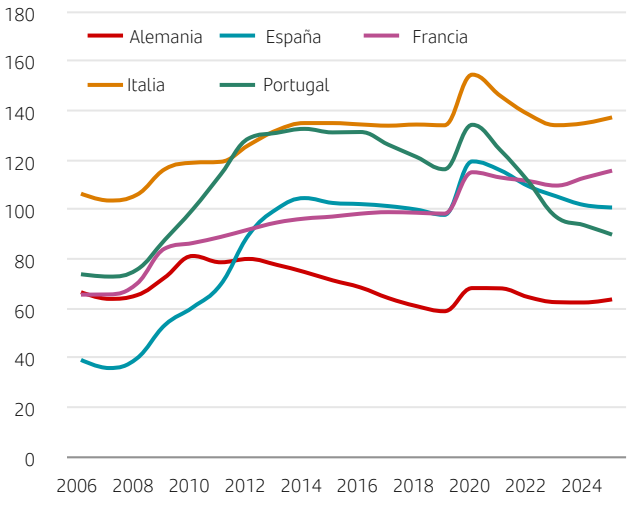
En este contexto, la financiación común europea podría ofrecer una respuesta de mayor alcance. El Marco Financiero Plurianual 2028-2034 podría reforzar el apoyo de la UE a la inversión en defensa, tras proponer la Comisión Europea una ampliación significativa de la financiación destinada a defensa, seguridad y espacio. Aunque estos fondos no financiarían el gasto militar ordinario de los Estados miembros, podrían respaldar capacidades europeas comunes y reducir la presión sobre los presupuestos nacionales. No obstante, su escala y diseño definitivos siguen sujetos a negociación.

Déficit público en los países de la UE en 2025
(% del PIB)



Fuente: Eurostat.

Deuda pública en varios países de la UE
(% del PIB)



Fuente: Eurostat.

La composición del gasto también importa

El segundo factor relevante es la composición del gasto. No todo gasto militar tiene los mismos efectos económicos. El gasto que se dirige hacia inversión, equipamiento e

innovación suele tener impactos mayores y más duraderos que el gasto corriente, como el de personal, mantenimiento o compras ordinarias[8].

Este punto puede jugar a favor de la UE, porque la prioridad actual está en reforzar capacidades militares y tecnológicas. Por eso, el peso de la inversión dentro del gasto total ha aumentado: ha pasado del 20% en 2020 al 32% en el último año, y podría alcanzar el 36% en 2026.

La composición del gasto importa tanto como la cantidad

Ahora bien, ese aumento de la inversión se explica sobre todo por el impulso de las compras de equipamiento. Aunque el gasto en I+D[9], que es el que más puede alimentar la innovación y generar efectos más duraderos, ha crecido, está más rezagado. Según la EDA[10], la I+D se concentra en un número reducido de países, y sería deseable reforzar los vínculos entre los ecosistemas de innovación civil y de defensa, de modo que las nuevas tecnologías puedan difundirse mejor y tengan efectos positivos a largo plazo.

La capacidad de la industria europea

En tercer lugar, el impacto sobre la actividad económica será mayor cuanto más se cubra con compras dentro de la UE. Cuando el estímulo se destina en parte a importar bienes, los incrementos de la producción nacional son menores, y se produce un deterioro de la posición externa. Y esto enlaza con la capacidad de la oferta europea para responder con rapidez y evitar que el aumento del gasto se traduzca en más importaciones, cuellos de botella y presiones sobre los precios.

La base industrial de defensa debería cambiar para generar economías de escala

Por ello, la base industrial de defensa es un elemento crítico. Hoy, la industria de defensa dentro de la UE está fragmentada, organizada en torno a mercados nacionales. Esa fragmentación dificulta aprovechar economías de escala y, con frecuencia, refuerza la dependencia de las importaciones. La cifra que suele usarse para ilustrarlo proviene del informe Draghi, que afirma que casi el 80% de las adquisiciones realizadas por los Estados entre junio de 2022 y junio de 2023 fueron a proveedores de fuera de la UE, especialmente de Estados Unidos. En el mismo sentido, la Comisión Europea ha señalado que las importaciones de armas de los miembros europeos de la OTAN entre 2020-24 crecieron más del doble respecto a los cinco años previos, y la cuota procedente de Estados Unidos aumentó del 52% al 64%[11].

Más coordinación, mayor impacto económico

La coordinación europea puede mejorar el impacto económico del gasto en defensa. Las compras conjuntas y una contratación pública menos fragmentada aparecen como condiciones esenciales para elevar la eficiencia del gasto, favorecer las economías de escala y reducir la fuga de gasto hacia importaciones. En esa línea, la UE anunció en marzo de 2025 la Estrategia Europea de la Industria de Defensa (EDIS) y el Programa Europeo de la Industria de Defensa (EDIP). Ambos instrumentos buscan impulsar la

[8] Fondo Monetario Internacional (2026), *World Economic Outlook: Global Economy in the Shadow of War*, capítulo *Defense spending: Macroeconomic consequences and trade-offs*, Washington, D. C.
[9] Draghi, M. (septiembre de 2024), *The future of European competitiveness*, Comisión Europea.
[10] Agencia Europea de Defensa (EDA, 2026).
[11] Comisión Europea (mayo de 2025), *Spring 2025 Economic Forecast: Moderate Growth amid Global Economic Uncertainty*, capítulo *'The economic impact of higher defence spending'*.

adquisición conjunta dentro de la UE, aumentar la base industrial y tecnológica europea de defensa y mejorar la resiliencia en las cadenas de suministro.

En conclusión

En definitiva, conseguir beneficios duraderos dependerá de que se logre transformar el gasto en capacidad económica

El aumento del gasto en defensa puede tener efectos positivos sobre el crecimiento económico a corto plazo, al actuar como un impulso de demanda en un momento en que la UE está en una posición cíclica débil, operando por debajo de su capacidad.

Sin embargo, para que ese efecto se consolide y se traduzca en beneficios más duraderos, hacen falta condiciones adicionales: una financiación sostenible, una capacidad de producción europea suficiente, una coordinación efectiva entre Estados miembros y una expansión rápida de la oferta que permita absorber el aumento de la demanda sin generar cuellos de botella. Si no fuera así, el resultado sería mucho más limitado, menguado por la fuga hacia importaciones, acompañado de mayores presiones inflacionarias, más incertidumbre en torno a la deuda pública y una mayor tensión sobre otras prioridades presupuestarias.

La industria europea del automóvil: del cumplimiento normativo a la competitividad industrial

Europa ya no está sola en el gran circuito de la nueva movilidad, pero sigue siendo uno de los competidores mejor situados para liderar la próxima carrera por el automóvil del futuro. El vehículo eléctrico ha desplazado el centro de gravedad de la industria: del motor a la batería, de la mecánica al *software*, de la marca a la escala y de la regulación a la política industrial. La oportunidad de Europa consiste en convertir una exigente transición climática en una nueva plataforma de competitividad. Ahora se trata de fabricar en Europa el automóvil del futuro.

Esther Cases Lozano

Europa sigue teniendo el motor en marcha

La automoción sigue siendo una de las grandes palancas industriales de Europa: 13 millones de empleos, en torno al 7% del PIB de la Unión Europea (UE) y un papel central en la inversión, la innovación y las exportaciones. Pero el mapa competitivo ha cambiado. La entrada de jugadores muy potentes, con escala, rapidez tecnológica y una fuerte capacidad industrial está disputando a los fabricantes europeos no solo cuota de mercado, sino también parte del valor añadido y de la viabilidad de su modelo productivo. Por eso, la industria europea necesita reorientarse: pasar de apoyarse en su posición histórica a construir una nueva ventaja competitiva en baterías, *software*, costes, cadenas de suministro y velocidad de innovación. La respuesta europea ya ha empezado a tomar forma. En marzo de 2025, la Comisión presentó su Plan de Acción para el Futuro del Sector de la Automoción; en diciembre de 2025, lo reforzó con un paquete automovilístico más pragmático, con más flexibilidad regulatoria y un marco pensado para compatibilizar neutralidad climática y competitividad industrial[1].

La industria europea necesita reorientarse: pasar de apoyarse en su posición histórica a construir una nueva ventaja competitiva en baterías, *software*, costes, cadenas de suministro y velocidad de innovación

La carrera ha cambiado de circuito: el coche eléctrico es el nuevo terreno competitivo

El vehículo eléctrico se ha convertido en el principal terreno de competencia industrial del sector del automóvil. La inversión y la rivalidad se concentran ya en este terreno.

La magnitud del cambio es visible en el mercado mundial. La Agencia Internacional de la Energía (AIE) estima que en 2025 se vendieron más de 20 millones de coches eléctricos, uno de cada cuatro automóviles nuevos. Para 2026, prevé 23 millones de ventas y una

[1] Todas las fuentes citadas en este documento fueron consultadas el 6 de agosto de 2026. Comisión Europea (5 de marzo de 2025), *Impulsar el sector europeo del automóvil* y *Plan de acción sobre el futuro del sector del automóvil;* y (16 de diciembre de 2025), *Paquete sobre el sector del automóvil.*

cuota mundial del 28%; en Europa, las ventas podrían crecer el 20%, y uno de cada tres automóviles vendidos sería eléctrico[2].

China ha llegado a esta fase con una ventaja de escala. La AIE señala que los fabricantes chinos suministraron el 60% de los automóviles eléctricos vendidos en todo el mundo en 2025, frente a cerca del 15% de los europeos y otro 15% de los norteamericanos, y más del 80% de la fabricación de celdas para baterías[3].

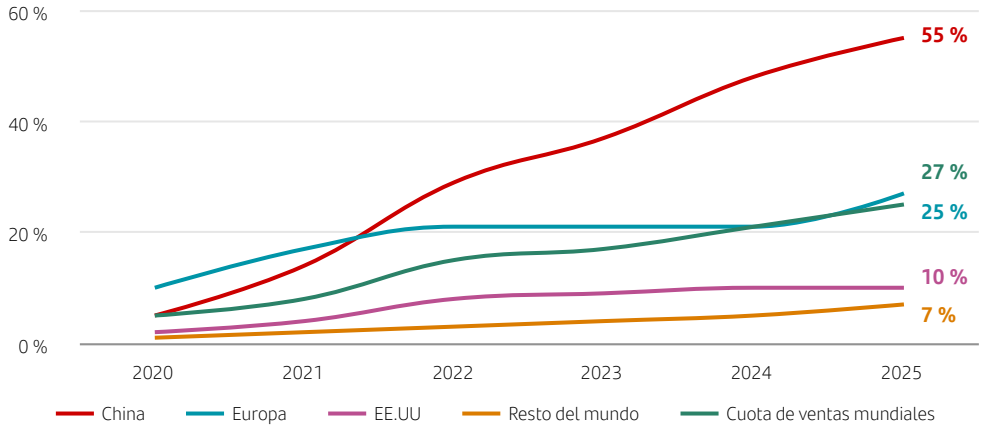
El riesgo no es únicamente fabricar menos automóviles: es convertirse en ensamblador de tecnologías desarrolladas en otros lugares

Esa posición no se explica únicamente por las ayudas económicas públicas: también se sustenta en una cadena de suministro integrada, ciclos de desarrollo rápidos, una oferta amplia y costes a la baja que han permitido que, en China, la mayoría de los coches eléctricos sean la opción de compra más barata[4].

Estados Unidos ofrece otro contraste. Su mercado de vehículos eléctricos es menos homogéneo, pero, junto con China, mantiene ventaja en la capa digital del automóvil: *software* propio, datos, actualizaciones remotas y despliegue comercial de conducción autónoma. En Estados Unidos destacan Waymo y Tesla; en China, Baidu Apollo, Apollo Go y WeRide. La AIE identifica servicios de 'robotaxi' que ya operan en más de 20 ciudades, principalmente en China y Estados Unidos. Cada kilómetro recorrido en condiciones reales genera datos y aprendizaje; por eso, la competencia no se mide solo por el número de unidades producidas, sino por la velocidad con la que una empresa convierte *software* y experiencia de uso en mejoras sucesivas[5].

Europa afronta así una doble presión. Debe acelerar la electrificación para no perder el mercado de volumen y, al mismo tiempo, evitar que la capa de mayor valor —baterías, sistemas operativos, semiconductores, datos y servicios— quede fuera de su control. El riesgo no es únicamente fabricar menos automóviles: es convertirse en ensamblador de tecnologías desarrolladas en otros lugares.

Cuota de ventas de automóviles eléctricos
(% de las ventas totales de vehículos)



Fuente: Agencia Internacional de la Energía.

[2] Agencia Internacional de la Energía,(20 de mayo de 2026), *Global EV Outlook 2026*, capítulo *'Executive summary'*.
[3] Agencia Internacional de la Energía, *Global EV Outlook 2026* (20 de mayo de 2026), capítulos *'Executive summary'* y *'Manufacturing and trade'*.
[4] Agencia Internacional de la Energía, *Global EV Outlook 2026* (20 de mayo de 2026), capítulos *'Executive summary'* y *'Trends in electric cars'*.
[5] Agencia Internacional de la Energía, *Global EV Outlook 2026* (20 de mayo de 2026), capítulo *'Autonomous vehicles'*.

Bruselas pisa el acelerador: de la regulación a la política industrial

El cambio en la política europea llegó con el Plan de Acción para el Futuro del Sector de la Automoción, presentado por la Comisión Europea en marzo de 2025. Sus cinco ejes —innovación y digitalización, movilidad limpia, resiliencia de la cadena de suministro, capacidades laborales, y unas condiciones de competencia equitativas— reflejan un cambio de enfoque: la transición climática también debe servir para mantener la producción y la competitividad europeas[6].

La transición climática también debe servir para mantener la producción y la competitividad europeas

El plan reservó 1.000 millones de euros de Horizonte Europa entre 2025 y 2027, incluidos 350 millones para baterías de nueva generación, y 570 millones de la Alternative Fuels Infrastructure Facility (AFIF) en 2025-26 para infraestructuras de combustibles alternativos, especialmente para vehículos pesados. También propuso crear, al menos, tres zonas de ensayo transfronterizas en las que los vehículos autónomos pudieran probarse en rutas que atraviesan varios países europeos y bajo normas específicas para estos proyectos piloto[7].

El paquete automovilístico de diciembre de 2025 añadió flexibilidad y simplificación normativa. La modificación más visible —sustituir desde 2035 el objetivo vigente del 100% de reducción de emisiones de CO_2 de turismos y furgonetas por un 90%, con una posible compensación del 10% mediante acero europeo de baja huella de carbono y combustibles sostenibles— es, a agosto de 2026, todavía una propuesta de la Comisión. Requiere la aprobación del Parlamento Europeo y del Consejo. El paquete también incluyó un *Battery Booster* de 1.800 millones de euros, de los que 1.500 millones se canalizarán mediante préstamos sin intereses para productores europeos de celdas de baterías eléctricas, además de iniciativas sobre simplificación normativa, flotas corporativas limpias y vehículos eléctricos pequeños[8].

Europa quiere que esta transición se traduzca en industria, inversión y empleo en suelo europeo

El enfoque se extiende también a las materias primas. El Reglamento de Materias Primas Fundamentales fija valores de referencia para 2030 que exigen que la UE alcance, al menos, el 10% del consumo anual mediante extracción interna, el 40% mediante transformación y el 25% mediante reciclaje, al tiempo que limita al 65% la dependencia de un único tercer país para cada material estratégico. En marzo de 2025, la Comisión designó 47 proyectos estratégicos dentro de la UE, con necesidades de inversión estimadas en 22.500 millones de euros[9].

Europa quiere que esta transición se traduzca en industria, inversión y empleo en suelo europeo.

Y del papel a la fábrica

La estrategia ya se está llevando a la práctica.

En diciembre de 2025, Volkswagen, a través de PowerCo, puso en marcha la gigafactoría de Salzgitter, en Alemania, y produjo las primeras celdas unificadas *made*

[6] Comisión Europea (5 de marzo de 2025), COM(2025) 95 final, pp. 2-3.
[7] Comisión Europea (5 de marzo de 2025), COM(2025) 95 final, pp. 4-7 y 13-15.
[8] Comisión Europea (16 de diciembre de 2025), *Automotive package*; Propuesta COM(2025) 995 y Procedimiento 2025/0420(COD); Comisión Europea (9 de junio de 2026), *New Battery Booster set to inject 1.5 billion euros into the European battery industry.*
[9] Regulation (EU) 2024/1252, art. 1(2); Comisión Europea (25 de marzo de 2025), *Selected strategic projects under the Critical Raw Materials Act.*

in Europe. La planta tiene una capacidad de producción inicial prevista de hasta 20 GWh al año, equivalente a baterías para unos 250.000 vehículos eléctricos. Salzgitter actuará como planta piloto para el modelo que después se trasladará a Sagunto (Valencia). El proyecto simboliza el paso de la dependencia externa a una capacidad propia de producción de baterías en suelo europeo.

La fábrica de Debrecen se ha convertido en uno de los símbolos de la nueva industria europea: conectada digitalmente y construida en torno a una nueva arquitectura de producción

Otro enfoque consiste en transformar un activo industrial existente en lugar de construirlo todo desde cero, como está haciendo Renault en la planta de Douai, que forma parte del polo industrial Ampere ElectriCity, en el norte de Francia. La producción de uno de los modelos eléctricos de Renault superó las 100.000 unidades en 15 meses. La misma línea de montaje produce seis modelos eléctricos para Renault, Alpine, Nissan y Mitsubishi. Dos tercios de sus proveedores se sitúan a menos de 300 kilómetros, lo que reduce complejidad logística y reconstruye un ecosistema de proximidad. Supone una señal de reindustrialización y de adaptación de una planta histórica al nuevo ciclo del automóvil.

Un tercer modelo es la cooperación estratégica sin renunciar a la localización europea, como hace Stellantis mediante su alianza con CATL en Zaragoza, España. En diciembre de 2024, las empresas anunciaron una inversión de hasta 4.100 millones de euros en una planta europea de baterías de litio-ferrofosfato (LFP), con el inicio de la producción previsto para finales de 2026 y una capacidad potencial de hasta 50 GWh. Ese proyecto ya ha pasado a fase de construcción, lo que convierte a Zaragoza en una de las referencias de la nueva cadena de valor europea. La asociación combina la escala industrial y la red de vehículos de Stellantis con una tecnología de batería dominada por un líder chino, pero sitúa la fábrica, el empleo y parte del aprendizaje productivo en Europa.

BMW ha reorganizado la red mundial de baterías de sexta generación, y Debrecen, en Hungría, se ha convertido en la primera de cinco plantas de todo el mundo en iniciar la producción en serie de baterías de alto voltaje Gen6. La planta también ha iniciado la producción en serie de uno de los modelos eléctricos de BMW, combinando en un mismo emplazamiento la producción de vehículos y baterías. La fábrica se ha convertido en uno de los símbolos de la nueva industria europea: conectada digitalmente y construida en torno a una nueva arquitectura de producción.

El automóvil conectado y autónomo: donde cambia el modelo de negocio

El coche deja de ser un producto que se entrega terminado y se convierte en una plataforma que puede evolucionar durante toda su vida útil

El proceso industrial europeo también se está extendiendo al automóvil conectado y autónomo, que añade una segunda capa tecnológica a la electrificación. Conviene mantener separados ambos conceptos: un automóvil conectado intercambia información con el exterior —internet, aplicaciones, fabricante, otros vehículos o la infraestructura—; un automóvil autónomo, en cambio, puede asumir parte o la totalidad de la tarea de conducción. Todo automóvil autónomo estará conectado, pero no todo automóvil conectado es autónomo.

El vehículo definido por *software* desplaza funciones que antes estaban fijadas en el *hardware* hacia una arquitectura centralizada y actualizable. Permite incorporar mejoras remotas, mantenimiento predictivo, gestión inteligente de la batería, servicios para flotas, optimización de la recarga y nuevas funciones después de la venta. En términos económicos, el coche deja de ser un producto que se entrega terminado y se convierte en una plataforma que puede evolucionar durante toda su vida útil.

La Comisión ha situado esta capa tecnológica en el centro de su estrategia. El Plan de Acción plantea una plataforma abierta a escala de la UE para vehículos definidos por *software*, bloques comunes de *hardware* y *software*, y aplicaciones de inteligencia artificial (IA) para el automóvil. El objetivo es reducir la fragmentación y evitar que cada fabricante reconstruya desde cero elementos básicos que no diferencian al producto[10].

Las normas de la UE en materia de datos también pueden convertirse en una ventaja competitiva

Las normas de la UE en materia de datos también pueden convertirse en una ventaja competitiva. El Reglamento de Datos *(Data Act)*, aplicable desde septiembre de 2025, ampliará desde septiembre de 2026 el acceso del usuario a los datos generados por los productos conectados. En el sector de la automoción, esto abre la puerta al mantenimiento, la reparación, la gestión de flotas, los seguros basados en el uso, la recarga inteligente y unos mercados de segunda mano más transparentes, siempre bajo reglas de seguridad y protección del secreto empresarial[11].

La batería añade otra capa de trazabilidad. A partir del 18 de febrero de 2027, las baterías de vehículos eléctricos introducidas en el mercado de la UE deberán disponer de un pasaporte digital mediante un código QR. El pasaporte deberá recoger información relevante sobre composición, huella de carbono y ciclo de vida. Esa obligación puede reducir la incertidumbre sobre el estado de la batería, facilitar el reciclaje y la segunda vida, y mejorar la valoración residual del vehículo. De este modo, una norma de cumplimiento se convierte en una infraestructura de información para nuevos mercados[12].

Autonomía al estilo europeo: cautela y ambición industrial

Europa avanza en el coche autónomo con más cautela que China y Estados Unidos, pero ya dispone de homologación, proyectos operativos y casos de uso con lógica económica.

Europa avanza en el coche autónomo con más cautela que China y Estados Unidos, pero ya dispone de homologación, proyectos operativos y casos de uso con lógica económica

SAE International (Society of Automotive Engineers International), cuyo sistema de clasificación se ha convertido en la referencia mundial para la automatización de vehículos, define seis niveles de automatización de la conducción, desde el nivel 0 hasta el nivel 5. En los niveles 0, 1 y 2, la persona conduce y supervisa. En el nivel 3, el sistema puede hacerse cargo en condiciones concretas, aunque debe poder devolver el control. En el nivel 4, el vehículo conduce sin intervención humana dentro de un dominio delimitado; el nivel 5 supondría autonomía en cualquier entorno[13].

[10] Comisión Europea, COM(2025) 95 final, 5 de marzo de 2025, pp. 3-5.
[11] Comisión Europea *Data Act explained* y *Guidance on vehicle data, accompanying the Data Act;* Regulation (EU) 2023/2854.
[12] Regulation (EU) 2023/1542, arts. 77 and 96 y Anexo XIII.
[13] SAE International, SAE J3016_202104, *Taxonomy and Definitions for Terms Related to Driving Automation Systems for On-Road Motor Vehicles.*

Europa se encuentra entre los niveles 1 y 2 de automatización, con avances puntuales en nivel 3 y pruebas limitadas de nivel 4. La Comisión Europea sitúa esta movilidad conectada, cooperativa y automatizada en el centro de la próxima fase industrial del sector, junto con el vehículo definido por *software* y el uso de IA[14].

El Reglamento de Ejecución (UE) 2022/1426, modificado en 2026, estableció procedimientos y especificaciones técnicas para homologar sistemas de conducción automatizada en vehículos totalmente automatizados. Exige definir el dominio de operación, demostrar el comportamiento seguro del sistema, gestionar fallos y ciberseguridad y aportar evidencias antes de la autorización. El mérito de esta arquitectura es que una homologación común puede evitar que cada empresa negocie desde cero en cada país[15].

El primer mercado rentable quizá no sea el automóvil privado de uso universal

Mercedes-Benz demostró que ese marco puede llegar al mercado: obtuvo autorización en Alemania para DRIVE PILOT, un sistema de nivel 3 capaz de operar hasta 95 km/h bajo condiciones específicas. Sin embargo, sus modelos de la Clase S presentados en 2026 no mantuvieron ese despliegue de nivel 3. Dado que la implantación comercial de esta tecnología depende de que sea suficientemente segura, útil y rentable, Mercedes no ha integrado todos estos avances de una sola vez en su Clase S[16].

Esto nos lleva a la idea de que el primer mercado rentable quizá no sea el automóvil privado de uso universal. Los casos de uso más próximos son los servicios dentro de entornos definidos: transporte público bajo demanda, lanzaderas de primera y última milla, puertos, aeropuertos, recintos industriales, aparcamiento automatizado y corredores logísticos. En ellos, el operador controla rutas, mantenimiento, mapas o la supervisión remota, donde el valor económico es más fácil de medir.

La oportunidad está en pasar de los proyectos piloto a despliegues replicables en múltiples ciudades que permitan acumular kilómetros, datos y experiencia operativa sin rebajar los requisitos de seguridad

Madrid ha anunciado el despliegue de 'robotaxis' por parte de Uber, WeRide y AVOMO, y esperamos que las operaciones abiertas al público comiencen más adelante en 2026. En Hamburgo, MOIA inició el 15 de julio de 2026 la prueba con pasajeros de su servicio de transporte compartido autónomo ALIKE con usuarios seleccionados y previamente registrados. En Múnich, MOIA está probando vehículos autónomos en vías públicas y en una pista de pruebas específica, evaluando, entre otros, escenarios complejos de tráfico y emergencia[17].

La Alianza Europea de Vehículos Conectados y Autónomos (ECAVA) se puso en marcha en octubre de 2025 y celebró su primer foro internacional en Bruselas los días 23 y 24 de junio de 2026. Por otra parte, el 8 de junio de 2026, 18 Estados miembros firmaron una declaración en apoyo de grandes bancos de pruebas transfronterizos, en la que se hizo hincapié en el transporte público, el transporte de mercancías y la logística, la interoperabilidad y los procedimientos coordinados de homologación. Europa tiene ahora la oportunidad de pasar de los proyectos piloto a despliegues replicables en

[14] Comisión Europea COM(2025) 95 final, 5 de marzo de 2025, pp. 3-7.
[15] Commission Implementing Regulation (EU) 2022/1426, as amended by Commission Implementing Regulation (EU) 2026/481.
[16] Mercedes-Benz Group (2024), *Mercedes-Benz increases top speed of its Level 3 automated driving system to 95 km/h;* Mercedes-Benz Media (29 January 2026), *The new S-Class: Refined in every detail.*
[17] Uber (2 June 2026), *WeRide, Uber, and AVOMO bring Robotaxis to Madrid;* MOIA (15 July 2026), *Passenger test operation launches in Hamburg;* y MOIA, *Testing for tomorrow, enhancing safety today.*

múltiples ciudades que le permitan acumular kilómetros, datos y experiencia operativa sin rebajar los requisitos de seguridad[18].

Competir con China sin copiar a China

La competencia internacional está actuando como acicate para la industria europea. China sigue marcando el ritmo del mercado y de la oferta de productos. La AIE señala que China es el único gran mercado en el que los modelos de automóviles eléctricos disponibles superan en número a los modelos convencionales, y que los fabricantes chinos suministraron el 60% de las ventas mundiales de automóviles eléctricos en 2025. La posición de China refleja no solo las subvenciones, sino también la variedad de modelos, las cadenas de suministro integradas, la intensa competencia y la caída de los costes de las baterías[19].

El modelo europeo puede ser diferente. Su primer componente sería la seguridad y la homologación común: un vehículo autorizado conforme a normas rigurosas puede acceder a un mercado continental. El segundo sería la circularidad, con requisitos relativos a la huella, el reciclaje y el pasaporte de batería. El tercero sería la interoperabilidad de los datos y el *software*. El cuarto sería la apertura estratégica, que permitiría alianzas con proveedores tecnológicos no europeos y, al mismo tiempo, condicionaría el acceso al mercado a la inversión, la trazabilidad y la competencia leal. El quinto sería la densidad de proveedores y plantas capaces de convertir esas normas en productos de alta calidad.

Esta combinación podría funcionar como ventaja competitiva si reduce los costes y genera confianza. Una regulación fragmentada ralentiza el proceso; una norma europea única puede acelerarlo. Un requisito de trazabilidad aislado eleva los costes; un pasaporte digital interoperable puede crear valor en la financiación, el mantenimiento, la reventa y el reciclaje. Una norma de seguridad demasiado lenta puede retrasar el mercado; una que sea clara y predecible puede facilitar la contratación pública y la aceptación social. La regulación se vuelve competitiva cuando deja de ser una lista de obligaciones nacionales y se convierte en una arquitectura común para ganar escala.

La regulación se vuelve competitiva cuando deja de ser una lista de obligaciones nacionales y se convierte en una arquitectura común para ganar escala

El mayor riesgo es la ejecución. La industria sigue viéndose afectada por los elevados costes energéticos, la debilidad de la demanda en algunos mercados, las diferencias nacionales en los incentivos y la recarga, las dificultades para producir vehículos eléctricos asequibles, los retrasos en el *software* y el incumplimiento de los planes por parte de algunos proyectos europeos de baterías. La política industrial no puede sustituir a la disciplina comercial: necesita fábricas en funcionamiento, productos que los consumidores quieran comprar y plataformas tecnológicas capaces de actualizarse con rapidez.

Europa cuenta con un mercado único de alrededor de 450 millones de consumidores, marcas globales, ingeniería avanzada, proveedores especializados, normas comunes y

[18] Comisión Europea, ECAVA and First International ECAVA Forum (8 de junio de 2026), *Cross-border initiative for autonomous vehicle testbeds.*
[19] Agencia Internacional de la Energía (20 de mayo de 2026), *'Global EV Outlook 2026'*: capítulos *'Trends in electric cars* y *'Executive summary'*.

una capacidad institucional para establecer estándares que a menudo terminan influyendo fuera de sus fronteras[20].



2027: el año de la ejecución

La estrategia ya existe. La cuestión ahora es si Europa puede convertir el próximo año una serie de proyectos dispersos en una trayectoria industrial reconocible y escalable. Estos son los objetivos que deben alcanzarse en 2027:

- Asequibilidad. La transición no se consolidará con vehículos eléctricos concentrados en los segmentos altos. La nueva generación de compactos europeos, la extensión de baterías LFP y la propuesta de una categoría regulatoria para coches pequeños pueden reducir precio y peso. Pero la demanda necesita señales estables: fiscalidad previsible, recarga disponible y políticas de flotas corporativas que creen volumen sin depender de subvenciones intermitentes.

La estrategia ya existe. La cuestión ahora es si Europa puede convertir el próximo año una serie de proyectos dispersos en una trayectoria industrial reconocible y escalable

- Utilizar la capacidad industrial. Salzgitter, Douai y Zaragoza deben entenderse como nodos de una red, no como excepciones. La Comisión y los Estados miembros tendrán que acelerar permisos, conexiones eléctricas, acceso a energía competitiva, reciclaje y proyectos de materias primas. La política industrial solo será creíble cuando las plantas alcancen volumen, productividad y costes compatibles con el mercado.
- Acortar la brecha de *software*. Europa necesita componentes comunes, arquitecturas zonales, actualizaciones remotas fiables y talento en inteligencia artificial y ciberseguridad. Compartir capas no diferenciadoras puede liberar recursos para aquello que sí distingue a cada marca. La colaboración entre fabricantes, proveedores y empresas tecnológicas será tan importante como la inversión en fábricas.

[20] Comisión Europea (21 de mayo de 2025), *Bringing down barriers to the single market to create opportunities for all.*

- Transformar los bancos de pruebas autónomos en mercados. La contratación pública y los operadores de transporte pueden crear los primeros casos de escala: rutas definidas, alta utilización, supervisión profesional y beneficios medibles. Si cada ciudad diseña un régimen distinto, Europa acumulará pilotos. Si comparte homologación, datos y procedimientos operativos, podrá acumular una plataforma exportable.

Europa no necesita ganar todas las etapas de la carrera. Sí necesita conservar y ampliar una parte decisiva del valor

- Coherencia regulatoria. Flexibilidad no debe significar incertidumbre permanente. Los fabricantes invierten con horizontes largos; necesitan saber qué tecnologías, combustibles, materiales y créditos contarán en 2030 y 2035. La revisión del marco de CO_2 puede ser más pragmática, pero solo ayudará a la competitividad si se resuelve con rapidez y mantiene una señal clara hacia la inversión baja en carbono.

Europa no necesita ganar todas las etapas de la carrera. Sí necesita conservar y ampliar una parte decisiva del valor: batería, electrónica, *software*, datos, servicios y capacidad de integración. Los primeros kilómetros ya están recorridos. La ventaja competitiva aparecerá si el continente consigue hacer algo que su industria conoce bien: convertir una norma exigente en un producto fiable, fabricable y atractivo a escala.

Conclusión

La respuesta europea ya no se limita a fijar objetivos climáticos. Empieza a materializarse en celdas producidas en Salzgitter, líneas multimodelo en Douai, una planta LFP en construcción en Zaragoza, reglas comunes para los datos y los primeros servicios autónomos controlados. La oportunidad de la UE consiste en convertir seguridad, trazabilidad y mercado único en una plataforma industrial capaz de competir con la escala china y la velocidad tecnológica de Estados Unidos, sin copiar ninguno de los dos modelos y construyendo un tercer modelo competitivo basado en capacidad industrial, reglas comunes, apertura estratégica y despliegues seguros.

El papel de América Latina en el nuevo panorama geopolítico

En un mundo fragmentado, América Latina está ganando importancia en el debate económico mundial. La región combina minerales críticos, energía limpia, capacidad agroalimentaria, biodiversidad y una posición geográfica que la mantiene relativamente alejada de las principales tensiones geopolíticas. Estas fortalezas crean una oportunidad para que la región desempeñe un papel más relevante en las cadenas globales de valor y mejore sus perspectivas de crecimiento. Sin embargo, aprovechar este potencial depende de su capacidad para transformar esas fortalezas en inversión, mejoras de productividad, empleo cualificado y mayor valor añadido.

Marisol de Francisco Bartolomé

La realidad de América Latina está cambiando y también la forma en la que el mundo la mira. Durante décadas, la percepción de la región estuvo marcada principalmente por la volatilidad macroeconómica, los ciclos políticos y la dependencia de las materias primas. Hoy, América Latina empieza a considerarse una región con potencial para desempeñar un papel geoeconómico cada vez más relevante. Esta oportunidad no está garantizada y persisten importantes retos relacionados con la informalidad, las infraestructuras, la productividad y el modesto crecimiento potencial. No obstante, se valora cada vez más lo que la región puede aportar: su dotación de recursos, su capacidad productiva y una posición geográfica relativamente alejada de algunos de los principales focos de tensión geopolítica en un mundo cada vez más fragmentado.

La dotación de recursos de América Latina refuerza su papel estratégico en una economía global fragmentada

Este cambio refleja en gran medida una transformación del propio entorno internacional. Durante años, las empresas y los inversores priorizaron la eficiencia, los bajos costes y la expansión hacia nuevos mercados. Hoy, esos factores siguen siendo importantes, pero han pasado a primer plano otras consideraciones, como reducir dependencias excesivas, garantizar el acceso a insumos estratégicos, diversificar las cadenas de suministro, avanzar en la transición energética y reforzar la seguridad alimentaria. La pandemia, las tensiones entre Estados Unidos y China y la creciente fragmentación geopolítica han acelerado estas tendencias.

En este nuevo escenario, muchos de los activos de América Latina adquieren una relevancia renovada. La región posee algunos de los recursos más demandados para la economía del futuro, entre ellos minerales críticos, tierras raras, una de las matrices energéticas más limpias del mundo[1] y una importante capacidad agroalimentaria.

[1] Agencia Internacional de la Energía, *Latin America Energy Outlook 2023;* y *World Energy Investment 2025: Latin America and the Caribbean.*

Además, América Latina afronta esta nueva etapa con unos fundamentos macroeconómicos más sólidos que en ciclos anteriores, lo que refuerza su capacidad para desenvolverse en un entorno internacional más complejo, pero también lleno de nuevas oportunidades. Esta mejora responde a una serie de transformaciones estructurales impulsadas durante las últimas décadas. Muchos países han reforzado la independencia y credibilidad de sus bancos centrales, consolidando los esquemas de objetivos de inflación y mejorando su capacidad para anclar las expectativas. La gestión de la deuda pública también ha mejorado, con un mayor recurso a la financiación en moneda local, lo que reduce los descalces de divisas y la vulnerabilidad frente a perturbaciones externas. A ello se suman unas posiciones externas más robustas, respaldadas por mayores reservas internacionales, tipos de cambio más flexibles y déficits por cuenta corriente generalmente moderados y financiados de forma confortable mediante inversión extranjera directa. Todo ello ha contribuido a fortalecer la resiliencia de la región frente a episodios de volatilidad global.

Los activos de la economía del futuro

La región entra en esta nueva fase con fundamentos macroeconómicos más sólidos y una mayor resiliencia ante choques externos que en ciclos anteriores

Tres categorías de activos están cobrando importancia en la economía del futuro: minerales críticos, energía y alimentos. El cobre, el litio, el níquel, el grafito, el niobio y las tierras raras son esenciales para la electrificación, las baterías, las redes eléctricas, los semiconductores, las infraestructuras digitales y los sistemas de defensa[2]. La energía y los alimentos también han adquirido un carácter más estratégico en un contexto en el que la seguridad de suministro se ha convertido en una preocupación para gobiernos y empresas. América Latina posee los tres en abundancia.

En este contexto, la región ocupa cada vez más el centro de la competencia entre las grandes potencias por construir cadenas de producción más diversificadas y menos vulnerables. Dado que Estados Unidos, China, Europa e India buscan garantizar el acceso a insumos esenciales, recurren con mayor frecuencia a América Latina como socio alternativo para reducir dependencias y asegurar recursos clave[3].

Otra de las fortalezas de la región radica en que su base de recursos no se concentra en un único país o sector. América Latina combina minerales críticos, energía, alimentos, capacidad manufacturera y relaciones económicas con los principales mercados, lo que le permite responder simultáneamente a la transición energética, las inquietudes sobre la seguridad alimentaria y la reorganización de las cadenas globales de valor. Esta combinación amplía el abanico de oportunidades de la región y mejora su capacidad para responder a distintas demandas mundiales.

[2] Agencia Internacional de la Energía, *Global Critical Minerals Outlook 2025*; USGS (US Geological Survey), *Mineral Commodity Summaries 2025*.
[3] White & Case (2026), artículo sobre EE.UU. y minerales críticos en América Latina; Centre for Social and Economic Progress; (CSEP) (2026), artículo sobre India y minerales críticos en América Latina; AP News (2026), Acuerdo entre Brasil e India sobre minerales críticos y tierras raras.

Recursos estratégicos de América Latina para la economía del futuro

Tres fortalezas clave de un vistazo

Fortaleza	Datos destacados	Por qué es importante a escala mundial
Minerales críticos	~35% de las reservas mundiales de cobre y ~46% de las reservas de litio	Insumos clave para la electrificación, las baterías, las infraestructuras digitales y la industria avanzada
Energía	Cerca del 20% de las reservas mundiales de petróleo, junto con una matriz energética limpia	Contribuye a la seguridad energética y a la transición hacia una producción de electricidad con menos emisiones de carbono
Sector agroalimentario	Posiciones líderes mundiales en soja, maíz, carne de vacuno, café, azúcar y fruta	Refuerza la seguridad alimentaria y aporta una base exportadora diversificada

Nota: las cifras están redondeadas. Los datos de minerales corresponden a 2024, los de petróleo a 2025 y los de exportaciones agroalimentarias a 2024.

Fuentes: USGS, Mineral Commodity Summaries 2025 Data Release; Eni, World Energy Review 2026; Energy Institute, Statistical Review of World Energy 2026; y las fuentes comerciales utilizadas en la tabla original.

Los datos ilustran la magnitud de esta oportunidad. La región alberga al mayor productor de cobre del mundo, Chile, así como a algunos de los países con mayores reservas de este mineral, mientras que Chile y Argentina también ocupan posiciones destacadas en litio, un insumo clave para las baterías y el almacenamiento de energía. Brasil aporta otra dimensión gracias a sus yacimientos de niobio, níquel y tierras raras; el contraste entre reservas y producción da una idea del margen existente para atraer inversión y desarrollar capacidades locales.

A ello se suma el papel de la región en el ámbito energético. América Latina concentra una proporción significativa de las reservas probadas de petróleo y de la producción mundial, con Brasil como principal productor regional y Venezuela todavía como actor dominante en reservas. La dimensión agroalimentaria completa el panorama. América Latina y el Caribe ya son actores relevantes en la producción agrícola mundial y en las exportaciones agroalimentarias, y cuentan con una clara ventaja comparativa en varios productos básicos: Brasil y Argentina destacan en la producción de soja, maíz y proteína animal, mientras que Brasil y Colombia mantienen una posición muy relevante en el cultivo de café[4].

El desafío no consiste solo en extraer recursos, sino en capturar más valor a lo largo de las cadenas de suministro

La creciente importancia de América Latina en la economía mundial también empieza a reflejarse en sus patrones de exportación. En Brasil, las ventas al exterior siguen dominadas por el complejo agroindustrial, pero un porcentaje creciente corresponde a la energía, al tiempo que surge un potencial adicional en minerales estratégicos. También en Argentina, la agricultura continúa siendo el ancla de la cesta exportadora, pero la energía y la minería están emergiendo como posibles vectores de cambio. En Chile, la minería ha reafirmado su posición como el mayor sector exportador del país, con el cobre todavía como principal fuente de ventas internacionales, aunque otros minerales vinculados a la transición energética aportan ahora una contribución

[4] Banco Mundial (2024), *Towards a Green, Inclusive and Competitive Agrifood System;* Eni, *World Energy Review 2026;* Instituto de Energía, *Statistical Review of World Energy 2026.*

creciente. México presenta un perfil diferente: sigue siendo una economía exportadora predominantemente manufacturera, en la que el sector del automóvil mantiene un papel central. Al mismo tiempo, la cesta exportadora del país se ha diversificado cada vez más en los últimos años, con un creciente dinamismo de las manufacturas no relacionadas con el automóvil —en particular, de equipos eléctricos y electrónicos—, respaldadas por la mayor demanda de Estados Unidos de bienes tecnológicos vinculados a la digitalización, los centros de datos y la inteligencia artificial.

Hacer realidad este potencial requerirá inversión, tecnología y una mano de obra cualificada

La diversificación de la cesta exportadora de la región refuerza su capacidad para generar divisas, fortalece su posición externa y también puede actuar como canal para atraer inversión hacia sectores que se benefician de tendencias de demanda mundial crecientes a largo plazo.

La carrera por el valor añadido

La disponibilidad de minerales, energía y alimentos constituye una base excelente, pero el verdadero reto para América Latina consiste ahora en transformar sus recursos en una fuente más amplia de desarrollo productivo, tecnológico y empresarial dentro de la propia región. Su éxito dependerá de su capacidad para participar en las etapas en las que se concentran la tecnología, los servicios especializados, el conocimiento y la capacidad de decisión.

La experiencia reciente demuestra que poseer el recurso no garantiza el control de la cadena. La competencia internacional se desplaza cada vez más hacia las etapas posteriores —desde el refinado y el procesamiento hasta la transformación industrial, la propiedad intelectual y los servicios tecnológicos—. En muchos casos, los minerales salen de América Latina como concentrados y regresan incorporados en baterías, vehículos eléctricos, semiconductores o equipos industriales.

Capturar más etapas de la cadena permitiría a la región convertir una ventaja basada en la disponibilidad de recursos naturales en una fuente de crecimiento más sostenible. Esto favorecería la inversión a largo plazo y la transferencia tecnológica, elevaría la productividad, generaría más empleo cualificado y ampliaría los encadenamientos productivos. Esa es la diferencia entre participar en la economía del futuro como proveedor de materias primas y hacerlo desde una posición más estratégica, con mayor capacidad para influir en cadenas de valor más complejas.

La inversión, la innovación y las capacidades locales determinarán cuánto valor obtiene América Latina de su riqueza en recursos

En el caso de los minerales críticos, este salto exigirá desarrollar capacidades industriales y de servicios en torno a los proyectos mineros: ingeniería, logística especializada, certificación medioambiental, tecnología aplicada y talento cualificado. El acceso a financiación a largo plazo es una necesidad básica, especialmente en proyectos intensivos en capital y con largos plazos de maduración. Sin embargo, la disponibilidad de inversión, ya sea nacional o extranjera, no garantiza por sí sola una transformación productiva más profunda. Como subraya la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)[5], para ampliar el efecto multiplicador de las inversiones mineras es necesario vincular las políticas de atracción de capital con una

[5] ECLAC (2025), *ECLAC Keys to Development*, No 23.

agenda de desarrollo productivo que promueva la innovación, el desarrollo de proveedores locales y el fortalecimiento de las capacidades institucionales. Solo así podrá generarse en la propia región una mayor proporción del valor asociado a estos recursos.

La energía limpia se está convirtiendo en un factor clave para atraer inversiones y actividades de mayor valor

La misma lógica se aplica a la energía. América Latina ya disfruta de una ventaja clara en este ámbito gracias a su matriz energética limpia, la elevada proporción de renovables y el desarrollo de nuevas fuentes como la solar, la eólica, la bioenergía y el hidrógeno verde. Sin embargo, la región tiene potencial para ir más allá de la mera exportación de lo que posee; puede utilizar sus fuentes de energía como base para atraer actividades industriales intensivas en electricidad limpia, como el procesamiento de minerales con bajas emisiones, la producción sostenible de fertilizantes, los proyectos de acero verde, la explotación de centros de datos, las manufacturas competitivas y nuevos servicios vinculados a la transición energética. En un mundo en el que la huella de carbono influirá cada vez más en las decisiones de inversión, producción y comercio, disponer de energía limpia y competitiva puede convertirse en una ventaja industrial de primer orden.

Algo similar ocurre también con el sector agrícola. La región es uno de los principales productores y exportadores de alimentos del mundo, pero su potencial depende cada vez más de su capacidad para consolidar una oferta agroalimentaria más sofisticada y resiliente. Los alimentos procesados, la biotecnología, los bioinsumos, la innovación agrícola y los estándares de sostenibilidad pueden ampliar el valor económico de una base productiva ya muy relevante. La competitividad agroalimentaria vendrá determinada cada vez más no solo por la escala, sino también por la capacidad de producir de manera más eficiente, sostenible y diferenciada.

Los tres casos siguen un patrón similar: el punto de partida de América Latina es muy sólido, pero el salto cualitativo dependerá de su capacidad para ampliar los efectos de arrastre sobre la economía local. La inversión, la tecnología, el talento y la coordinación productiva serán fundamentales para que la región convierta sus minerales, energía y sector agroalimentario en una participación de mayor valor en la economía mundial.

América Latina en un mundo más fragmentado

Para la región, será clave mantener una estrategia pragmática que le permita diversificar sus socios, atraer inversiones y aprovechar las oportunidades

Este escenario coincide con la aparición de un mundo más fragmentado, en el que Estados Unidos, China, Europa e India ofrecen a América Latina formas de integración económica diferentes y, en algunos casos, complementarias. Será fundamental que la región mantenga una estrategia pragmática que le permita diversificar socios, atraer inversión y aprovechar las oportunidades abiertas por la reorganización mundial, evitando al mismo tiempo sustituir unas dependencias por otras.

Europa ocupa un lugar especialmente relevante en este panorama. Su transición energética y su autonomía industrial exigen un acceso más seguro y diversificado a materias primas críticas, energía y alimentos. América Latina aparece como un socio natural para esa agenda, dada su dotación de recursos, sus vínculos históricos y

comerciales con Europa y su capacidad para ofrecer una relación basada en reglas y estándares compartidos.

En este contexto, el acuerdo entre la Unión Europea (UE) y Mercosur adquiere una relevancia especial. Junto con los acuerdos de la UE con México y Chile, conforma una red de integración económica que abarca más del 90% de la región y ofrece un marco de reglas compartidas, previsibilidad y cooperación a largo plazo. En un entorno internacional más incierto, esta arquitectura institucional puede facilitar la inversión, reducir los costes de entrada para las empresas y reforzar la relación económica entre ambas regiones.

Los intereses contrapuestos de Estados Unidos, China, Europa e India amplían las oportunidades de comercio e inversión para América Latina

Por supuesto, el interés por América Latina no procede únicamente de Europa. Estados Unidos ha empezado a contemplar la región desde la óptica de la seguridad económica y tecnológica, con minerales críticos relevantes tanto para la transición energética como para las infraestructuras estratégicas y las aplicaciones de defensa. Este interés estadounidense empieza a traducirse en instrumentos concretos de financiación e inversión, como el apoyo del Banco Interamericano de Desarrollo (BID) a un proyecto de litio en Argentina o el posible respaldo de la Corporación Financiera de Desarrollo de Estados Unidos a la ampliación de Serra Verde, en el estado brasileño de Goiás[6]. India también mira hacia la región como vía para diversificar el acceso a minerales críticos y reducir su exposición a cadenas dominadas por China. Para América Latina, esta multiplicidad de socios amplía su margen de negociación y puede abrir nuevas oportunidades de inversión y de desarrollo de capacidades propias.

Condiciones para aprovechar las oportunidades

Estas oportunidades no se materializarán de manera automática. Para aprovecharlas plenamente, América Latina deberá avanzar en ámbitos en los que siguen existiendo limitaciones importantes, en particular las infraestructuras, el capital humano, la productividad, la seguridad jurídica, la calidad regulatoria y la capacidad de ejecución. La región puede contar con activos muy valiosos en el nuevo entorno mundial, pero transformarlos en crecimiento sostenido exigirá reducir los cuellos de botella internos que todavía limitan la inversión, elevan los costes de los proyectos y dificultan el despliegue de nuevas actividades productivas.

Convertir el interés externo en crecimiento a largo plazo requerirá una infraestructura, unas competencias y unas instituciones más sólidas

La demografía constituye asimismo una fuente adicional, aunque limitada en el tiempo, de potencial de crecimiento. América Latina, al igual que China y Corea del Sur, es una región relativamente joven en comparación con muchas economías avanzadas, aunque su dividendo demográfico se va agotando gradualmente a medida que disminuyen las tasas de fecundidad y aumenta la proporción de población de mayor edad. Al mismo tiempo, la participación femenina en el mercado laboral es comparativamente baja en varios países de la región, tanto respecto a la participación masculina como a la de las mujeres en muchas economías avanzadas. Esto deja un margen considerable para elevar la participación femenina, lo que ofrece una oportunidad importante para ampliar la población activa, sostener el crecimiento potencial y aprovechar mejor el

[6] White & Case (2026), artículo *The US and critical minerals in Latin America.*

capital humano disponible. La aplicación de políticas que faciliten la conciliación de la vida laboral y personal, amplíen el acceso a servicios de cuidado infantil y fomenten la participación de las mujeres en el mercado laboral podría apuntalar esta fuente de crecimiento para la región en los próximos años[7].

También será importante que la inversión que llegue a la región tenga un impacto más amplio sobre el tejido económico local. Como ya hemos señalado, atraer capital extranjero puede acelerar el desarrollo de nuevos proyectos, pero su contribución al crecimiento será mayor si se vincula a la innovación, la transferencia tecnológica, el desarrollo del talento, el desarrollo de proveedores y el fortalecimiento institucional. Como subraya la CEPAL, la inversión minera, en particular, tendrá mayor impacto si se integra en una agenda de desarrollo productivo que vaya más allá de la extracción. En otras palabras, el objetivo es que la inversión contribuya a transformar la estructura productiva de la región y no se limite a ampliar la explotación de los recursos naturales.

América Latina cuenta con los activos. El siguiente paso es transformar el potencial en prosperidad

El entorno internacional más fragmentado añade una dimensión adicional a estas condiciones. La rivalidad geopolítica puede abrir oportunidades para los países capaces de ofrecer estabilidad, recursos y diversificación, pero también puede generar nuevas fuentes de volatilidad comercial, financiera y regulatoria. En este contexto, la capacidad de preservar la flexibilidad y evitar una exposición excesiva a un único socio o mercado será un elemento importante de resiliencia.

Conclusión

En última instancia, la economía del futuro necesitará muchos de los activos que América Latina posee en abundancia. Pero la oportunidad de desempeñar un mayor papel geoeconómico y mejorar las perspectivas de crecimiento a largo plazo dependerá de la capacidad de la región para transformar esa ventaja inicial en inversión, tecnología, empleo cualificado y mayor sofisticación productiva. La diferencia entre una oportunidad aprovechada y una oportunidad perdida residirá cada vez menos en la posesión de recursos y más en el control de las capacidades necesarias para convertirlos en productos, servicios y soluciones de mayor valor.

La región afronta este escenario desde una posición más sólida que en otros periodos de su historia reciente. Aunque persisten importantes retos para mejorar la informalidad, la productividad, las infraestructuras y las actuales y modestas perspectivas de crecimiento potencial, muchos países cuentan ahora con marcos de política monetaria más robustos, bancos centrales más creíbles, una inflación mejor controlada, niveles holgados de reservas internacionales, cuentas exteriores más equilibradas y mercados financieros más profundos. Estos avances no eliminan los riesgos, pero mejoran la capacidad para absorber perturbaciones externas y refuerzan la percepción de una región más estable y predecible.

América Latina está hoy en condiciones de aprovechar las oportunidades que tiene ante sí. El nuevo contexto internacional le otorga mayor visibilidad, una demanda

[7] FMI (2026), *Critical Minerals & Energy: Powering Economic Development*, discurso de apertura del subdirector gerente Nigel Clarke en las Reuniones Anuales del Banco Interamericano de Desarrollo, Paraguay, 13 de marzo.

estructural más favorable y una posición más abierta desde la que construir relaciones económicas con distintos socios. La oportunidad es clara. El reto ahora es traducir una demanda externa más sólida en un crecimiento más productivo, innovador y sostenible.

Categoría	Brasil		Argentina		Chile		México	
	% del total, 2025	TCAC 2015-2025	% del total, 2025	TCAC 2015-2025	% del total, 2025	TCAC 2015-2025	% del total, 2025	TCAC 2015-2025
Energía	16 %	15 %	13 %	17 %	—	—	3 %	(1) %
Minería y metales	18 %	6 %	8 %	5 %	60 %	8 %	2 %	12 %
Agricultura (total), de la cual:	43 %	7 %	60 %	4 %	22 %	5 %	8 %	7 %
Agricultura primaria	22 %	8 %	25 %	5 %	8 %	6 %	3 %	5 %
Agroindustria	20 %	6 %	35 %	3 %	14 %	4 %	5 %	8 %
Manufacturas industriales (total), de las cuales:	23 %	3 %	19 %	2 %	17 %	3 %	87 %	6 %
Automóviles y otros vehículos de transporte	7 %	2 %	9 %	3 %	—	—	28 %	5 %

Nota: las cifras están redondeadas. Los datos de minerales corresponden a 2024, los de petróleo a 2025 y los de exportaciones agroalimentarias a 2024.

Fuentes: Santander Research a partir de USGS, *Mineral Commodity Summaries 2025 Data Release*; Eni, *World Energy Review 2026;* Energy Institute, *Statistical Review of World Energy 2026;* y las fuentes comerciales utilizadas en la tabla original.

Resumen
de previsiones



Previsiones macroeconómicas

Variación anual, excepto otra indicación

		2026e	2027e	2028e
Mundo	Crecimiento del PIB (%)	3,1	3,4	3,3
Estados Unidos	Crecimiento del PIB (%)	2,3	2,2	2,0
	Tasa de desempleo	4,2	4,2	4,2
	Inflación (IPC)	3,5	2,5	2,1
	Tipo oficial*	4,25	4,25	3,50
China	Crecimiento del PIB (%)	4,6	4,5	4,2
EUROPA				
Eurozona	Crecimiento del PIB (%)	1,0	1,4	1,3
	Tasa de desempleo	6,4	6,3	6,3
	Inflación (IPC)	3,1	2,6	1,9
	Tipo oficial*	2,75	3,25	2,75
Francia	Crecimiento del PIB (%)	0,4	0,8	1,1
	Tasa de desempleo	8,3	8,3	8,1
	Inflación (IPC)	2,3	2,1	1,4
Alemania	Crecimiento del PIB (%)	1,1	1,2	1,4
	Tasa de desempleo	6,4	6,3	6,1
	Inflación (IPC)	2,8	2,6	1,9
Portugal	Crecimiento del PIB (%)	2,2	2,1	2,1
	Tasa de desempleo	5,8	6,1	6,4
	Inflación (IPC)	2,7	2,4	2,2
España	Crecimiento del PIB (%)	2,6	2,2	1,8
	Tasa de desempleo	9,9	9,4	9,2
	Inflación (IPC)	3,6	2,9	2,1
Reino Unido	Crecimiento del PIB (%)	1,3	0,9	1,4
	Tasa de desempleo	5,4	5,4	5,2
	Inflación (IPC)	3,1	3,3	2,1
	Tipo oficial*	4,00	4,25	3,25

Previsiones macroeconómicas

Variación anual, excepto otra indicación

		2026e	2027e	2028e
América Latina				
América Latina-7	Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,9	2,2
	Tasa de desempleo	5,4	5,7	5,9
	Inflación (IPC)**	4,2	3,6	3,1
Argentina	Crecimiento del PIB (%)	1,8	2,7	3,9
	Tasa de desempleo	7,2	7,1	7,0
	Inflación (IPC)	30,1	23,0	12,7
Brasil	Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,3	1,5
	Tasa de desempleo	5,5	6,0	6,5
	Inflación (IPC)	4,5	4,4	3,9
	Tipo oficial*	13,50	12,50	10,50
Chile	Crecimiento del PIB (%)	0,0	3,5	2,8
	Tasa de desempleo	8,9	8,5	8,1
	Inflación (IPC)	3,9	3,5	3,0
	Tipo oficial*	4,50	4,50	4,25
Colombia	Crecimiento del PIB (%)	2,4	2,0	3,1
	Tasa de desempleo	9,3	10,1	9,5
	Inflación (IPC)	7,0	5,1	4,0
	Tipo oficial*	12,25	11,00	9,25
México	Crecimiento del PIB (%)	1,8	1,7	2,1
	Tasa de desempleo	2,8	3,2	3,4
	Inflación (IPC)	3,8	3,9	4,0
	Tipo oficial*	6,50	6,50	6,50
Perú	Crecimiento del PIB (%)	3,4	3,2	3,3
	Tasa de desempleo	5,7	5,0	5,0
	Inflación (IPC)	4,0	3,0	2,5
	Tipo oficial*	4,75	4,25	4,25
Uruguay	Crecimiento del PIB (%)	1,0	1,5	2,0
	Tasa de desempleo	7,9	8,1	8,2
	Inflación (IPC)	4,1	4,8	4,3
	Tipo oficial*	6,00	5,75	5,75

(*) Fin de período. (**) Sin Argentina.
América Latina-7: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay.
Fuente: Santander Research.

Economistas de Banco Santander

Sede Central - Eurozona - España - Estados Unidos

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

Argentina

Rodrigo Park

Cristian Cancela

Mariela Díaz Romero

Agustín Fabbricatore

Brasil

Marco Antonio Caruso

Ítalo Franca

Felipe Kotinda

Henrique Danyi

Ana Julia Costa

Rodolfo Pavan

Chile

Andrés Sansone

Lorena Palomeque

Rodrigo Cruz

Juan Alonso Puentes

Portugal

Rui Constantino

Bruno Fernandes

México

Alonso Cervera

Rodrigo Barros

Luis Rodrigo Carbajal

Cristian García

Rosa Mercado

Reino Unido

Frances Haque

Giles Andrews

David Fenton

Colombia

Sergio Cruz

Perú

Yasser Rodrigo

Diana Pastor

Uruguay

Cristina Conti

sestudios@gruposantander.com

The Year Ahead

2027

De la resiliencia al crecimiento

Santander