

INFORME ANUAL

2024

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME ANUAL 2024

<https://doi.org/10.53479/39867>

Fecha de cierre de datos: 5 de mayo de 2025.

Fecha de publicación: 20 de mayo de 2025.

Informe Anual en breve 13

1 Introducción 24

2

ENTORNO INTERNACIONAL

2.1 Dinámicas de la actividad y los precios 29

2.2 Política monetaria y condiciones financieras 40

2.2.1 Política monetaria 40

2.2.2 Condiciones financieras en el área del euro y mercados financieros internacionales 42

3

ECONOMÍA ESPAÑOLA

3.1 Crecimiento del PIB 50

3.2 Precios 57

3.3 Mercado de trabajo 62

3.4 Productividad 73

3.5 Condiciones financieras 82

3.6 Cuentas públicas 87

3.6.1 Las cuentas públicas en 2024 87

3.6.2 Los ingresos y gastos públicos tras la pandemia 89

3.6.3 El Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 93

3.7 Saldo exterior 97

4

PERSPECTIVAS Y RETOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA A FUTURO

4.1 Un entorno internacional muy complejo e incierto	105	Bibliografía	147
4.1.1 Principales fuentes de riesgo a escala global	105	Recuadros	153
4.1.2 Grado de exposición de la economía española a los aranceles de Estados Unidos	107	Índice de imágenes	197
4.1.3 Impacto macroeconómico de distintos escenarios comerciales hipotéticos	115	Publicaciones del Banco de España	198
4.1.4 Un mayor gasto en defensa e infraestructuras en la Unión Europea: factores que pueden condicionar su impacto macroeconómico	121	Siglas, abreviaturas y signos utilizados	199
4.1.5 Posibles implicaciones a largo plazo del actual contexto internacional	124		
4.2 El papel de las políticas europeas	134		
4.3 Principales retos de la economía española	138		

ÍNDICE DE CUADROS

- 2.1 Selección de eventos relacionados con el conflicto arancelario 36
- 3.1 Medidas de productividad de la economía española y europea 74

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 2.1 La actividad económica mundial mantuvo su senda de crecimiento en 2024, aunque mostró una notable heterogeneidad entre áreas y sectores, al tiempo que la inflación consolidó su proceso de moderación 30
- 2.2 El avance de la actividad y la moderación de las tasas de inflación globales tuvieron lugar en un contexto de relativa contención de los cuellos de botella y de los precios de las materias primas 31
- 2.3 La recuperación económica en el área del euro muestra un comportamiento heterogéneo por países, mientras que dicha heterogeneidad es menor en el caso de la inflación, que, salvo excepciones, se ha reducido de forma general 33
- 2.4 La incertidumbre sobre las políticas económicas, en particular comerciales, ha aumentado apreciablemente desde finales de 2024 35
- 2.5 A lo largo de 2024 tuvo lugar una relajación de las políticas monetarias en la mayoría de las principales áreas económicas globales 41
- 2.6 La escalada del conflicto comercial a principios de abril de 2025 desencadenó un episodio de turbulencias financieras globales, con fuertes correcciones en los mercados de activos con riesgo y los cambiarios 44
- 2.7 El episodio de turbulencias financieras de abril de 2025 asociado al conflicto arancelario fue intenso, pero de una duración acotada; a diferencia de períodos de turbulencias pasados, en este el dólar se depreció 45
- 2.8 Persisten altas valoraciones en algunos segmentos de los mercados de renta fija y variable 46
- 3.1 La expansión de la actividad económica en España en 2024 fue generalizada por sectores de actividad 51
- 3.2 Aunque el consumo privado explicó la mitad del crecimiento de la actividad en 2024, su avance acumulado desde la pandemia apenas ha permitido compensar el crecimiento demográfico 53
- 3.3 El avance de la demanda externa se ha sustentado en el notable dinamismo de las exportaciones de servicios, mientras que las ventas de bienes al resto del mundo han mostrado un comportamiento mucho menos dinámico 55
- 3.4 La inflación en España se redujo en 2024 debido al descenso de la inflación de los alimentos y, en menor medida, de la inflación subyacente, mientras que la contribución de los precios energéticos fue positiva 58

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 3.5 El aumento de la productividad moderó la evolución de los CLU, a pesar del fuerte incremento de la remuneración por asalariado 60
- 3.6 El empleo ha seguido avanzando a un ritmo robusto en 2024, superior al registrado en el conjunto del área del euro 63
- 3.7 El crecimiento del empleo desde el final de la pandemia ha sido mayor en información y comunicaciones y en transporte, y menor en agricultura y en actividades financieras 64
- 3.8 Desde la pandemia, el patrón de creación de empleo ha cambiado con respecto al observado en 2013-2019 65
- 3.9 La tasa de paro se ha reducido más en aquellas comunidades autónomas donde era relativamente más elevada 66
- 3.10 La tasa de paro se ha reducido, si bien continúa por encima de la de la UE. Esta diferencia es más acusada entre los jóvenes 67
- 3.11 La rotación en el mercado laboral ha disminuido en su conjunto desde 2022 por el aumento del peso de los contratos indefinidos, si bien se ha incrementado dentro de cada tipo de contrato 68
- 3.12 Las pérdidas de empleo, como porcentaje del empleo total, en España son menores en 2024 que en 2021, si bien aún están por encima de las de los países de nuestro entorno 69
- 3.13 Aumenta el número de empresas cuya actividad se ve condicionada por la falta de mano de obra 70
- 3.14 La PTF de la economía española ha registrado un crecimiento apreciable tras la pandemia, a diferencia de lo observado en el resto de las grandes economías europeas 75
- 3.15 El déficit relativo registrado en la economía española en términos de inversión en I+D e innovación se ha reducido ligeramente tras la pandemia, de acuerdo con los indicadores disponibles 77
- 3.16 La mejora reciente en competencias respecto a otros países de nuestro entorno se circunscribe a la población con menor nivel educativo. Ello puede contribuir a la baja rentabilidad de los estudios de educación terciaria en España respecto a Francia o Alemania 80
- 3.17 La reducción de los tipos de interés bancarios impulsó la demanda de préstamos, mientras que los criterios de concesión no experimentaron cambios significativos, salvo en el crédito al consumo 83
- 3.18 En 2024, la rentabilidad del sistema bancario español continuó mejorando y la ratio de CET1 aumentó en 30 pb 86
- 3.19 En 2024, los ingresos y los gastos públicos crecieron de forma notable, aunque a menor ritmo que en el año anterior, y el saldo de las AAPP continuó mejorando, si bien aún permanece en niveles claramente negativos 88
- 3.20 La deuda pública experimentó un descenso en 2024, principalmente debido al efecto positivo del crecimiento económico 90
- 3.21 Tanto los ingresos como los gastos públicos han experimentado un marcado crecimiento desde la pandemia 91
- 3.22 En 2024, la capacidad de financiación de la nación aumentó, mientras que el saldo deudor de la posición de inversión internacional se redujo (aunque siguió siendo relativamente elevado) 98
- 3.23 Las filiales en España de multinacionales extranjeras representan una fracción relevante del empleo y de la cifra de negocios de las empresas que operan en nuestro país 100
- 3.24 Stock de IED de la UE y España 101
- 4.1 En la última década, la balanza comercial de España con Estados Unidos ha estado cerca del equilibrio, con un déficit en el comercio de bienes y un superávit en el de servicios 108
- 4.2 Aranceles medios efectivos 110
- 4.3 Productos que más contribuyen al cambio de aranceles 112
- 4.4 Los flujos turísticos hacia España se ven influidos por las dinámicas del tipo de cambio 115
- 4.5 El aumento de aranceles reduce de forma significativa el crecimiento e incrementa la inflación de Estados Unidos y, aunque en menor medida, de China. El efecto sobre España y la UEM es mucho menor 118
- 4.6 Los canales financiero y de incertidumbre reducen de forma significativa el PIB y la inflación en todos los países 119
- 4.7 La producción de la industria en el escenario «2-abril» se vería afectada de manera dispar en función del grado de exposición de los sectores que operan en ella, con mayores caídas en la UEM y en China que en España 120

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 4.8 Clasificación del gasto en defensa por categorías de gasto 124
- 4.9 Medidas restrictivas del comercio y de la inversión 125
- 4.10 Apertura comercial de las principales economías 126
- 4.11 Concentración bilateral de los flujos comerciales de bienes 127
- 4.12 Cuota de China en las importaciones de productos de tecnología verde y de tecnología avanzada 128
- 4.13 Evolución del comercio global de bienes y servicios (2005-2023) 129
- 4.14 Evolución del comercio con China de Estados Unidos y de la UE 130
- 4.15 Principales proveedores de gas natural y petróleo para la UE en 2021 y el cuarto trimestre de 2024 131
- 4.16 Reservas internacionales por divisa 132



Presentación del gobernador

José Luis Escrivá



El presente *Informe Anual* del Banco de España se ha elaborado y se publica en un entorno internacional marcado por una extraordinaria complejidad e incertidumbre. Dicho entorno se caracteriza por la confluencia de fuertes tensiones geopolíticas y comerciales, una considerable impredecibilidad en la manera en que la Administración estadounidense conduce su política económica tanto a nivel nacional como internacional (incluyendo su política arancelaria, fiscal y regulatoria, su papel en organismos multilaterales y el marco institucional de sus Administraciones Públicas y agencias independientes) y un deterioro perceptible de los niveles de confianza de los agentes económicos. Todos estos factores condicionan de manera decisiva las perspectivas de crecimiento global y entrañan riesgos para la estabilidad del sistema financiero internacional.

En contraste con esta coyuntura tan volátil y turbulenta con la que arrancó el año 2025, durante 2024 la economía mundial mostró una evolución relativamente favorable, con tasas de crecimiento superiores a lo anticipado en algunas regiones, en un contexto de desinflación gradual y relajación de las condiciones financieras. Este nuevo escenario plantea importantes desafíos desde el punto de vista del análisis económico.

Por un lado, persiste una considerable dificultad para determinar la naturaleza —estructural o transitoria— de las perturbaciones que se están observando, así como los detalles y el alcance de cada una de las medidas económicas. En el caso de las medidas comerciales anunciadas por la Administración estadounidense, el análisis de sus efectos potenciales varía sustancialmente en función de los escenarios

considerados. Por otro lado, la transmisión de estas perturbaciones a través de canales financieros y de confianza emerge como una fuente de incertidumbre potencialmente intensa por la concurrencia de diversos factores, tales como el papel central del dólar como moneda de reserva, medio de pago y activo refugio, la evolución reciente de algunos mercados financieros con valoraciones elevadas y, especialmente, el posible deterioro de la confianza de los inversores internacionales en la economía estadounidense. Estos elementos, combinados con la incertidumbre general acerca de la evolución de la economía global, generan riesgos adicionales sobre las condiciones de financiación y la inversión a nivel global.

Cabe señalar que, a diferencia de crisis anteriores, el entorno actual se distingue por una incertidumbre especialmente difusa y persistente, que dificulta tanto la identificación de escenarios adversos plausibles como la asignación de probabilidades a dichos escenarios. Además, los desarrollos recientes no están siendo captados de forma inmediata ni nítida por los principales indicadores convencionales de actividad, lo que añade complejidad a la interpretación del momento del ciclo y a la valoración de las perspectivas económicas y de inflación. En este contexto, la volatilidad se ha consolidado como un rasgo estructural de los mercados financieros.

En un momento de tanta incertidumbre, cobra especial relevancia el análisis de distintos escenarios. Por ello, en este Informe se han realizado distintas simulaciones sobre la economía mundial, que, sin ser independientes entre sí, tratan de recoger los principales elementos que caracterizan la situación actual. Estas simulaciones sugieren que un incremento de los aranceles afectaría negativamente al nivel de la actividad mundial, particularmente en Estados Unidos y de manera más contenida en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y, especialmente, en España. No obstante, si estas tensiones comerciales aumentaran debido a un deterioro de las condiciones financieras globales o de los niveles de incertidumbre, el impacto negativo sobre el PIB aumentaría.

En relación con la inflación, Estados Unidos experimentaría un impacto más adverso, en forma de mayores presiones inflacionistas, mientras que en el área del euro y en España dichas presiones al alza serían más limitadas y podrían venir compensadas por los menores niveles de actividad y los efectos desviación de comercio, que desplazarían hacia España y la UEM parte de las exportaciones que otros países dejan de enviar a Estados Unidos. Las presiones deflacionistas serían más relevantes si el shock comercial se viera amplificado por el canal financiero o de incertidumbre, lo que mitigaría parcialmente el repunte de la inflación en Estados Unidos.

En cualquier caso, el impacto final de un incremento de los aranceles sobre el volumen de exportaciones dependerá de múltiples factores, como, por ejemplo, la posibilidad de que otros países implementen «aranceles recíprocos»; los acuerdos comerciales finalmente alcanzados; la sensibilidad de la demanda de bienes estadounidense al precio; la extensión de las políticas arancelarias al sector servicios; la capacidad de las empresas del resto del mundo para ajustar sus márgenes, y la posibilidad de que estas encuentren mercados de exportación alternativos a Estados Unidos o puedan recomponer su oferta de productos.

Junto con los impactos de corto o medio plazo, el Informe analiza, con una perspectiva temporal más amplia, de qué manera algunos de los riesgos actuales pueden enmarcarse en un proceso más profundo y estructural de cuestionamiento del multilateralismo en las relaciones internacionales y del proceso de globalización, para valorar las posibles implicaciones que estos desarrollos podrían tener a largo plazo.

Este contexto incierto se traslada inevitablemente a Europa, donde la recuperación económica y la estabilidad financiera enfrentan riesgos sustanciales, a través no solo de su exposición comercial directa a Estados Unidos, sino también de canales indirectos, como la integración en las cadenas globales de valor y el mercado financiero internacional. En paralelo a los desarrollos ligados al comercio internacional, a nivel europeo se han comenzado a adoptar decisiones importantes—tales como la revisión del marco fiscal alemán y el impulso decidido al gasto en defensa y en infraestructuras—cuyo impacto económico aún está pendiente de concretarse.

Estas medidas, si bien representan una oportunidad para reforzar la resiliencia económica de la Unión Europea (UE), requieren un análisis riguroso de sus efectos a corto y medio plazo. Su impacto dependerá en gran medida de su diseño, ejecución y grado de coordinación en el seno de la UE. La experiencia reciente pone de relieve la importancia de contar con marcos comunes de gobernanza fiscal y financiera que permitan maximizar los beneficios agregados para la Unión y eviten una fragmentación del mercado único.

En lo que respecta a la economía española, 2024 se cerró con un crecimiento del PIB del 3,2 %, superior al previsto a comienzos de año, apoyado en el dinamismo del consumo privado y público, el favorable comportamiento de la demanda exterior neta —particularmente de las exportaciones de servicios— y el notable aumento del empleo y de la población activa, en gran parte por los flujos migratorios netos. Esta evolución

positiva se ha mantenido en los primeros meses de 2025, si bien con un ritmo algo más moderado. Por su parte, la inflación continuó en 2024 su senda de desaceleración, debido principalmente al descenso de la inflación de los alimentos y a una evolución más contenida de la inflación subyacente.

Al mismo tiempo, la posición financiera del sector privado se ha ido reforzando progresivamente, con una reducción de las ratios de endeudamiento de hogares y empresas y una disminución sostenida del saldo deudor de la posición de inversión internacional neta de la economía española. En paralelo, el proceso de normalización de la política monetaria del Banco Central Europeo favoreció una mejora gradual de las condiciones de financiación y una progresiva recuperación de la demanda de crédito. No obstante, las perspectivas para los próximos trimestres están condicionadas por la evolución del entorno internacional, con evidentes riesgos a la baja. Aunque la exposición comercial directa de España a Estados Unidos es relativamente limitada, los vínculos indirectos a través de las cadenas globales de suministro, así como los canales financieros globales y de confianza, son relevantes y deben ser monitorizados cuidadosamente.

En paralelo, la economía española continúa enfrentándose a importantes retos estructurales. La brecha de productividad respecto al promedio de la zona del euro, aunque se ha reducido en los últimos años, sigue siendo significativa. La persistencia de una tasa de empleo inferior a la de nuestros socios europeos limita el potencial de crecimiento y complica el proceso de convergencia en renta per cápita. Estos desafíos estructurales exigen una agenda reformista ambiciosa que incluya, entre otros elementos, el fomento del crecimiento empresarial, la mejora de la calidad del marco regulatorio e institucional, el reforzamiento del marco presupuestario a medio plazo para dotar de mayor credibilidad a los esfuerzos para afianzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, el impulso a la inversión en innovación, el refuerzo del capital humano y una mejora del funcionamiento de las políticas activas y pasivas de empleo.

En este contexto especialmente exigente, el presente *Informe Anual* tiene como objetivo ofrecer un análisis riguroso, documentado y útil de la evolución reciente de la economía española y de su contexto europeo e internacional, así como de los principales retos de nuestra economía de cara a los próximos años. En este contexto, se analizan también los posibles impactos derivados de los desarrollos recientes en materia comercial y financiera internacional, prestando especial atención a sus potenciales efectos sobre la economía española.

Con ello, el Banco de España reitera su compromiso con el desempeño de sus funciones institucionales como banco central nacional, en particular en la elaboración de informes y estudios económicos y en la publicación de estadísticas relacionadas con sus competencias, con el objetivo de proporcionar análisis independientes, basados en la evidencia, que contribuyan a una toma de decisiones más informada por parte de los responsables públicos, las instituciones y el conjunto de los agentes económicos.

José Luis Escrivá

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2024*.

20 de mayo de 2025.

Informe anual en breve

Entorno internacional

La economía mundial creció algo más de lo esperado en 2024, aunque exhibió un comportamiento heterogéneo por sectores y áreas geográficas. Esta evolución resultó compatible con una reducción de las tasas de inflación, aunque el componente de servicios experimentó un descenso más paulatino.

- La economía mundial creció un 3,3 % en 2024, un ritmo de crecimiento ligeramente inferior al registrado en 2023, pero por encima de lo esperado, tanto a finales de 2023 como durante buena parte de 2024.
- El crecimiento global se apoyó en la expansión de la actividad en los servicios, mientras que las manufacturas se ralentizaron, particularmente en las economías avanzadas.
- Por áreas geográficas, el comportamiento de la actividad también fue heterogéneo. Entre las economías avanzadas, destacó el dinamismo de Estados Unidos, mientras que la expansión del producto fue más moderada en el área del euro y el crecimiento del PIB se ralentizó de modo significativo en Japón. Las economías emergentes moderaron ligeramente su crecimiento, condicionadas por la desaceleración de la actividad en China. En Latinoamérica, la actividad económica avanzó a un ritmo similar al del año previo.
- En 2024, las tasas de inflación general y subyacente prosiguieron su moderación gradual en las principales áreas geográficas, si bien la inflación subyacente disminuyó de forma más lenta, condicionada por los precios de los servicios.

En el área del euro, la actividad económica inició en 2024 una recuperación suave y gradual, que mostró el mismo patrón de heterogeneidad sectorial observado en la economía mundial. Al mismo tiempo, la inflación siguió reduciéndose, pese a la persistencia de la inflación de los servicios.

- Tras la atonía generalizada mostrada por la actividad económica de la UEM en 2023, el PIB de la eurozona inició, a comienzos de 2024, una senda de reactivación gradual y avanzó un 0,8 % en el conjunto del ejercicio, solo ligeramente por encima del crecimiento observado en 2023 —un 0,5 %—.
- Esta modesta aceleración de la actividad se apoyó, principalmente, en el avance del gasto público y en el desempeño positivo del sector exterior. Por el lado de la oferta, se observó, durante buena parte de 2024, una clara dicotomía entre sectores productivos, contrastando la continuada debilidad de las manufacturas con el empuje del sector servicios.
- La recuperación de la actividad económica en la zona del euro en 2024 fue desigual entre países. Por un lado, algunos países del centro y el norte de Europa, como Austria, Finlandia y Alemania, experimentaron leves contracciones del PIB. Otras economías, como Francia, Países Bajos e Italia mostraron tasas de crecimiento cercanas o por debajo del 1 %. En el otro extremo, algunos países del sur de Europa, como España, Grecia y Portugal, experimentaron ritmos de avance del PIB más elevados.
- La tasa de inflación de la zona del euro mantuvo una senda descendente, pasando del 2,9 % en diciembre de 2023 al 2,4 % en diciembre de 2024; este descenso vino determinado, principalmente, por la evolución de los componentes más volátiles de la inflación y, en particular, por la fuerte contención de los precios de los alimentos y la continuada reducción de los precios de la energía.

- La tasa de inflación subyacente también disminuyó, ya que pasó del 3,4 % en diciembre de 2023 al 2,7 % en diciembre de 2024. Esta evolución estuvo condicionada por una mayor resistencia a la baja de la esperada en la inflación de los servicios. En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos se moderaron significativamente.

En el tramo final de 2024 y en los primeros meses de 2025, la actividad económica mundial se ha venido desenvolviendo en un entorno caracterizado por una creciente incertidumbre sobre las políticas económicas y por elevadas tensiones geopolíticas y comerciales.

- El principal factor detrás del notable repunte observado en la incertidumbre a nivel global han sido las diversas medidas anunciadas/adoptadas por la nueva Administración estadounidense, que tomó posesión en enero de este año. Entre dichas medidas, destacan las relacionadas con la política arancelaria y, en particular, el incremento muy significativo y generalizado de los aranceles sobre las importaciones de bienes a Estados Unidos.
- En este contexto, el pasado 2 de abril, tras el anuncio de los denominados «aranceles recíprocos» por parte de Estados Unidos frente al resto del mundo, se produjo una considerable escalada en las tensiones comerciales. Ante este anuncio, muchas de las regiones afectadas —entre otras, la UE— anunciaron que adoptarían medidas de respuesta, mientras que las tensiones entre China y Estados Unidos dieron lugar a una extraordinaria espiral de represalias comerciales. Todo ello desembocó en fuertes correcciones y en una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales.
- El 9 de abril, el Gobierno de Estados Unidos anunció una suspensión temporal de 90 días de los aranceles recíprocos específicos por países, con la excepción de China, manteniendo el arancel del 10 % universal. Esta medida, unida a otros anuncios adicionales en materia arancelaria, ha conducido a una ligera desescalada de las tensiones comerciales.
- En este contexto, el crecimiento económico de Estados Unidos se desaceleró bruscamente en el primer trimestre de 2025, aunque en otras de las principales regiones mundiales —como China y el área del euro— la actividad siguió manteniendo un elevado dinamismo, y los riesgos sobre el crecimiento en los próximos trimestres están orientados a la baja.
- Por el lado de los precios, no se perciben, en los últimos datos publicados, cambios significativos en el proceso de desinflación a escala global. No obstante, la evolución futura de la inflación está sometida a una considerable incertidumbre y podría mostrar sendas muy divergentes por áreas geográficas.

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas y emergentes tendieron a relajar el tono de sus políticas monetarias en 2024, proceso que en 2025 se detuvo en algunos casos, pero que el BCE ha proseguido.

- La consolidación del proceso gradual de desinflación permitió que un número amplio de bancos centrales relajaran el tono restrictivo de sus políticas monetarias a lo largo de 2024 —proceso que comenzó con cierta antelación en las economías emergentes—.
- En el caso de la zona del euro, el BCE mantuvo un enfoque dependiente de los datos y, tras mantener el tipo de la facilidad de depósito en el 4 % desde septiembre de 2023, inició en junio de 2024 una fase de reducción, hasta situarlo en el 3 % a final del año.
- En paralelo, el BCE prosiguió con la reducción del balance del Eurosistema de manera gradual y predecible.
- En la parte transcurrida de 2025, el BCE ha continuado reduciendo los tipos de interés oficiales, hasta el 2,25 % en abril, mientras que un número creciente de bancos centrales, incluida la Reserva Federal de Estados Unidos, ha detenido el proceso de relajación monetaria en un contexto de elevada incertidumbre en torno al escenario macrofinanciero, geopolítico y comercial, y sobre la senda futura de la inflación.

Las condiciones financieras en el área del euro se relajaron en 2024, destacando la caída de los tipos de interés a corto plazo, la depreciación del euro y el aumento de los precios de los activos con riesgo.

- Tras alcanzar niveles máximos en octubre de 2023, las rentabilidades interbancarias comenzaron a reducirse en el área del euro a medida que fueron incorporando expectativas de bajadas de tipos de interés oficiales del BCE y, de manera más intensa, una vez iniciada la fase de bajadas de tipos. Los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo también descendieron en 2024, pero muy ligeramente.
- La rentabilidad de la deuda pública a largo plazo en el área del euro tuvo un comportamiento heterogéneo por países, reduciéndose en el caso de la deuda española —que estrechó su diferencial a 10 años frente al *Bund* alemán en casi 30 pb, hasta situarse en 70 pb a final de 2024—.
- El euro se depreció ligeramente en términos efectivos nominales en 2024, muy condicionado por una pérdida de valor frente al dólar del 6 %.
- En los mercados de renta variable internacionales, las valoraciones tuvieron, en general, un comportamiento alcista en 2024, con una revalorización del IBEX 35 del 13,8 %.

Al inicio de 2025, los mercados financieros internacionales comenzaron a corregir algunas de estas dinámicas...

- A comienzos de 2025, las cotizaciones bursátiles y las rentabilidades en los mercados de deuda en Estados Unidos empezaron a corregir a la baja, ante un posible deterioro cíclico de la actividad en este país. Además, las cotizaciones de las empresas más relacionadas con la inteligencia artificial también se vieron negativamente afectadas por la irrupción en enero de la nueva competidora china DeepSeek.
- En el área del euro, en cambio, se prolongó la senda alcista de las cotizaciones bursátiles durante el primer trimestre de 2025, apoyada por la expectativa de una eventual resolución de los conflictos en Ucrania y Oriente Medio y el impulso al gasto en defensa e infraestructuras en la UE.

... y el anuncio de los «aranceles recíprocos» por parte del Gobierno de Estados Unidos desencadenó un episodio de fuertes turbulencias financieras a escala global, que ha ido revirtiendo en las últimas semanas.

- El tamaño, alcance y narrativa de los aranceles anunciados por parte de Estados Unidos el 2 de abril sorprendió negativamente a los mercados y provocó descensos pronunciados en los índices bursátiles y aumentos de la volatilidad y de las primas de riesgo de crédito corporativas a escala global.
- Una singularidad del episodio de inestabilidad financiera de abril de 2025 fue que la deuda pública de Estados Unidos y el dólar no actuaron como activos refugio. Al contrario, la rentabilidad de la deuda soberana estadounidense aumentó y el dólar se depreció.
- La inestabilidad en los mercados comenzó a revertir el 9 de abril, tras el anuncio por parte de Estados Unidos de una pausa temporal en la aplicación de algunos aranceles, y las valoraciones financieras han revertido en buena medida a lo largo de las últimas semanas, si bien no de manera completa en las rentabilidades a largo plazo o en el tipo de cambio del euro.
- La valoración de algunos activos con riesgo sigue siendo elevada desde una perspectiva histórica.

Economía española

La economía española mostró un notable dinamismo en 2024, registrando un crecimiento del PIB mayor que el del resto del área del euro y por encima de lo esperado a principios de año.

- En España, el PIB creció un 3,2 % en 2024, por encima tanto de lo contemplado en las previsiones del Banco de España a principios de año (1,9 %) como del incremento registrado en el conjunto de la UEM (0,8 %).
- Las sorpresas al alza en la evolución del consumo —tanto público como privado— y de las exportaciones de servicios —tanto turísticos como no turísticos—, junto con el efecto arrastre positivo derivado de las revisiones estadísticas de las tasas de crecimiento en los últimos trimestres de 2023, fueron los principales factores que subyacen a la trayectoria ascendente del PIB.
- Por el lado de la oferta, todas las ramas de actividad mostraron un notable dinamismo, más acusado que en el resto de la UEM. Este mayor vigor se vio favorecido, entre otros factores, por una reducción más intensa de la factura energética en el caso de la industria, la prolongación de la diversificación geográfica y estacional de los flujos turísticos y la mayor capacitación de nuestro país en términos de infraestructura digital, que habría favorecido el desempeño de las ramas de servicios no turísticos y, en particular, de aquellas con mayor contenido tecnológico.
- Por el lado de la demanda, el consumo —tanto público como, sobre todo, privado— constituyó el principal soporte de la actividad en 2024, explicando el grueso de la brecha entre el crecimiento del PIB en España y en la UEM, mientras que la formación bruta de capital se mantiene, junto con las exportaciones de bienes, como la rúbrica de la demanda con una recuperación más rezagada desde la pandemia.
- Un factor de soporte destacado para el dinamismo de la demanda en España fue el fuerte aumento poblacional, que, impulsado por las llegadas de inmigrantes, alcanzó el 1 % en 2024, frente al incremento del 0,4 % registrado en el conjunto de la UEM.
- En los primeros meses de 2025, la economía española ha seguido registrando un ritmo de crecimiento robusto, si bien algo menos intenso que el observado en el tramo final de 2024, mientras que, de cara al futuro, al igual que sucede a escala global y europea, las perspectivas sobre la evolución de la actividad en España están sometidas a una extraordinaria incertidumbre, como consecuencia de un entorno internacional muy complejo.

La inflación en España prosiguió su senda de desaceleración a lo largo de 2024 —en línea con lo esperado a principios de año—, si bien la inflación de los servicios mostró una persistencia mayor de la esperada.

- En 2024, la inflación en España, medida a través del índice armonizado de precios de consumo (IAPC), se redujo en 0,5 pp, hasta el 2,9 %, reflejando, principalmente, la desaceleración de los precios de los alimentos frente al repunte de los precios de la energía, derivado, en gran medida, de los efectos base generados por los descensos de los precios de la electricidad en 2023.
- La inflación subyacente registró en 2024 un crecimiento medio del 2,8 %, 1,3 pp inferior al del año anterior, como resultado, fundamentalmente, de la acusada desaceleración de los precios industriales no energéticos, frente a la mayor resistencia a la baja registrada en la inflación de los servicios.
- En comparación con las previsiones disponibles al inicio del año, la senda de desaceleración de la inflación se situó en línea con lo esperado, al compensarse las sorpresas a la baja en la inflación de los alimentos con la mayor persistencia de la inicialmente prevista en la inflación de los servicios.

- La remuneración por asalariado volvió a aumentar de forma significativa en 2024 —por encima de lo previsto en un principio y de los salarios pactados en convenio—, si bien la mejora de la productividad contribuyó a contener el avance de los costes laborales unitarios.
- En la parte transcurrida de 2025 no se han producido grandes cambios en las dinámicas de la inflación —que ha proseguido su senda de moderación—, aunque cabe destacar la volatilidad observada en los precios de la energía.

El empleo ha seguido avanzando a un ritmo robusto en 2024 y en los primeros meses de 2025, en un contexto en el que se redujeron de forma apreciable tanto la tasa de paro como la tasa de temporalidad.

- En 2024 y en los primeros meses de 2025, la creación de empleo fue más intensa en España que en la UEM, en consonancia con el mayor dinamismo de la actividad, destacando un crecimiento más vigoroso en términos de personas que de horas trabajadas.
- En los últimos años, la creación de empleo ha estado particularmente concentrada en la población inmigrante —entre finales de 2019 y finales de 2024, en torno a un 76 % de todos los puestos de trabajo creados en España han sido ocupados por nacidos fuera de nuestro país—, contribuyendo a satisfacer la mayor demanda de empleo de los sectores con mayores dificultades para cubrir sus necesidades de mano de obra.
- De acuerdo con los indicadores disponibles, desde finales de 2022 se ha producido un incremento significativo del porcentaje de empresas que declaran dificultades para encontrar mano de obra —especialmente de sectores vinculados a la hostelería y la construcción—, si bien existe una notable incertidumbre sobre si este aumento es un reflejo de la situación cíclica de la economía o de un desacople de naturaleza más estructural entre las habilidades requeridas y las disponibles.
- Un factor adicional de tensionamiento del mercado laboral español es el aumento del porcentaje de personas ocupadas en situación de incapacidad temporal, asociado a circunstancias tales como el deterioro de la salud tras la pandemia, el envejecimiento de la población y el propio ciclo económico —ya que históricamente se ha observado que la incidencia de la incapacidad transitoria ha sido mayor durante los períodos de expansión—.
- El elevado dinamismo registrado en la creación de empleo, más intenso que el observado en la población activa, se ha reflejado en una prolongación de la trayectoria descendente de la tasa de paro en España, si bien esta continúa situándose significativamente por encima del promedio de la UE, en especial en el caso de los jóvenes.

Los indicadores de productividad han mostrado un desempeño más favorable en España que en el resto de la UEM, tanto en 2024 como en el conjunto del período 2019-2024.

- Las ganancias de productividad registradas en la economía española en los últimos años han permitido reducir la brecha negativa acumulada a lo largo de las últimas décadas respecto al resto de la UEM, si bien esta continúa siendo significativa y reducirla representa uno de los mayores retos a los que se enfrenta la economía española de cara al futuro.
- El repunte reciente de la productividad en España puede deberse a factores coyunturales y/o estructurales.
- Entre los factores estructurales que habitualmente se señalan como determinantes de la productividad a largo plazo, destacan la innovación, el capital humano y la calidad de las instituciones.
- En términos de innovación, España presenta una posición alejada de los países de nuestro entorno, si bien este déficit se habría reducido tras la pandemia, de acuerdo con los indicadores disponibles.

- En relación con el capital humano, según los resultados obtenidos en exámenes estandarizados a nivel internacional sobre las competencias de la población adulta, se ha producido una cierta mejora en el período más reciente respecto a otros países de nuestro entorno —especialmente en el caso de los grupos de población con menor nivel educativo—.
- Finalmente, la calidad de las instituciones —entendidas estas como el conjunto de leyes y normas que regulan las relaciones socioeconómicas— y, en particular, la eficiencia de las Administraciones Públicas habrían experimentado un cierto deterioro desde principios de este siglo, de acuerdo con los indicadores disponibles.

La política monetaria menos restrictiva del BCE ha abaratado el crédito bancario, estimulando la demanda de préstamos por parte de los hogares y las empresas españolas, sectores que presentan ratios de endeudamiento en valores cercanos al mínimo de las últimas décadas.

- El coste de los nuevos préstamos bancarios ha disminuido de manera apreciable, alcanzando un nivel que, en comparación con el período 2013-2019, es superior en términos nominales, pero algo inferior ajustando por la inflación esperada.
- La caída acumulada del coste de la financiación en la fase actual de normalización de la política monetaria ha sido, en general, algo más intensa en España que en el área del euro.
- La reducción de los tipos de interés, en un contexto de elevado dinamismo de la economía española, ha impulsado la demanda de préstamos del sector privado, al tiempo que el saldo vivo de hipotecas comenzó a aumentar a mediados de 2024, tras dos años de descensos.
- Las ratios de endeudamiento de las familias y las empresas españolas se han situado en valores cercanos al mínimo de las últimas décadas, lo que, junto a otros indicadores, apunta a un nivel reducido de vulnerabilidad financiera de estos sectores.
- La rentabilidad del sistema bancario español ha continuado mejorando y la solvencia ha aumentado ligeramente.

En un contexto de fuerte dinamismo de los ingresos y los gastos públicos, tanto el déficit público como la ratio de deuda pública sobre PIB se redujeron en 2024.

- El déficit de las AAPP se redujo 0,3 pp en 2024, hasta el 3,2 % del PIB, como resultado, principalmente, del efecto del ciclo económico sobre las cuentas públicas, el aumento de la recaudación y la retirada de las medidas temporales de apoyo ante la crisis energética, frente al aumento resultante de los gastos extraordinarios relacionados con las medidas adoptadas en respuesta a la DANA y con determinadas sentencias judiciales.
- La ratio de deuda pública disminuyó en 2024 hasta situarse en el 101,8 % del PIB, debido, fundamentalmente, al aumento del PIB nominal, si bien aún permanece 4,1 pp por encima de los niveles previos a la pandemia.
- Desde una perspectiva temporal más amplia, la estructura de las finanzas públicas ha presentado cambios significativos desde la pandemia. Por el lado de los ingresos, que han aumentado sensiblemente, han ganado peso los impuestos directos y las cotizaciones sociales, frente a la reducción en la imposición indirecta. Respecto a los gastos, que también han aumentado de forma notable, cabe destacar el incremento registrado en las prestaciones sociales, el consumo público y la inversión pública.
- La inversión pública, palanca fundamental para impulsar el crecimiento a medio y largo plazo, se mantiene en España, en relación con el PIB, por debajo de la observada en la UEM, además de sustentar la mayor parte de su incremento reciente en iniciativas financiadas por fondos europeos de carácter temporal.

- De cara al futuro, el nuevo Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo establece un marco para normalizar las finanzas públicas, pero desaprovecha la oportunidad de plantear una planificación rigurosa de las cuentas públicas a medio plazo, especialmente en un contexto macroeconómico favorable que debería facilitar dicha planificación.

La capacidad de financiación de la economía española aumentó nuevamente en 2024, alcanzando su máximo histórico desde 1995, al tiempo que la posición deudora neta de la nación volvió a descender.

- En 2024, el incremento de la capacidad de financiación de la nación, de 0,4 pp del PIB, reflejó, principalmente, la ampliación del superávit por cuenta corriente.
- El incremento del superávit por cuenta corriente fue fruto del aumento del saldo de bienes no energéticos —que prosigue la tendencia favorable observada desde 2012, favorecida por las ganancias de competitividad y la diversificación de los mercados de exportación—, la notable expansión de las exportaciones de servicios y la ligera reducción del déficit energético —impulsada por la menor dependencia energética frente al resto del mundo y la disminución de los precios de la energía—.
- El superávit por cuenta corriente, unido al avance del producto, contribuyó a que el saldo deudor de la posición de inversión internacional neta de la economía española descendiese en 2024 hasta el 44 % del PIB, su nivel más bajo desde 2004.
- En todo caso, este saldo deudor es todavía elevado en comparación con el de otros países de nuestro entorno; además, la deuda externa bruta de España en relación con el PIB se mantuvo prácticamente estable en 2024.

Perspectivas y retos para la economía española a futuro

A principios de 2025, las previsiones de consenso planteaban un escenario central relativamente benigno para la actividad económica global, europea y española, si bien se destacaban algunos riesgos a la baja en términos de crecimiento que se han materializado tras los desarrollos comerciales y geopolíticos más recientes.

- A escala global, este escenario central contemplaba, fundamentalmente, que el ritmo de avance del PIB mundial sería relativamente robusto en los próximos años, por encima del 3 %. Al mismo tiempo, se esperaba que el proceso de reducción paulatina de las presiones inflacionistas continuara.
- En la UEM, las previsiones publicadas por el BCE a comienzos del pasado mes de marzo seguían siendo compatibles con la expectativa de una modesta aceleración de la actividad económica en la región y de una convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo del 2 % —tasa que se alcanzaría en 2026—.
- En cuanto a la economía española, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo proyectaba una tasa de expansión del producto algo menor que la registrada en 2024, pero aún por encima del crecimiento potencial de nuestra economía y del que se esperaba en la mayoría de las economías avanzadas. Asimismo, estas previsiones eran compatibles con la prolongación de la moderación de las presiones inflacionistas y con la convergencia de estas hacia tasas más cercanas al 2 %, que se alcanzarían en 2026.
- Los desarrollos económicos, comerciales y geopolíticos más recientes han supuesto la materialización de algunos de dichos riesgos, de tal forma que las perspectivas para la actividad económica mundial de cara a los próximos trimestres están sometidas ahora, incluso en su escenario central, a una extraordinaria incertidumbre que emana de un conjunto de factores particularmente inciertos.
- Estimar el posible impacto macroeconómico de este conjunto de factores resulta especialmente complejo no solo porque se desconocen algunos detalles fundamentales sobre estos, sino también porque no es evidente a través de qué canales afectarán a la actividad económica.

España mantiene una balanza comercial equilibrada con Estados Unidos y una exposición directa limitada, aunque esta es algo más elevada en algunos sectores concretos.

- En la última década, la balanza comercial de España con Estados Unidos ha estado cerca del equilibrio. Esto se debe a un superávit creciente en el comercio de servicios —de más de 10.000 millones de euros en 2024—, que es contrarrestado por un déficit en el comercio de bienes que, desde 2022, ha aumentado de forma apreciable como consecuencia del incremento de las importaciones energéticas.
- El volumen del comercio exterior español con Estados Unidos —medido como la ratio de importaciones más exportaciones sobre el PIB— es ligeramente superior al 4 % del PIB. Una cifra que es sensiblemente inferior a la que se observa en otras de las grandes economías de la UEM.
- Los productos más exportados desde España hasta Estados Unidos fueron los siguientes: i) la maquinaria y el equipo de transporte —27 % del total—; ii) otros bienes manufacturados —26 %—, y iii) los productos químicos —19 %—.
- Por otra parte, en términos del peso de las exportaciones a Estados Unidos en el total de las exportaciones de cada sector, los sectores más expuestos son los minerales no metálicos, la maquinaria y el equipo, el material y el equipo eléctrico, y otro material de transporte.

- En cuanto a los bienes importados de Estados Unidos, destacaron los productos energéticos, los productos químicos, y la maquinaria y el equipo de transporte.
- No obstante, la exposición indirecta de España a Estados Unidos es mayor debido a la integración de nuestra economía en las cadenas globales de valor.
- En 2023, antes de los últimos giros de la política comercial estadounidense, el arancel efectivo medio que la economía española soportaba en sus exportaciones hacia dicho país era del 3 %.
- Sin embargo, en el escenario arancelario actual, el arancel efectivo medio que la economía española soporta en sus exportaciones hacia Estados Unidos ha aumentado hasta el 12 %.
- Si finalmente llegaran a implementarse los «aranceles reciprocos» que la Administración estadounidense anunció el pasado 2 de abril, el arancel efectivo medio que la economía española soportaría en sus exportaciones a este país aumentaría aún más, hasta el 18 %.
- El impacto final de un incremento de los aranceles sobre el volumen de exportaciones de las empresas españolas dependerá, entre otros factores, de la sensibilidad de la demanda de bienes estadounidense al precio, de la capacidad de las empresas españolas (y de las del resto del mundo) para ajustar sus márgenes y de la posibilidad de que estas encuentren mercados de exportación alternativos a Estados Unidos o puedan recomponer su oferta de productos.
- Es importante destacar que, si bien el conflicto arancelario actual está centrado, por el momento, en los bienes, esto no implica que la actividad de los servicios no vaya a verse afectada.

En todos los escenarios comerciales simulados, el aumento de los aranceles reduce el dinamismo de la actividad económica global.

- Este efecto es creciente con el nivel general de los aranceles y, por tanto, resultaría más adverso en un escenario en el que los países objetivo de los aranceles estadounidenses impusieran represalias.
- Por áreas geográficas, el impacto negativo es sensiblemente mayor en Estados Unidos que en el resto de los países. En el área del euro y España, los efectos son más moderados.
- Estos efectos se verían significativamente amplificados si vinieran acompañados de un endurecimiento de las condiciones financieras o de aumentos de la incertidumbre económica.

En los últimos meses, en un contexto geopolítico crecientemente complejo y en el que Estados Unidos parece querer reducir su papel como principal garante de la seguridad mundial, ha ganado una considerable relevancia la necesidad de incrementar el gasto en defensa en la UE, al objeto de aumentar la autonomía europea en materia de seguridad.

- Al mismo tiempo, en respuesta a estas mismas inquietudes geopolíticas, pero también a la notable debilidad que la economía alemana viene arrastrando en los últimos años, la nueva coalición de gobierno de este país ha acordado un fuerte impulso fiscal de cara a los próximos años, que estaría centrado en el gasto en defensa e infraestructuras.
- En línea con estos desarrollos a nivel europeo, en España el Gobierno presentó el pasado 22 de abril el Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa, con un volumen de recursos cercano al 0,6 % del PIB, con el objetivo de alcanzar, ya en 2025, una ratio de gasto en defensa sobre PIB del 2 %, según los criterios establecidos por la OTAN.
- El impacto que este conjunto de iniciativas podría tener sobre la evolución de la actividad y los precios en la UE y en España durante los próximos trimestres vendrá determinado, además de por el gasto

adicional efectivamente realizado, por una serie de factores sobre los que aún existe una considerable incertidumbre.

En los últimos años, se han observado dinámicas que parecen cuestionar el proceso de globalización y el sistema internacional basado en el multilateralismo, con implicaciones adversas potencialmente más acusadas para las economías más abiertas e integradas en las cadenas globales de valor.

- El proceso de globalización económica de las últimas décadas ha impulsado los flujos internacionales de comercio e inversión y la difusión de tecnología, lo que ha favorecido no solo el crecimiento económico global, sino también el desarrollo de las economías emergentes.
- Sin embargo, en los últimos años se han venido observando diversas dinámicas que parecen cuestionar este proceso de globalización, así como un sistema de relaciones internacionales basado en la cooperación y el multilateralismo, con implicaciones adversas que serían potencialmente más acusadas para la UE y España, que son economías relativamente abiertas y que están muy integradas en las cadenas globales de valor.
- Ya en los últimos años se vienen observando algunos procesos muy acusados de redireccionamiento de los flujos comerciales bilaterales entre diversas economías, que podrían intensificarse y generalizarse en un futuro en función de cómo evolucione el conflicto arancelario actual.
- Más recientemente, han surgido dudas en cuanto al papel central del dólar estadounidense en el sistema monetario y financiero internacional. Si bien no es evidente que el dólar pueda dejar de actuar a corto plazo como ancla de dicho sistema, cualquier cambio brusco en esta situación —o en la percepción de los agentes económicos sobre esta— podría generar riesgos significativos para la estabilidad financiera global.

En un contexto económico y geopolítico extraordinariamente complejo, las políticas europeas deben responder de forma decidida —tanto en el ámbito externo como en el interno— en una dirección clara: reforzar la unidad del proyecto europeo, su marco institucional y la competitividad y resiliencia de la economía.

- En el ámbito externo, la UE debe seguir perfilándose como defensora de un marco multilateral en la toma de decisiones a escala global basado en reglas y, al mismo tiempo, ha de reforzar sus alianzas internacionales y diversificar sus exposiciones comerciales.
- Los retos no son menores en el ámbito interno, en el que es necesario que la UE implemente de forma ágil una ambiciosa agenda de reformas estructurales con el propósito de incrementar la integración, el dinamismo, la resiliencia y la competitividad de las economías europeas.
- La nueva Comisión Europea ha planteado una agenda de trabajo multidisciplinar para abordar muchos de estos retos estructurales de la UE. Resulta fundamental que todos los actores implicados en hacer avanzar esta agenda muestren ambición, altura de miras y un enfoque pragmático para poder conseguir mejoras apreciables en el actual marco económico y de gobernanza europeo.

La economía española ha mostrado un perfil de crecimiento robusto en los últimos años, y las perspectivas de cara a los próximos trimestres, en un escenario global extremadamente incierto, siguen siendo relativamente favorables, si bien presentan evidentes riesgos a la baja en términos del posible dinamismo futuro de la actividad.

- En este contexto, resulta fundamental entender, en primer lugar, qué parte de las dinámicas recientes de la actividad económica española se debe a factores puramente coyunturales —y que, por tanto, podrían

revertirse en el futuro— y qué parte se debe a cambios verdaderamente estructurales —que hayan incrementado de forma sostenible la resiliencia y la capacidad de crecimiento de nuestro país—.

- En segundo lugar, es preciso tener en cuenta que, a pesar de los avances recientes, la economía española aún se enfrenta a numerosos retos estructurales de una extraordinaria envergadura. Algunos de estos retos han sido bien conocidos durante décadas, como los relacionados con la productividad y el mercado de trabajo. Otros de los desafíos que condicionan el devenir, presente y futuro, de la economía española están adquiriendo una creciente relevancia en los últimos años, tales como los vinculados al mercado de la vivienda, los flujos migratorios y la transición ecológica.
- En tercer lugar, en una coyuntura —presente y futura— en la que el gasto público enfrenta presiones al alza, la política fiscal ha de aprovechar la oportunidad que proporcionan los fondos europeos y un patrón de crecimiento robusto para planificar, con una perspectiva de medio plazo, un reforzamiento de la sostenibilidad de las cuentas públicas y, al mismo tiempo, una mejora en su composición, de forma que los ingresos y gastos públicos presenten una contribución más favorable al crecimiento económico.

Sección 1

Introducción

Este *Informe Anual* presenta los aspectos más destacados que han caracterizado el comportamiento de la actividad económica española a lo largo de 2024 y en los primeros meses de 2025; describe las perspectivas de cara a los siguientes trimestres, y plantea los principales desafíos estructurales que nuestra economía deberá abordar en los próximos años.

Para ello, la sección 2 de este Informe comienza describiendo las dinámicas más recientes de la actividad y los precios a escala global y europea. Asimismo, documenta los elementos más importantes que han condicionado la evolución de los mercados financieros internacionales y de la política monetaria de los principales bancos centrales mundiales durante los últimos meses; elementos entre los que destacan una elevada incertidumbre sobre las políticas económicas y el recrudecimiento de las tensiones comerciales al que han llevado algunas de las iniciativas en materia arancelaria desplegadas o anunciadas por la nueva Administración estadounidense.

La sección 3 se centra en la evolución reciente de la economía española, que ha continuado exhibiendo un notable vigor y un ritmo de crecimiento sensiblemente superior al de nuestros principales socios europeos. Todo ello en un contexto en el que la moderación gradual de las presiones inflacionistas ha proseguido —si bien con ciertos vaivenes— y en el que la productividad, el mercado del trabajo o el sector exterior, por destacar algunas dimensiones, han registrado dinámicas bastante favorables. En sentido contrario, la inversión privada ha continuado mostrando un perfil de recuperación relativamente débil.

Por último, la sección 4 de este Informe, más prospectiva, plantea las perspectivas para la actividad económica global, europea y española de cara a los próximos trimestres. Unas perspectivas que son extraordinariamente inciertas y que vendrán condicionadas, fundamentalmente, por la evolución de las tensiones comerciales en curso y por cómo afecten dichas tensiones al comportamiento de los mercados financieros y al grado de confianza/ certidumbre de los agentes económicos.

En este escenario tan complejo, con riesgos sesgados a la baja en cuanto a las previsiones de crecimiento a nivel mundial —también para España—, se describen los principales retos que las políticas económicas europeas y españolas habrán de enfrentar con rigor y ambición los próximos años.

Sección 2

Entorno internacional

La economía mundial creció de forma relativamente robusta en 2024, en un contexto en el que destacó el elevado dinamismo de la actividad en Estados Unidos y la fortaleza del sector servicios. No obstante, en el tramo final de 2024 y en los primeros meses de 2025, la actividad económica mundial se ha venido desenvolviendo en un entorno caracterizado por una creciente incertidumbre sobre las políticas económicas y por elevadas tensiones geopolíticas y comerciales, desarrollos que han estado asociados, en gran parte, a las distintas medidas anunciadas/adoptadas por la nueva Administración estadounidense.

En esta coyuntura, el crecimiento económico de Estados Unidos se desaceleró bruscamente en el primer trimestre de 2025, aunque en otras de las principales regiones mundiales —como China y el área del euro— la actividad siguió manteniendo un elevado dinamismo, y los riesgos sobre el crecimiento en los próximos trimestres —en estas regiones y a escala global— están orientados a la baja.

Por el lado de los precios, en términos generales, la senda de moderación gradual de las presiones inflacionistas ha continuado, a escala global, en 2024 y en los primeros meses de este año. Esta senda, durante algunos períodos, se ha visto muy influida por la volatilidad que han experimentado los precios de la energía, y en ella ha destacado la resistencia a la baja que ha seguido mostrando la inflación de los servicios.

En cualquier caso, al igual que sucede con las perspectivas futuras sobre el comportamiento de la actividad, las relativas a la evolución de la inflación también están sometidas a una considerable incertidumbre, pudiendo llegar a observarse en los próximos trimestres dinámicas muy divergentes entre distintas áreas geográficas.

En este contexto, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas y emergentes tendieron a relajar el tono de sus políticas monetarias en 2024, lo que se tradujo en unas condiciones de financiación más laxas. En los últimos meses, sin embargo, un número creciente de bancos centrales han pausado su proceso de relajación monetaria, en parte como consecuencia del aumento que se ha producido en las expectativas de inflación en un futuro.

Por su parte, el Banco Central Europeo inició en junio de 2024 una fase de normalización de su política monetaria y, desde entonces, ha reducido el tipo de interés de la facilidad de depósito en 175 puntos básicos (pb), hasta el 2,25 %. Todo ello siguiendo un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se toman reunión a reunión, y sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

En lo que respecta a los mercados financieros internacionales, estos mostraron desarrollos relativamente favorables a lo largo de buena parte de 2024 y principios de 2025. Más recientemente, sin embargo, estos mercados han experimentado una considerable volatilidad, especialmente a principios de abril, tras el anuncio de los «aranceles recíprocos» por parte del Gobierno de Estados Unidos.

Dicho anuncio sorprendió a los mercados y desencadenó un episodio de fuertes turbulencias financieras a escala global, en el que, a diferencia de lo que ha sido habitual históricamente, el dólar y la deuda soberana estadounidenses no actuaron como activos refugio. Si bien estas turbulencias y las correcciones observadas en la valoración de muchos activos financieros se han revertido parcialmente en las últimas semanas, los mercados financieros internacionales siguen siendo particularmente vulnerables ante posibles perturbaciones adversas que puedan tener lugar en los próximos meses.

2.1 Dinámicas de la actividad y los precios

Laeconomía mundial creció algo más de lo esperado en 2024, aunque exhibió un comportamiento heterogéneo por sectores y áreas geográficas.

- La economía mundial creció un 3,3 % en 2024, según las [estimaciones del Fondo Monetario Internacional \(FMI\) de abril de 2025](#). Este ritmo de crecimiento fue ligeramente inferior al registrado en 2023, pero se situó por encima de lo esperado para el conjunto de 2024, tanto a finales de 2023 como durante buena parte del ejercicio (véase gráfico 2.1.a).
- En un contexto de mejora de la capacidad de gasto de los hogares —gracias a una evolución favorable de su renta real—, este crecimiento se apoyó en la expansión de la actividad en los servicios, mientras que las manufacturas se ralentizaron, particularmente en las economías avanzadas.
- Por áreas geográficas, el comportamiento de la actividad también fue heterogéneo.
 - Entre las economías avanzadas, destacó el dinamismo de Estados Unidos, donde el PIB creció un 2,8 % —2,9 % en 2023—, sostenido, en buena medida, por el consumo privado, que estuvo apoyado, a su vez, por un comportamiento relativamente positivo del mercado laboral. En cambio, la expansión del producto fue más moderada en el área del euro —0,8 %, frente a un 0,5 % en 2023¹—, mientras que en Japón el crecimiento del PIB se ralentizó significativamente —hasta un 0,1 %, frente al avance del 1,5 % de 2023—.
 - Por su parte, las economías emergentes moderaron ligeramente su crecimiento en 2024, condicionadas por la desaceleración de la actividad en China —desde el 5,4 % hasta el 5 %—, que reflejó la prolongación del ajuste en su sector inmobiliario y la debilidad del consumo privado. En Latinoamérica, la actividad económica avanzó un 2,4 %, ritmo similar al del año previo², apoyada en los datos positivos de Brasil —3,4 %—, y a pesar de la ralentización del crecimiento del PIB en México—desde el 3,3 % en 2023 hasta el 1,5 %— y de la contracción del producto en Argentina —del 1,7 %—.

Esta evolución resultó compatible con una reducción de las tasas de inflación, aunque el componente de servicios experimentó un descenso más paulatino.

- En 2024, las tasas de inflación general prosiguieron su moderación gradual en las principales áreas geográficas (véase gráfico 2.1.b). De este modo, la inflación promedio mundial se situó en el 3,6 % en diciembre de 2024, muy por debajo del máximo alcanzado en septiembre de 2022 —un 8,8 %— y también por debajo de la tasa del 4,3 % que se registró a finales de 2023.

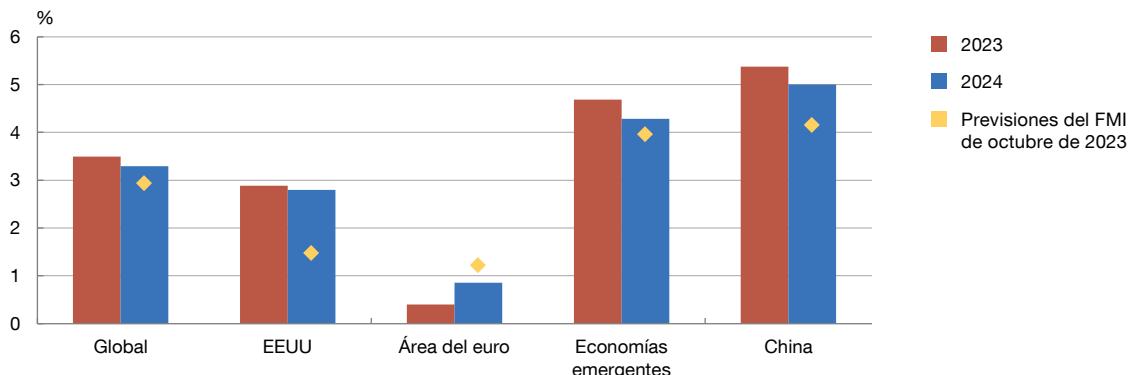
1 Estas tasas de crecimiento para el área del euro provienen de series ajustadas de estacionalidad y efecto calendario, que son las utilizadas en el ejercicio de previsiones del Eurosistema. Para el resto de los países, se presentan las tasas calculadas por el FMI, que se refieren a series originales sin ajustar.

2 Banco de España (2025).

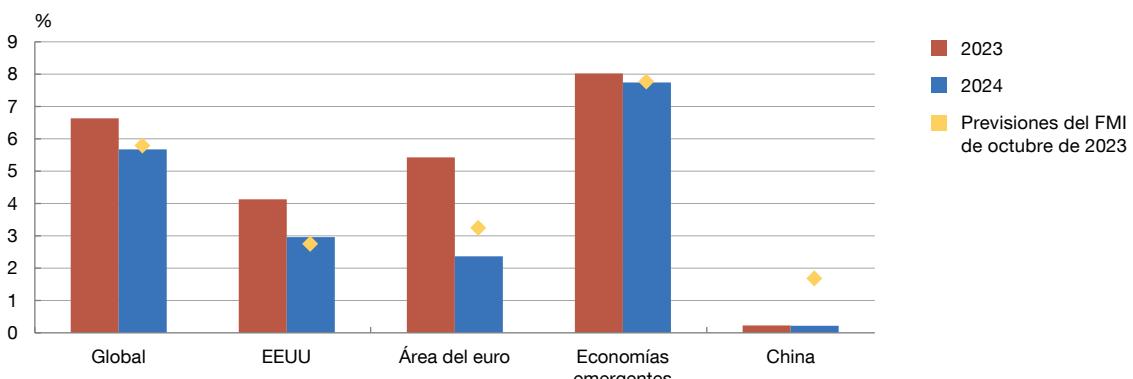
Gráfico 2.1

La actividad económica mundial mantuvo su senda de crecimiento en 2024, aunque mostró una notable heterogeneidad entre áreas y sectores, al tiempo que la inflación consolidó su proceso de moderación

2.1.a Crecimiento del PIB



2.1.b Tasas de inflación



FUENTE: FMI (*World Economic Outlook*), octubre de 2023 y abril de 2025.



- Las tasas de inflación subyacente, por su parte, decrecieron a escala global de forma más gradual, condicionadas por los precios de los servicios, mientras que el crecimiento de los precios de los bienes disminuyó apreciablemente. A esto último habrían contribuido, por un lado, la práctica ausencia de problemas de suministro, de acuerdo con el índice elaborado por el Banco de España³ (véase gráfico 2.2.a), y, por otro, la contención de los precios de las materias primas (véase gráfico 2.2.b), a pesar de la persistencia de elevadas tensiones geopolíticas asociadas, por ejemplo, a los conflictos bélicos en Oriente Medio y Ucrania. Así, el precio del petróleo (brent) finalizó 2024 alrededor de los 70 \$/baril, reflejando tanto la desaceleración de la demanda, principalmente de China⁴, como la fortaleza de la oferta⁵.

3 Para un análisis del impacto de la crisis del mar Rojo sobre los cuellos de botella, véase Viani (2024). Para más detalles acerca del indicador de cuellos de botella, véase Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani (2024).

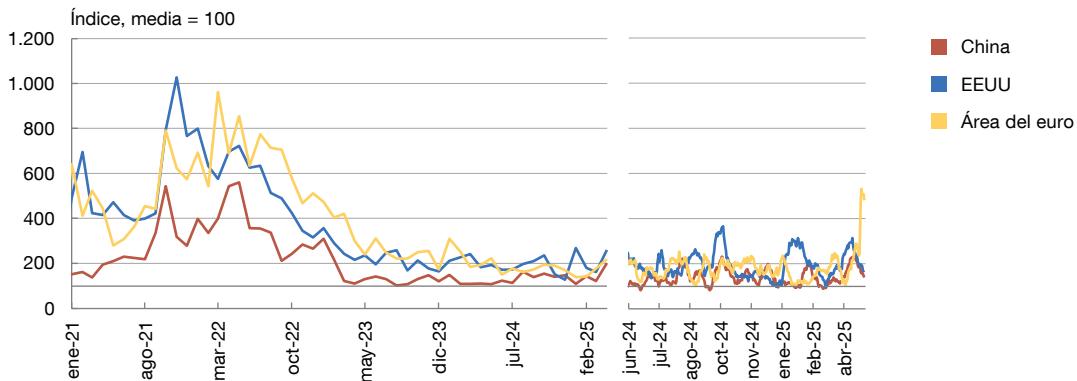
4 Alonso, Santabarbara y Suárez-Varela (2023).

5 Por su parte, el precio del gas natural mostró una tendencia ascendente a lo largo del año, hasta alcanzar en torno a 45 euros/MWh a principios de 2025, un precio que, no obstante, se mantiene muy por debajo de los máximos registrados tras al estallido de la guerra de Ucrania.

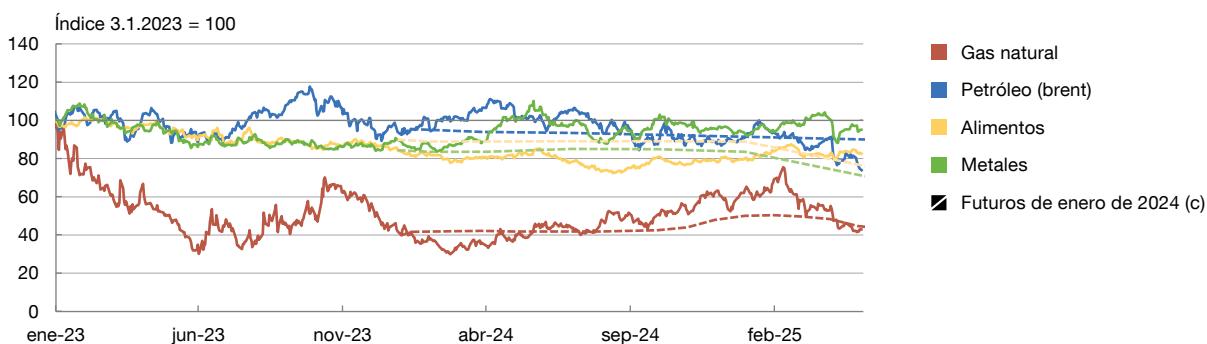
Gráfico 2.2

El avance de la actividad y la moderación de las tasas de inflación globales tuvieron lugar en un contexto de relativa contención de los cuellos de botella y de los precios de las materias primas

2.2.a Índice de cuellos de botella en los suministros (a)



2.2.b Precios del gas, petróleo, alimentos y metales (b)



FUENTES: Banco de España a partir de Burriel, Kataryniuk, Moreno Pérez y Viani (2024) y LSEG Datastream.

- a El índice de cuellos de botella mide la proporción de noticias en los periódicos que reportan problemas de suministros y tiene media 100 hasta diciembre de 2021. El índice relativo al área del euro se calcula como el promedio de los índices nacionales de Alemania, Francia, Italia y España. El último dato observado en el primer panel corresponde al promedio de abril de 2025; en el segundo panel, al 4.5.2025.
- b El último dato observado corresponde al 5.5.2025.
- c Las líneas discontinuas indican los futuros de enero de 2024 de gas natural (línea discontinua marrón), petróleo (línea discontinua azul), alimentos (línea discontinua amarilla) y metales (línea discontinua verde).



- Por áreas geográficas, y dentro de las economías avanzadas, la inflación general en Estados Unidos, que alcanzó un máximo del 9,1 % en junio de 2022, pasó del 3,4 % a finales de 2023 al 2,9 % en diciembre de 2024, mientras que la inflación subyacente se redujo del 3,9 % en diciembre de 2023 al 3,2 % en diciembre de 2024. Por su parte, en Japón, donde las presiones de precios fueron significativamente más moderadas durante la crisis inflacionista, la inflación general y la subyacente se situaron a finales de 2024 en el 3,6 % y el 2,4 %, respectivamente. En las economías emergentes, la tasa de inflación promedio en América Latina descendió del 5 % a finales de 2023 al 4,5 % en diciembre de 2024. Por su parte, en China, las presiones de precios continuaron siendo muy débiles, con una tasa de inflación general en diciembre de 2024 del 0,1 % y una subyacente del 0,4 %, en un contexto de caída persistente de los precios de producción.

En el área del euro, la actividad económica inició en 2024 una recuperación suave y gradual, que mostró el mismo patrón de heterogeneidad sectorial observado en la economía mundial. Al mismo tiempo, la inflación siguió reduciéndose, pese a la persistencia de la inflación de los servicios.

- Tras la atonía generalizada mostrada por la actividad económica de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en 2023, el PIB de la eurozona inició, a comienzos de 2024, una senda de reactivación gradual y avanzó un 0,8 % en el conjunto del ejercicio, solo ligeramente por encima del crecimiento observado en 2023 —un 0,5 %—.
- Esta modesta aceleración de la actividad se apoyó, principalmente, en el avance del gasto público y en el desempeño positivo del sector exterior. En el otro extremo, la persistencia de una elevada incertidumbre dificultó una recuperación más vigorosa del consumo privado —pese a la mejora de la renta real de los hogares y el buen comportamiento del mercado laboral—, al tiempo que la inversión privada registró un claro retroceso. Por el lado de la oferta, se observó, durante buena parte de 2024, una clara dicotomía entre sectores productivos, contrastando la continuada debilidad de las manufacturas con el empuje del sector servicios.
- La inflación de la zona del euro siguió un patrón similar al de otras economías desarrolladas. Así, la tasa de inflación general mantuvo una senda descendente, pasando del 2,9 % en diciembre de 2023 al 2,4 % en diciembre de 2024, un descenso que vino determinado, principalmente, por la evolución de los componentes más volátiles de la inflación. Entre ellos, destacó la fuerte contención de los precios de los alimentos —cuya tasa de variación se redujo del 6,1 % al 2,6 % en dicho período— y la continuada reducción de los precios de la energía —que cayeron a una tasa anual media del 2,2 % durante 2024—.
- La tasa de inflación subyacente también disminuyó, ya que pasó del 3,4 % en diciembre de 2023 al 2,7 % en diciembre de 2024. Esta evolución estuvo condicionada por una mayor resistencia a la baja de la esperada en la inflación de los servicios —en parte, apoyada por la demanda relativamente robusta que experimentaron estas actividades y por unos crecimientos salariales aún apreciables—, que se mantuvo prácticamente estable, en torno al 4 %, a lo largo de 2024. En cambio, los precios de los bienes industriales no energéticos se moderaron significativamente —en línea, entre otros factores, con la paulatina relajación de los cuellos de botella en las cadenas globales de valor y con la corrección del precio de los insumos energéticos y de las materias primas— y pasaron de tasas de crecimiento superiores al 2 % en diciembre de 2023 a ritmos de avance cercanos al 0,5 % a finales de 2024.

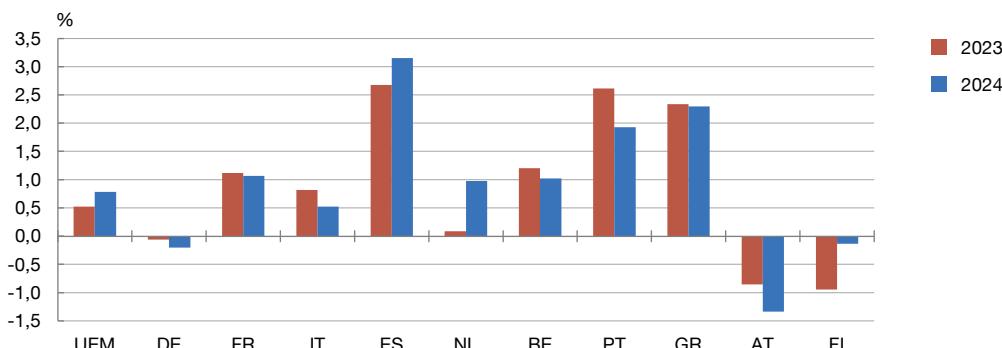
En la UEM, la evolución dispar de la actividad entre sectores productivos ha venido acompañada de una cierta heterogeneidad entre países en el crecimiento del PIB y, en menor grado, en el comportamiento de la inflación.

- La recuperación de la actividad económica en la zona del euro en 2024 fue desigual entre países, lo que reflejó, en parte, la heterogeneidad sectorial apuntada anteriormente y el diferente grado de especialización productiva entre países (véase gráfico 2.3.a).

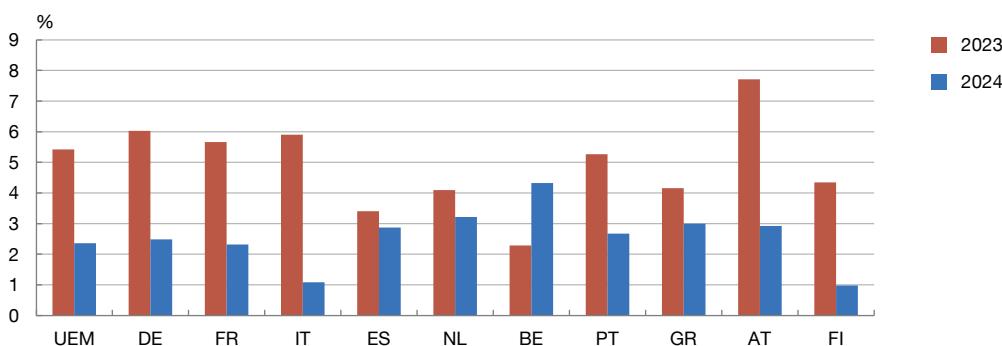
Gráfico 2.3

La recuperación económica en el área del euro muestra un comportamiento heterogéneo por países, mientras que dicha heterogeneidad es menor en el caso de la inflación, que, salvo excepciones, se ha reducido de forma general

2.3.a Tasas de variación del PIB en el área del euro



2.3.b Tasas de inflación general en el área del euro



FUENTE: Eurosystema.



- Por un lado, algunos países del centro y el norte de Europa, como Austria, Finlandia y Alemania, cuyo sector industrial tiene un mayor peso relativo, experimentaron leves contracciones del PIB debido, en parte, a la caída observada en la inversión productiva. Otras economías en las que la inversión ofreció un desempeño relativamente modesto fueron Francia, Países Bajos e Italia, que mostraron tasas de crecimiento del PIB cercanas o por debajo del 1 %.
- Por otro lado, algunos países del sur de Europa, como España, Grecia y Portugal, más especializados en actividades de servicios ligadas al comercio, el transporte y el turismo, experimentaron ritmos de avance del PIB más elevados —del 3,2 %, 2,3 % y 1,9 %, respectivamente—.
- En términos de la inflación, la heterogeneidad por países fue menor y la mayoría de las principales economías de la UEM registraron tasas de inflación general promedio en 2024 entre el 2,3 % y el 3 %, salvo excepciones, como Italia, Irlanda o Finlandia, que presentaron tasas más reducidas, cercanas al 1 % (véase gráfico 2.3.b).

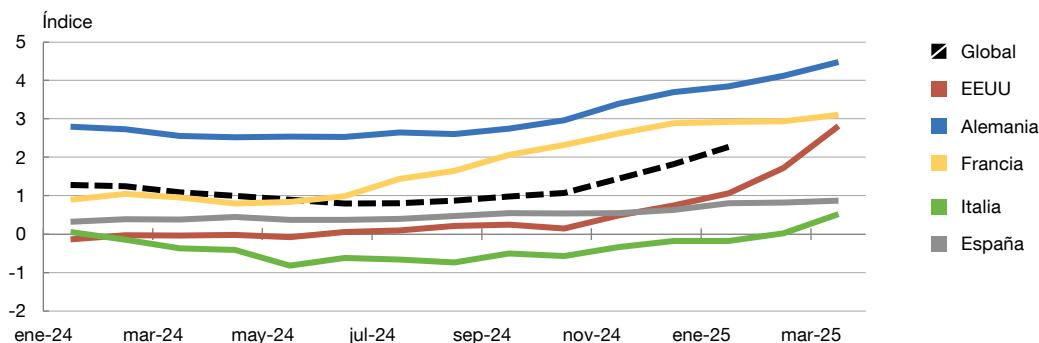
En el tramo final de 2024 y en los primeros meses de 2025, la actividad económica mundial se ha venido desenvolviendo en un entorno caracterizado por una creciente incertidumbre sobre las políticas económicas y por elevadas tensiones geopolíticas y comerciales, desarrollos que han estado asociados, en gran parte, a las distintas medidas anunciadas/adoptadas por la nueva Administración estadounidense.

- En efecto, a lo largo de los últimos meses, los indicadores más habituales que buscan aproximar el grado de incertidumbre que existe en torno a las políticas económicas —singularmente, el *Economic Policy Uncertainty Index (EPU)*— han mostrado una clara tendencia al alza, tanto a escala global como en varias de las principales economías mundiales (véase gráfico 2.4.a). Al mismo tiempo, de acuerdo con el *Trade Policy Uncertainty Index (TPU)*, se ha producido un repunte extraordinario en la incertidumbre que existe en relación con las políticas comerciales a escala mundial, mientras que el *Geopolitical Risk Index (GPR)* muestra un nivel de riesgo geopolítico relativamente elevado desde una perspectiva histórica (véase gráfico 2.4.b).
- Al margen de diversos aspectos puramente domésticos que han afectado a algunas de las mayores economías mundiales en los últimos meses —entre otros, la inestabilidad política en Francia y las elecciones anticipadas en Alemania—, el principal factor que ha estado detrás del notable repunte observado en la incertidumbre a nivel global han sido las diversas medidas anunciadas/adoptadas por la nueva Administración estadounidense, que resultó elegida en las elecciones celebradas en Estados Unidos a comienzos de noviembre de 2024 y que tomó posesión en enero de este año.
- Entre dichas medidas, de muy diversa naturaleza —por ejemplo, en materia migratoria, fiscal, regulatoria, y de defensa y política exterior—, destacan las relacionadas con la política arancelaria. En este ámbito, la Administración estadounidense ha anunciado —y, en algunos casos, implementado— un incremento muy significativo y generalizado —por productos y países exportadores— de los aranceles sobre las importaciones de bienes a Estados Unidos. Como se puede observar en el cuadro 2.1, este endurecimiento de la política comercial estadounidense se ha producido en distintas fases, ha experimentado notables idas y venidas —en algunos casos, a través de comunicados en las redes sociales—, y ha provocado que varias de las principales economías afectadas —como China, Canadá y la Unión Europea (UE)— hayan anunciado y/o implementado también un aumento de los aranceles hacia sus importaciones provenientes de Estados Unidos.
- En el contexto de esta errática política arancelaria estadounidense, cabe destacar la considerable escalada en las tensiones comerciales que se produjo el pasado 2 de abril tras el anuncio de los denominados «aranceles recíprocos» por parte de Estados Unidos frente al resto del mundo (*US Fair and Reciprocal Plan*). Como parte de esta iniciativa, se establecía un arancel mínimo del 10 % para todos los países —con la excepción de Canadá y México— a partir del 5 de abril, al que se podían sumar tarifas específicas para alrededor de 60 países de hasta el 50 % —de manera que, por ejemplo, los aranceles recíprocos ascendían al 34 % en China, al 20 % en la UE, al 24 % en Japón y al 25 % en Corea del Sur—, que entrarían en vigor a partir del 9 de abril.

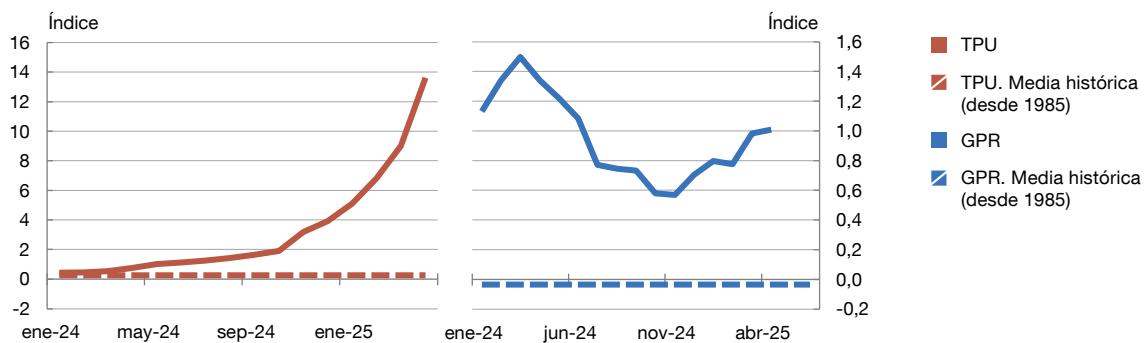
Gráfico 2.4

La incertidumbre sobre las políticas económicas, en particular comerciales, ha aumentado apreciablemente desde finales de 2024

2.4.a Índice EPU (a)



2.4.b Índices TPU y GPR



FUENTES: Baker, Bloom y Davis (2016); Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino y Raffo (2020); Caldara y Iacoviello (2022).

a Media móvil de seis meses, series estandarizadas. El último dato disponible del índice EPU Global corresponde a enero de 2025.



- Ante este anuncio, muchas de las regiones afectadas —entre otras, la UE— comunicaron que adoptarían medidas de respuesta, mientras que las tensiones entre China y Estados Unidos dieron lugar a una extraordinaria espiral de represalias comerciales. Todo ello desembocó en fuertes correcciones y en una elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales (véase sección 2.2.2), lo que contribuyó a que el 9 de abril el Gobierno de Estados Unidos anunciara una suspensión temporal de 90 días de los aranceles recíprocos específicos por países —con la excepción de China, a la que se aplicaría un arancel genérico recíproco—, manteniendo el arancel del 10 % universal. Asimismo, el 10 de abril, la UE también suspendió durante 90 días los aranceles del 25 % aplicados a un conjunto de productos estadounidenses.
- Desde entonces, como se puede observar en el cuadro 2.1⁶, se han producido algunos anuncios adicionales en materia arancelaria, que, en términos generales, han conducido a

6 Nótese que con posterioridad a la fecha de cierre de este informe ha tenido lugar un acuerdo comercial entre Estados Unidos y el Reino Unido y otro entre Estados Unidos y China.

Cuadro 2.1

Selección de eventos relacionados con el conflicto arancelario (a)

Anuncios	(b)	Fecha (c)	Variación diaria de los indicadores financieros				
			S&P 500 (%)	EURO STOXX (%)	EUR / USD (%)	Deuda pública a diez años. EEUU (pb)	Deuda pública a diez años. Alemania (pb)
EEUU: Arancel adicional a China, del 10 %	↗	1 feb.	-0,8	-1,2	-0,2	-1,2	-7,1
EEUU: Aranceles adicionales a México y Canadá	↗	1 feb.	-0,8	-1,2	-0,2	-1,2	-7,1
Canadá: Aumento de aranceles a EEUU	↗	2 feb.	-0,8	-1,2	-0,2	-1,2	-7,1
EEUU: Pausa en los aranceles a México y Canadá	↘	3 feb.	0,7	0,6	0,3	-2,2	0,6
China: Arancel adicional a EEUU de hasta el 15 %	↗	4 feb.	0,7	0,6	0,3	-2,2	0,6
EEUU: Aumento de aranceles al acero y aluminio	↗	10 feb.	0,7	0,6	-0,2	1,0	-1,6
Declaración de Trump: posibles aranceles a la UE	↗	27 feb.	-1,6	-0,9	-0,8	2,3	-2,6
EEUU: Arancel adicional a China, del 10 %	↗	3 mar.	-1,8	-2,6	1,1	-4,2	-1,2
China: Arancel adicional a EEUU, del 15 %	↗	3 mar.	-1,2	-2,6	1,3	4,9	-1,2
EEUU: Exención a productos bajo USMCA de aranceles adicionales	↘	6 mar.	-1,8	0,7	-0,1	1,2	10,0
UE: Restablecimiento de los aranceles adicionales de 2018 y 2020 a EEUU. Eventuales medidas de represalia adicionales	↗	12 mar.	0,5	1,0	-0,3	4,0	1,7
EEUU: Arancel del 25 % a vehículos y componentes	↗	26 mar.	-1,1	-1,0	-0,4	3,5	-0,4
EEUU: Arancel recíproco general adicional del 10 %, incrementado selectivamente (20 % a la UE; 34 % a China)	↗	2 abr.	-4,8	-2,9	1,8	-13,3	-8,4
China: Arancel de represalia a EEUU del 34 %	↗	4 abr.	-6,0	-4,8	-0,9	-3,8	-7,2
EEUU: Aumento del arancel recíproco a China, hasta el 84 %	↗	8 abr.	-1,6	2,6	0,5	8,7	-1,8
UE: Confirmación del arancel de represalia a EEUU	↗	9 abr.	9,5	-3,0	-0,1	3,0	-4,5
EEUU: Pausa temporal de los aranceles recíprocos superiores al 10 % (salvo para China)	↘	9 abr.	9,5	3,9	-0,1	3,0	0,4
China: Aumento del arancel de represalia a EEUU, hasta el 84 %	↗	9 abr.	-3,5	3,9	2,3	9,9	0,4
EEUU: Aumento del arancel recíproco a China, hasta el 125 %	↗	9 abr.	-3,5	3,9	2,3	9,9	0,4
UE: Pausa del arancel de represalia a EEUU	↘	10 abr.	-3,5	3,9	2,3	9,9	0,4
China: Aumento del arancel de represalia a EEUU, hasta el 125 %	↗	11 abr.	1,8	-0,3	1,4	6,5	-5,6
EEUU: Exención de aranceles a algunos productos electrónicos	↘	11 abr.	1,8	2,6	1,4	6,5	-0,6
EEUU y China: China exime de arancel adicional a algunos productos electrónicos e indicios de posible negociación	↘	23 y 24 abr.	3,7	2,5	-0,3	-8,8	0,1
EEUU y China: Se refuerzan indicios de posible negociación	↘	2 may.	1,5	2,1	0,0	9,2	8,0

FUENTES: Global Trade Alert, LSEG Datastream y Banco de España.

- a Este cuadro recoge información hasta la fecha de cierre del Informe, el 5 de mayo. Nótese que con posterioridad ha tenido lugar un acuerdo comercial entre Estados Unidos y el Reino Unido y otro entre Estados Unidos y China.
- b La flecha hacia arriba (abajo) indica un endurecimiento (relajación) de las medidas arancelarias.
- c Las fechas se refieren al anuncio de medidas arancelarias. Para la variación diaria en el precio de los activos se toman como referencia los cierres del mercado inmediatamente anterior y posterior al anuncio. Las cifras no deben interpretarse necesariamente como el impacto de la medida, ya que pueden reflejar el efecto de otros factores.

una ligera desescalada de las tensiones comerciales mientras el período de negociación de 90 días está en curso. En todo caso, al margen de estas idas y venidas, es importante reseñar algunas de las principales medidas arancelarias que sí están en vigor, además del arancel mínimo del 10 %. En particular, desde el 12 de marzo, Estados Unidos aplica un arancel del 25 % a las importaciones de acero, aluminio y productos derivados, y, desde el 3 de abril, a los automóviles —con la excepción del contenido estadounidense incorporado

en dichas importaciones, lo que afecta al grueso de importaciones de automóviles procedentes de México y Canadá—. Adicionalmente, el 3 de mayo entró en vigor la tarifa del 25 % a las importaciones de componentes de automóviles, con la excepción de las procedentes de México y Canadá incluidas en el USMCA. En todos estos casos, los aranceles afectan a los productos de la UE, incluida España.

En este contexto, el crecimiento económico de Estados Unidos se desaceleró bruscamente en el primer trimestre de 2025, aunque en otras de las principales regiones mundiales —como China y el área del euro— la actividad siguió manteniendo un elevado dinamismo, y los riesgos sobre el crecimiento en los próximos trimestres —en estas regiones y a escala global— están orientados a la baja.

- En Estados Unidos, el dato de avance de la Contabilidad Nacional relativo al primer trimestre de este año mostró una considerable ralentización de la actividad. Así, el PIB de este país pasó de crecer a una tasa intertrimestral del 0,6 % en el cuarto trimestre de 2024 a contraerse un 0,1 % en los primeros tres meses de este año. Esta desaceleración se habría visto propiciada, especialmente, por el notable repunte que experimentaron las importaciones, en gran medida, en anticipación de eventuales incrementos arancelarios, pero, también, por la moderación de la aportación del consumo privado al avance del producto; este desarrollo resulta coherente con el deterioro que se venía observando en los últimos meses en el sentimiento de los consumidores —medido, por ejemplo, a través del índice de sentimiento de la Universidad de Michigan—.
- En China, sin embargo, el PIB creció un 5,4 % interanual en el primer trimestre del año, la misma tasa que en el trimestre precedente, pero por encima de las expectativas del consenso de los analistas. Este buen comportamiento relativo de la actividad habría sido consecuencia, entre otros aspectos, del efecto de las medidas de estímulo desplegadas por las autoridades chinas a lo largo de 2024 y del dinamismo mostrado por las exportaciones. Este último aspecto, como ya se ha mencionado, reflejaría, al menos en parte, un cierto efecto de acaparamiento —o de adelanto de los flujos comerciales— ante un eventual incremento de los aranceles en Estados Unidos.
- En el área del euro, como en China, el dinamismo de la actividad económica también sorprendió al alza en el primer trimestre del año. En particular, de acuerdo con los primeros datos facilitados por Eurostat, el PIB de la UEM habría acelerado su ritmo de crecimiento intertrimestral, pasando del 0,2 % observado a finales de 2024 a un 0,4 % en los primeros tres meses de 2025. Por países, después de contraerse levemente en el trimestre anterior, las dos principales economías de la región retornaron a tasas de crecimiento positivas, del 0,2 % en Alemania y del 0,1 % en Francia. La actividad también se aceleró en Italia, para avanzar un 0,3 % a comienzos del año, 0,1 puntos porcentuales (pp) más que en el último trimestre de 2024.
- En cualquier caso, es probable que estas dinámicas recientes de la actividad aún no estén reflejando plenamente el impacto adverso sobre el crecimiento económico que se derivaría

del mercado incremento de la incertidumbre que se ha producido en los últimos meses. En efecto, la evidencia histórica sugiere que los repuntes en la incertidumbre inciden de forma negativa, pero con un cierto retardo, sobre las decisiones de gasto e inversión de los hogares y las empresas, y, por tanto, sobre la actividad económica⁷. En este sentido, los riesgos sobre el crecimiento económico global en los próximos trimestres estarían sesgados fundamentalmente a la baja, si bien en una magnitud que es difícil de precisar por el momento. Esta dependerá, entre otros factores, de cómo se resuelvan las actuales tensiones comerciales, de la evolución de los mercados financieros internacionales, y, en el caso de la UE, del posible impacto macroeconómico de un eventual aumento significativo del gasto en defensa y en infraestructuras en la región (véase sección 4.1).

Por el lado de los precios, no se perciben, en los últimos datos publicados, cambios significativos en el proceso de desinflación a escala global. No obstante, la evolución futura de la inflación está sometida a una considerable incertidumbre y podría mostrar sendas muy divergentes por áreas geográficas.

- En el tramo final de 2024 y a comienzos de 2025, se observaron algunas señales de estancamiento en la tendencia descendente que las tasas de inflación general venían mostrando a escala global. Este fenómeno respondió, principalmente, al encarecimiento que, durante dicho período, experimentaron los precios de la energía.
- Sin embargo, más recientemente, los precios de la energía —y, singularmente, los del petróleo— se han reducido de manera significativa, en parte como consecuencia del aumento de la incertidumbre y del deterioro de las perspectivas de los analistas en cuanto al ritmo de crecimiento futuro de la actividad económica global. Así, por ejemplo, desde el 1 de abril —antes del anuncio de los «aranceles recíprocos» por parte de Estados Unidos— y hasta la fecha de cierre de este Informe, el precio del petróleo brent se ha reducido un 19 %, hasta los 60 \$/barrel.
- En línea con estos desarrollos, los últimos datos de inflación publicados en las principales regiones mundiales son coherentes, por el momento, con la continuidad del proceso de desinflación. Así, por ejemplo, en Estados Unidos, la inflación general y la subyacente se situaron en marzo de este año en el 2,4 % y el 2,8 %, respectivamente, 0,5 pp y 0,4 pp por debajo del cierre de 2024. En el mismo sentido, la primera estimación de la inflación de abril en la UEM apunta a una tasa de inflación general del 2,2 %, igual que en marzo, pero 0,2 pp por debajo de la observada en diciembre. No obstante, cabe destacar que la inflación subyacente en la UEM sorprendió al alza en abril y repuntó 0,3 pp, hasta el 2,7 % —la misma tasa que en diciembre del año pasado—. Esto se debió, fundamentalmente, a un aumento de la inflación de los servicios —hasta el 3,9 %—, que revierte, de este modo, parte de los descensos que esta rúbrica había registrado en los primeros meses del año.

7 En el caso de la economía española, por ejemplo, las regularidades históricas sugieren que un aumento de la incertidumbre sobre las políticas económicas globales tiene un impacto adverso máximo sobre el nivel de actividad al cabo de unos cuatro trimestres, un impacto que es especialmente acusado en el caso de la inversión.

- En todo caso, las perspectivas en cuanto a la evolución futura de la inflación son extraordinariamente inciertas. Al igual que aquellas referidas al crecimiento económico —comentadas anteriormente—, dependerán de la evolución de las tensiones comerciales, del comportamiento de los mercados financieros —en especial, de las cotizaciones de las materias primas y de los tipos de cambio—, de la posible aparición de cuellos de botella en las cadenas globales de producción y suministros, y del grado de confianza/certidumbre que muestren los agentes económicos. Unos desarrollos que, como se discute en la sección 4.1, probablemente incidirán de forma muy heterogénea sobre las presiones inflacionistas en las distintas áreas geográficas mundiales, algo que ya reconocen las previsiones más actualizadas del consenso de los analistas.

2.2 Política monetaria y condiciones financieras

2.2.1 Política monetaria

Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas y emergentes tendieron a relajar el tono de sus políticas monetarias a lo largo de 2024, con algunas excepciones.

- La consolidación del proceso gradual de desinflación permitió que un número amplio de bancos centrales relajaran el tono restrictivo de sus políticas monetarias a lo largo de 2024. Así, por ejemplo, fuera de la zona del euro, la Reserva Federal estadounidense redujo su tipo de interés oficial en 100 pb entre septiembre y diciembre de 2024 (véase gráfico 2.5)⁸.
- En las economías emergentes, donde el ciclo de relajación monetaria tendió a iniciarse antes, los bancos centrales también disminuyeron en términos generales sus tipos de interés oficiales a lo largo del año pasado, especialmente en América Latina. La excepción fue Brasil, donde, en el segundo semestre de 2024, el banco central aumentó en 175 pb su tipo de interés oficial en respuesta al repunte observado en las tasas de inflación.

El Banco Central Europeo (BCE) inició, en junio de 2024, una fase de normalización de su política monetaria, y prosiguió con la reducción del balance de manera gradual y predecible (véase recuadro 1).

- La mejora de las perspectivas de inflación en el área del euro, la moderación de la inflación subyacente y la transmisión efectiva de la política monetaria permitieron que, en junio de 2024, el BCE comenzara a relajar el grado de restricción monetaria. Se puso fin, de este modo, a un período de nueve meses, desde septiembre de 2023, en el que el tipo de interés de la facilidad de depósito⁹ se mantuvo en el 4 %.
- Entre junio y diciembre de 2024, el BCE redujo el grado de restricción de su política monetaria con cuatro recortes en los tipos de interés oficiales, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 3 %.
- En paralelo, el BCE continuó reduciendo el tamaño del balance del Eurosistema de forma gradual y predecible —evitando, de este modo, que este proceso interfiera en la orientación de la política monetaria—, y también introdujo algunos cambios en su marco operativo.

En la parte transcurrida de 2025, el BCE ha continuado reduciendo los tipos de interés oficiales, mientras que un número creciente de bancos centrales han detenido el proceso de relajación monetaria.

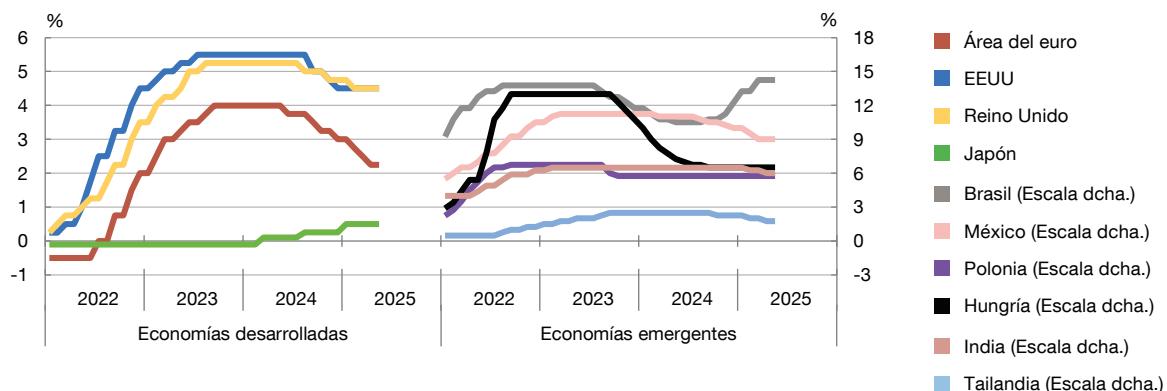
⁸ La excepción a esta tónica fue el Banco de Japón, que abandonó su política de tipos cero y elevó su tipo de interés de referencia en marzo y julio de 2024 hasta el 0,25 %.

⁹ Este es el tipo oficial que actualmente determina el tono de la política monetaria del BCE. Véase Martínez Martín (2023).

Gráfico 2.5

A lo largo de 2024 tuvo lugar una relajación de las políticas monetarias en la mayoría de las principales áreas económicas globales

2.5.a Tipos de interés oficiales (a)



FUENTES: Bancos centrales nacionales y LSEG.

a Datos mensuales a fin de mes, salvo para la última observación, el 5 de mayo.



- En un contexto de elevada incertidumbre en torno al escenario macrofinanciero, geopolítico y comercial, y sobre la senda futura de la inflación —con aumentos en las expectativas de inflación a medio plazo en algunos países—, un número creciente de bancos centrales de las economías avanzadas han detenido recientemente el proceso de relajación monetaria que habían iniciado unos meses atrás. Este es el caso, por ejemplo, de la Reserva Federal estadounidense —que pausó sus recortes en los tipos de interés oficiales en enero—, del Banco de Inglaterra y el Banco de Suecia —que pausaron en marzo—, y del Banco de Canadá —que mantuvo inalterados sus tipos de interés en abril—. En cambio, otros bancos centrales, como los de Suiza y Nueva Zelanda, han prosseguido con las bajadas de tipos de interés en sus últimas reuniones.
- El BCE, por su parte, ha reducido sus tipos de interés oficiales en 25 pb en cada una de las tres reuniones de política monetaria que ha mantenido en la parte transcurrida de 2025 —en enero, marzo y abril—, hasta situar el tipo de la facilidad de depósito en el 2,25 %. El recorte que se acordó el pasado 17 de abril se produjo en un contexto de avances en el proceso de desinflación y de mayores riesgos a la baja sobre el crecimiento económico en el área del euro ante la escalada de las tensiones comerciales globales. En dicha reunión, el Consejo de Gobierno del BCE recalcó su determinación para asegurar que la inflación del área del euro se estabilice de forma sostenida en el objetivo del 2 % a medio plazo, así como la importancia de mantener un enfoque dependiente de los datos, en el que las decisiones se toman reunión a reunión, y sin comprometerse de antemano con ninguna senda concreta de tipos. Asimismo, la presidenta del BCE señaló la necesidad de estar preparados y de ser ágiles para garantizar un tono adecuado de la política monetaria.
- De cara a los próximos meses, las cotizaciones en los mercados financieros internacionales anticipan un cierto recorrido adicional a la baja en los tipos de interés oficiales del BCE, lo

que podría situar el tipo de la facilidad de depósito por debajo del 2 % antes de que termine el año. En el mismo sentido, en la fecha de cierre de este Informe, los mercados financieros descuentan que la Reserva Federal estadounidense podría reducir 25 puntos básicos (pb) sus tipos de interés oficiales en unas tres ocasiones antes de terminar 2025.

- Entre las economías emergentes, en los últimos meses, también se han observado algunas divergencias en las decisiones de política monetaria. Así, mientras que algunos bancos centrales —especialmente en América Latina— han mantenido estables sus tipos de interés oficiales o han detenido sus ciclos de relajación de política monetaria, otros han acentuado la relajación —como México— o han intensificado el endurecimiento —como Brasil—. En Turquía, el banco central interrumpió en abril su ciclo de relajación monetaria y elevó sus tipos de interés en 350 pb, hasta el 46 %, en un contexto de presiones depreciatorias motivadas por una mayor inestabilidad política.

2.2.2 Condiciones financieras en el área del euro y mercados financieros internacionales

Las condiciones financieras en el área del euro se relajaron en 2024, destacando la caída de los tipos de interés a corto plazo, la depreciación del euro y el aumento de los precios de los activos con riesgo.

- Tras alcanzar niveles máximos en octubre de 2023, las rentabilidades interbancarias comenzaron a reducirse en el área del euro a medida que fueron incorporando las expectativas sobre las primeras bajadas de los tipos de interés oficiales del BCE y, de manera más intensa, una vez iniciada la fase de bajadas de tipos. Así, los euríbor a tres y doce meses disminuyeron 111 pb y 124 pb en 2024, y acumularon una caída de 172 pb y 202 pb entre octubre de 2023 y abril de 2025, hasta situarse en el 2,25 % y el 2,14 %, en promedio mensual, respectivamente.
- Los tipos de interés a largo plazo libres de riesgo también descendieron en el área del euro en 2024, pero muy ligeramente. Así, el tipo OIS a diez años se situó en el 2,2 % a finales de 2024.
- Por su parte, la rentabilidad de la deuda pública en el área del euro tuvo un comportamiento heterogéneo por país. La rentabilidad a diez años de la deuda española e italiana se redujo —en unos 20 pb y 40 pb, hasta situarse en el 3,1 % y el 3,4 %, en promedio, en diciembre de 2024, respectivamente—. En cambio, la del bono francés repuntó 40 pb, reflejando la inestabilidad política y la debilidad de las cuentas públicas en dicho país. Con todo, el diferencial soberano de la deuda española frente al *Bund* alemán se redujo en casi 30 pb durante el año pasado, situándose en torno a 70 pb al final del ejercicio.
- El euro se depreció ligeramente en términos efectivos nominales en 2024, condicionado por su cruce frente al dólar —cuya ponderación en el tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) es del 16 %—. La depreciación del euro frente al dólar —del 6 % en 2024— reflejó

diferentes perspectivas acerca de la evolución de la actividad y de la inflación en Estados Unidos y la UEM, que también afectaron al diferencial del OIS a dos años entre estas dos regiones, que superó los 200 pb en el tramo final del año. El euro también registró pérdidas frente a la libra —del 4,6 %— y el yuan —del 3,4 %—, pero se apreció de forma generalizada frente a las divisas de América Latina y el yen japonés.

- En los mercados de renta variable, las valoraciones tuvieron, en general, un comportamiento alcista en 2024. En todo caso, durante dicho ejercicio, la revalorización de los índices bursátiles en Europa y en España fue menor que en Estados Unidos. Así, el índice estadounidense S&P 500 se revalorizó un 24 % en 2024, mientras que el EURO STOXX avanzó un 6,6 % y el IBEX 35 un 13,8 %.

Al inicio de 2025, los mercados financieros internacionales comenzaron a corregir algunas de estas dinámicas —con un comportamiento divergente entre Estados Unidos y el área del euro—, condicionados por las políticas de la nueva Administración estadounidense y la evolución de los conflictos comerciales y geopolíticos.

- A comienzos de 2025, antes del anuncio de los «aranceles recíprocos» por parte del Gobierno de Estados Unidos —el 2 de abril—, las cotizaciones bursátiles y las rentabilidades en los mercados de deuda en Estados Unidos habían empezado a corregir a la baja, ante un posible deterioro cíclico de la actividad en este país (véase gráfico 2.6.a). Además, las cotizaciones de las empresas más relacionadas con la inteligencia artificial también se vieron negativamente afectadas por la irrupción en enero de la nueva competidora china DeepSeek.
- En el área del euro, en cambio, los mercados de renta variable iniciaron el año prolongando la senda alcista de finales de 2024, apoyados en una eventual resolución de los conflictos en Ucrania y Oriente Medio, y en las expectativas de un posible impulso significativo del gasto en defensa en la UE —permitiéndose una flexibilización de los nuevos marcos fiscales europeos— y del gasto en defensa e infraestructuras en Alemania (véase sección 4.1.4). En concreto, el anuncio en Alemania de un preacuerdo que incluía la reforma del techo de deuda constitucional provocó, a principios de marzo, que los tipos de interés a largo plazo en la UEM escalaran unos 40 pb, lo que también contribuyó a la apreciación que el euro venía registrando frente al dólar estadounidense desde principios de año (véase gráfico 2.6.b).

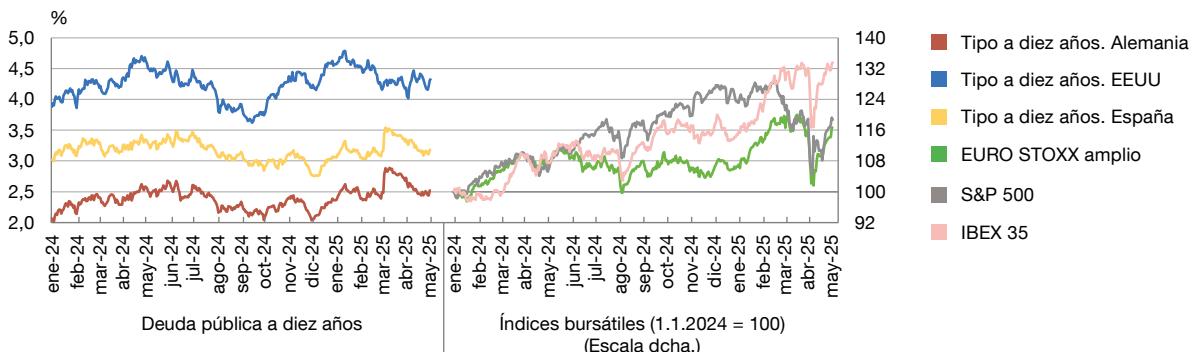
El anuncio de los «aranceles recíprocos» por parte del Gobierno de Estados Unidos, el 2 de abril, desencadenó un episodio de fuertes turbulencias financieras a escala global, que ha ido revirtiendo en las últimas semanas y que sigue dejando a los mercados financieros expuestos a posibles perturbaciones adversas en los próximos meses.

- Como se puede observar en el cuadro 2.1, a comienzos de 2025, los mercados financieros internacionales ya estaban siendo particularmente sensibles a cualquier anuncio que se produjera en el ámbito arancelario, ya fuera por parte de la Administración estadounidense,

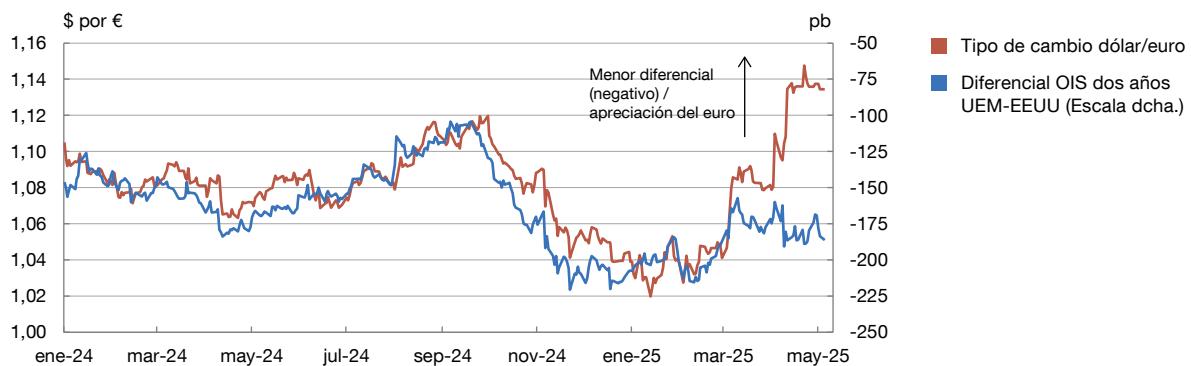
Gráfico 2.6

La escalada del conflicto comercial a principios de abril de 2025 desencadenó un episodio de turbulencias financieras globales, con fuertes correcciones en los mercados de activos con riesgo y los cambiarios

2.6.a Rentabilidades de las deudas soberanas e índices bursátiles



2.6.b Diferencial de tipos de interés entre el área del euro y Estados Unidos y tipo de cambio bilateral



FUENTES: Bloomberg y LSEG Datastream. Última observación: 5 de mayo de 2025.

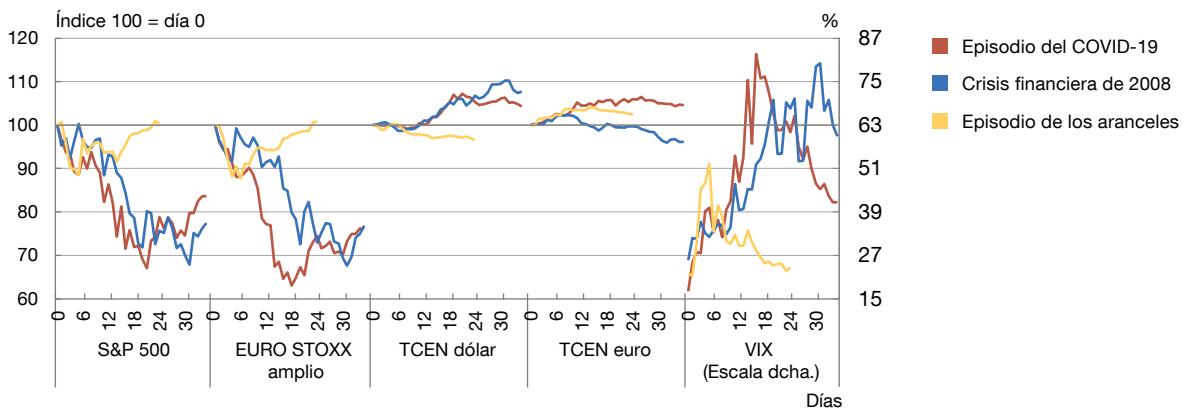
o de algunos de los países afectados por el incremento de los aranceles en sus exportaciones hacia Estados Unidos.

- No obstante, el tamaño, alcance y narrativa de los aranceles anunciados por parte de Estados Unidos el 2 de abril sorprendió negativamente a los mercados y provocó descensos pronunciados en los índices bursátiles y aumentos de la volatilidad y de las primas de riesgo de crédito corporativas. Unas correcciones que fueron de una magnitud similar a las observadas durante algunos momentos de la pandemia del COVID-19 en 2020 y de la crisis financiera global en 2008 (véase gráfico 2.7). Así, por ejemplo, el índice S&P 500 experimentó una caída de casi un 12 % entre el 2 y el 8 de abril, descenso similar al que se produjo durante la primera semana de la crisis del COVID-19.
- Además, un elemento singular de este episodio de inestabilidad financiera, en comparación con otros registrados en el pasado, fue que la deuda pública de Estados Unidos y el dólar no actuaron como activos refugio. Más bien al contrario: durante este episodio, se produjo

Gráfico 2.7

El episodio de turbulencias financieras de abril de 2025 asociado al conflicto arancelario fue intenso, pero de una duración acotada; a diferencia de períodos de turbulencias pasados, en este el dólar se depreció

2.7.a Volatilidad, índices bursátiles y tipos de cambio en períodos de turbulencias en los mercados financieros (a)



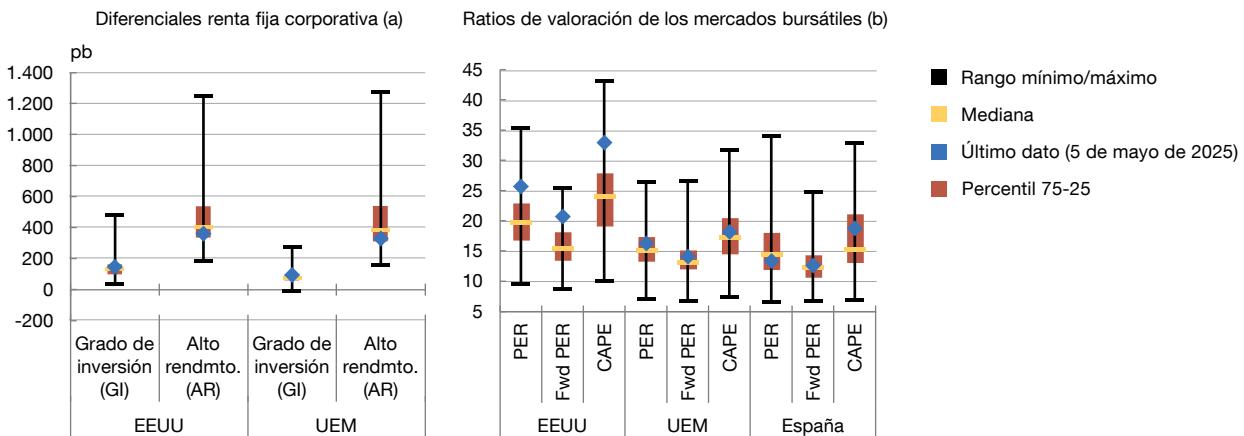
FUENTES: LSEG Datastream y Banco de España.

a Evolución del VIX, S&P 500, EURO STOXX amplio, tipo de cambio efectivo nominal (TCEN) del dólar y euro durante 35 días hábiles del episodio del COVID-19 (desde el 21.2.2020 hasta el 10.4.2020) y de la crisis financiera de 2008 (desde el 12.9.2008 hasta el 31.10.2008) y durante 24 días hábiles del episodio de los aranceles (desde el 1.4.2025 hasta el 5.5.2025).

un incremento apreciable de la rentabilidad de la deuda soberana estadounidense y una depreciación del dólar. En el área del euro, sin embargo, se registraron movimientos opuestos debido a la búsqueda de activos refugio por parte de los inversores, lo que también favoreció la revalorización de otros activos refugio tradicionales, como el oro.

- En cualquier caso, todas estas bruscas correcciones en los mercados han sido relativamente acotadas en el tiempo, ya que la inestabilidad comenzó a revertir el 9 de abril, tras el anuncio por parte de la Administración estadounidense de que detenía la aplicación de algunos aranceles durante un período de 90 días.
- No obstante, la reversión de las valoraciones financieras a lo largo de las últimas semanas no ha sido completa en algunos casos. Así, entre el 2 de abril y la fecha de cierre de este Informe —el 5 de mayo—, la rentabilidad del bono soberano de Estados Unidos a diez años ha aumentado en 19 pb, mientras que la del *Bund* alemán ha descendido en unos 20 pb. Asimismo, en el mismo período, el euro se ha apreciado frente al dólar un 5 %, acumulando una apreciación de más del 9 % en lo que va de año. En cambio, los índices EURO STOXX y S&P 500 han recuperado su valor previo al inicio de las tensiones.
- Por último, es importante señalar que, después de las fuertes correcciones observadas en los mercados a principios de abril y de la reversión parcial de estas en las últimas semanas, la valoración de algunos activos con riesgo sigue siendo elevada desde una perspectiva histórica. En particular, las primas de riesgo bursátil se mantienen en niveles muy inferiores a su media histórica tanto en Estados Unidos como en el área del euro, y las

Gráfico 2.8

Persisten altas valoraciones en algunos segmentos de los mercados de renta fija y variable

FUENTES: LSEG Datastream y Banco de España.

a Diferenciales corporativos respecto a la curva swap de los índices ICE Bank of America Merrill Lynch. Datos mensuales de las series desde 1998.

b A partir de datos mensuales de las series de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para la UEM y Estados Unidos y desde 1987 para España. Muestra algo más reducida para el CAPE de España y el Fwd PER de la UEM. Ratios facilitadas por Datastream, salvo la ratio CAPE (*Cyclically Adjusted Price-to-Earnings Ratio*), que se calcula como el valor del índice bursátil en términos reales (con IPC) sobre una media móvil de diez años de los beneficios de las empresas que cotizan en el índice en términos reales. Las ratios de *Price Earnings Ratio* (PER) y *Forward a un año del PER* (Fwd PER) recogen la relación entre el precio de las acciones y los beneficios por acción (observados o esperados).

ratios de valoración bursátiles, que relacionan los beneficios de las empresas con sus cotizaciones en bolsa, se encuentran muy por encima de su mediana histórica en Estados Unidos (véase gráfico 2.8). Los diferenciales de riesgo de crédito corporativo en el segmento de alto rendimiento se han aproximado a su mediana histórica tras el reciente episodio de turbulencias, si bien aún se encuentran algo por debajo de ella.

Sección 3

Economía española

La economía española mostró un notable dinamismo en 2024, superando las previsiones disponibles a principios de año y el ritmo de avance registrado en el promedio de la Unión Económica y Monetaria (UEM). Entre los factores que sustentaron el crecimiento del PIB en España cabe destacar el vigor del consumo público y privado —frente a la relativa debilidad de la inversión—, así como la contribución positiva de la demanda exterior neta —apoyada por el buen comportamiento de las exportaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos—.

En sentido contrario, la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales de 2024, y que tuvo un extraordinario coste en términos de vidas humanas, habría supuesto un lastre —si bien relativamente limitado— para el dinamismo de la actividad en el último trimestre del año pasado, así como una cierta presión al alza sobre el gasto público.

Otros factores importantes para la expansión del PIB en 2024 —y, más en general, en los últimos años— fueron el aumento de la población, resultante de unos intensos flujos migratorios netos, y el crecimiento del empleo, que ha permitido prolongar la reducción de la elevada tasa de paro de la economía española.

En el ámbito del mercado laboral, cabe señalar que, en años recientes, la creación de empleo ha estado particularmente concentrada en la población inmigrante, en los trabajadores con un mayor nivel educativo y, a nivel sectorial, en los servicios, algunos de ellos con un alto valor añadido. Al mismo tiempo, se observan crecientes señales de tensionamiento en este mercado laboral, aumenta el porcentaje de empresas que declaran que la falta de mano de obra limita su actividad y se aprecia un notable incremento del porcentaje de personas ocupadas en situación de incapacidad temporal; un fenómeno, este último, cuyas causas han de ser objeto de un análisis riguroso.

El crecimiento de la productividad también habría favorecido la expansión del PIB. Así, tanto en 2024 como en el período 2019-2024, el dinamismo de la productividad fue más acusado en España que en el resto de la UEM, especialmente en comparación con Francia y Alemania y en lo referente a la productividad total de los factores. A pesar de ello, la brecha negativa que la economía española ha acumulado en las últimas décadas con respecto al resto de la UEM en términos de productividad continúa siendo significativa y reducirla sigue representando uno de los mayores retos futuros para nuestra economía.

Más recientemente, en los primeros meses de 2025, la economía española ha seguido registrando un ritmo de crecimiento robusto, si bien algo menos intenso que el observado en el tramo final de 2024, y, además, presentaría, de cara al futuro, ciertos riesgos a la baja en un contexto internacional muy complejo. En todo caso, las dinámicas del empleo a comienzos de este año continúan siendo relativamente favorables.

Asimismo, el proceso de normalización de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) estaría redundando en un cierto abaratamiento del crédito bancario —que habría sido más acusado en España que en el resto de la UEM a lo largo de los últimos trimestres—, lo que estaría impulsando una recuperación moderada de la demanda de crédito. Todo ello en un

escenario en el que las ratios de endeudamiento de las familias y las empresas han seguido disminuyendo, en el que el grado de vulnerabilidad financiera de estas se mantiene relativamente contenido —de acuerdo con diversas métricas— y en el que la capacidad de financiación de la economía española ha aumentado hasta el nivel más alto de la historia reciente, al tiempo que la posición de inversión internacional deudora neta ha prolongado su descenso.

Respecto a la evolución de los precios, la inflación en España continuó desacelerándose en 2024, principalmente debido a la reducción de los precios de los alimentos y, en menor medida, de la inflación subyacente —si bien los precios de los servicios mostraron una resistencia a la baja algo más acusada de lo esperado—. Por su parte, la remuneración por asalariado aumentó significativamente en 2024 —superando las previsiones disponibles a principios de año y los incrementos salariales pactados en convenio—, aunque la mejora de la productividad contribuyó a contener el crecimiento de los costes laborales unitarios.

En los primeros meses de 2025 no se han producido grandes cambios en las dinámicas de los precios y de los salarios respecto de las observadas en 2024, si bien cabe destacar la volatilidad observada en los precios de la energía.

Por otra parte, la mejora de la actividad económica favoreció la reducción del déficit de las Administraciones Públicas (AAPP) en 2024 y de la ratio de deuda pública sobre PIB —aunque esta sigue siendo alta en comparación con el conjunto de la UEM—. Desde la pandemia, la estructura de las finanzas públicas en España ha cambiado sensiblemente, con un aumento de los ingresos por impuestos directos y cotizaciones sociales y un incremento notable de los gastos, especialmente en prestaciones sociales.

De cara al futuro, el nuevo Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo establece un marco para normalizar las finanzas públicas, pero desaprovecha la oportunidad para llevar a cabo una planificación rigurosa de las cuentas públicas a medio plazo que se beneficie, además, del patrón de crecimiento robusto que la economía española presenta en la actualidad. En un contexto geopolítico cada vez más complejo y en el que Estados Unidos parece querer limitar su papel como principal garante de la seguridad, defensa y orden mundial, se plantean, igualmente, nuevos retos para las cuentas públicas asociados a la necesidad de incrementar el gasto en defensa de forma relativamente persistente.

3.1 Crecimiento del PIB

La economía española exhibió un considerable vigor en 2024 —en comparación tanto con las previsiones disponibles a principios de año como con el resto de la UEM—. Este crecimiento se apoyó, como en los dos años anteriores, en un fuerte aumento poblacional.

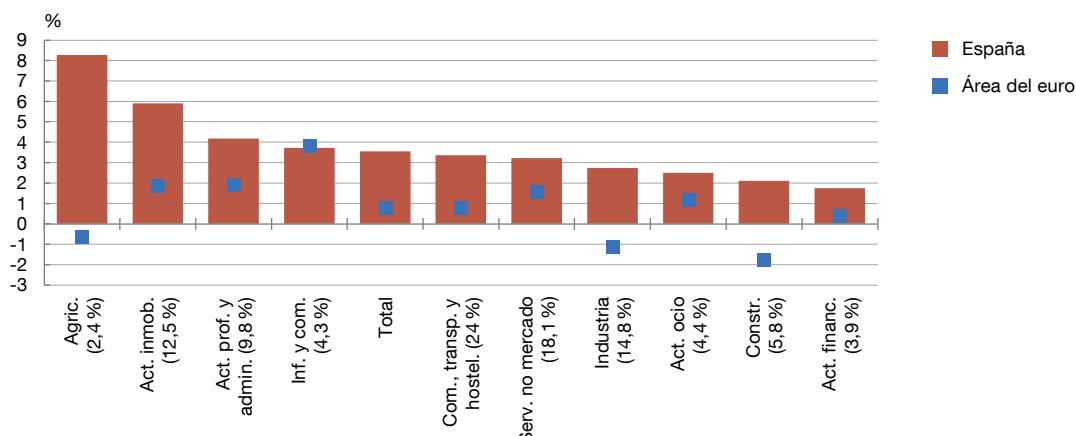
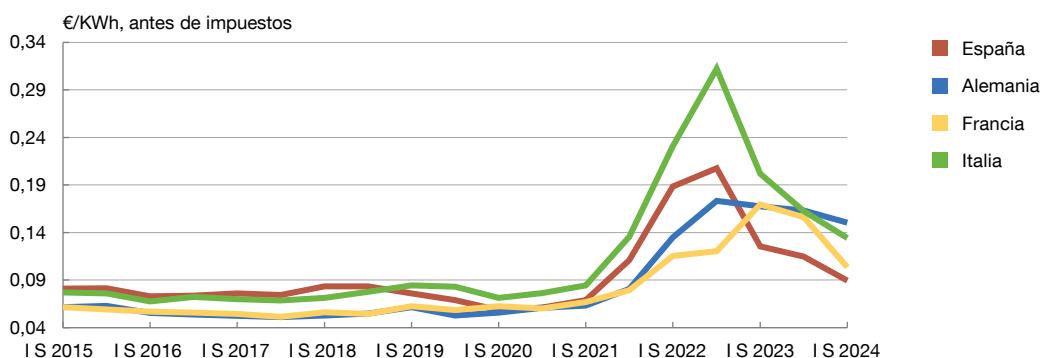
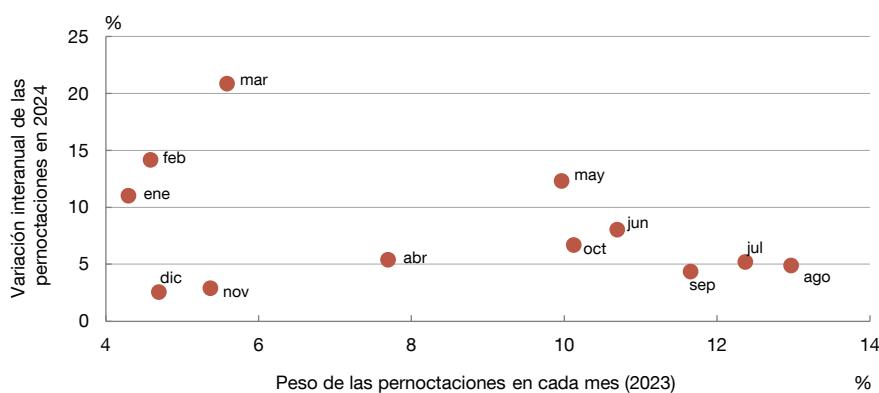
- El ritmo de avance del PIB en España se aceleró en 2024, hasta situarse en el 3,2 % en promedio anual, 0,5 puntos porcentuales (pp) más que el registrado en 2023. En contraste, como se ha mencionado anteriormente, el PIB de la UEM creció solo un 0,8 % en 2024, ligeramente por encima del 0,5 % registrado en el año anterior.
- El crecimiento del PIB en España en 2024 fue 1,3 pp mayor que el previsto por el Banco de España en marzo de 2024. Detrás de esta sorpresa positiva, cabe destacar el dinamismo —mayor de lo esperado— del consumo público y privado, el vigor de las exportaciones de servicios y la revisión estadística de los datos del PIB de 2023. Por otra parte, tras descontar el efecto de dichas revisiones estadísticas, la inversión tuvo en 2024 un desempeño más débil que el proyectado inicialmente (véase [recuadro 2](#)).
- En un contexto de notable creación de empleo (véase sección 3.3), la economía española se vio beneficiada por un significativo incremento poblacional —gracias a unos flujos de inmigración elevados¹—. En concreto, la población residente en España aumentó un 1 % en 2024, frente al incremento del 0,4 % en el conjunto de la UEM, por lo que el avance anual del PIB per cápita en España en 2024 se situó en el 2,2 % —por el 0,4 % en la UEM—.
- Finalmente, el comportamiento de la actividad en el conjunto de 2024 se caracterizó por una leve desaceleración a lo largo del año. En particular, la tasa de crecimiento intertrimestral se moderó ligeramente desde el 1 % en el primer trimestre hasta el 0,8 % en el segundo y el 0,7 % en los dos últimos trimestres del año; un ritmo de avance, este último, aún relativamente robusto, teniendo en cuenta el impacto negativo sobre la actividad de las inundaciones acaecidas en varias provincias españolas —especialmente en València— durante el cuarto trimestre de 2024 (véase [recuadro 3](#)).

Por el lado de la oferta, todas las ramas de actividad mostraron en 2024 un notable dinamismo, más acusado que en el conjunto de la UEM, debido a factores de diversa índole.

- La expansión de la actividad económica en España en 2024 fue generalizada por sectores de actividad (véase gráfico 3.1.a). Así, el sector primario creció un 8,3 %, significativamente por encima de lo observado en la UEM, donde experimentó un retroceso del 0,7 %. En el sector industrial y en la construcción, el crecimiento en España alcanzó el 2,7 % y el 2,1 %,

¹ En 2024, el avance de la población activa —alrededor de 200.000 personas— se debió exclusivamente al colectivo de los residentes de nacionalidad extranjera, cuya participación laboral más que compensó el retroceso en el número de activos —próximo a los 180.000— observado entre los residentes con nacionalidad española.

Gráfico 3.1

La expansión de la actividad económica en España en 2024 fue generalizada por sectores de actividad**3.1.a Tasa de crecimiento del VAB real en 2024 (a)****3.1.b Precios de la electricidad para clientes industriales****3.1.c Pernoctaciones hoteleras de extranjeros en España**

FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

- a Entre paréntesis, peso del valor añadido bruto (VAB) de cada sector en 2023. Las agrupaciones sectoriales presentadas en el gráfico son las siguientes: agricultura; actividades inmobiliarias; actividades profesionales y administrativas; información y comunicaciones; comercio, transporte y hostelería; servicios no de mercado; industria; actividades de ocio y artísticas; construcción, y actividades financieras.



respectivamente, frente a la contracción que estos dos sectores registraron en un elevado número de países de la eurozona. Finalmente, el sector servicios creció un 3,7 %, 2,2 pp más que en la UEM, impulsado por el elevado dinamismo de las actividades inmobiliarias y de las ramas más intensivas en conocimiento, como las actividades profesionales, científicas y técnicas o la información y las comunicaciones, así como por el buen desempeño de aquellas más ligadas al turismo.

- Varios factores ayudan a explicar el mejor comportamiento de los sectores de la economía española en contraposición a los de otros países de la UEM.
 - Por un lado, la industria de nuestro país se ha visto favorecida por una moderación más intensa de la factura energética desde los máximos registrados en el verano de 2022 (véase gráfico 3.1.b)² —impulsada, en parte, por el despliegue de las energías renovables³— y por la menor exposición de la economía española a las disruptoras ocasionadas por la guerra de Ucrania.
 - Por otro lado, las actividades relacionadas con el turismo se han visto beneficiadas por una creciente diversificación de estos flujos, tanto en términos estacionales como de origen y destino, así como por el incremento de las llegadas en los meses de temporada alta (véase gráfico 3.1.c).
 - Finalmente, en el caso de los servicios no turísticos, en un escenario de aumento global en la provisión de servicios *online*, se ha producido un incremento del empleo particularmente elevado en ciertos sectores dotados de un mayor contenido tecnológico, como la programación y la consultoría informática o los servicios de información (véase sección 3.3), que podría reflejar la mayor capacitación de nuestro país en términos de infraestructura digital⁴.

Por el lado de la demanda, el consumo —tanto público como, sobre todo, privado— constituyó el principal soporte de la actividad en 2024, explicando el grueso de la brecha entre el crecimiento del PIB en España y en la UEM.

- El consumo de los hogares, que creció a una tasa del 2,8 % en 2024, explicó la mitad de la expansión de la actividad en dicho año, favorecido por el avance de la población, la reducción de los tipos de interés y el aumento de las rentas reales. No obstante, en un contexto de tipos de interés todavía elevados y de repunte de la incertidumbre, los hogares incrementaron su consumo en menor medida que sus ingresos, lo que resultó en un nuevo aumento de la tasa de ahorro. Esta, si bien se sitúa todavía por debajo de la de la zona euro, excedió en 2024 en casi 5 pp su promedio histórico previo a la pandemia (véase gráfico 3.2.a)⁵.

2 Según Eurostat, los precios de la electricidad para los consumidores industriales en España se situaban, en el primer semestre de 2024, un 16 % por encima de los niveles anteriores a la crisis energética, mientras que en Alemania estos precios se situaban un 170 % por encima de dicha referencia.

3 Quintana (2024).

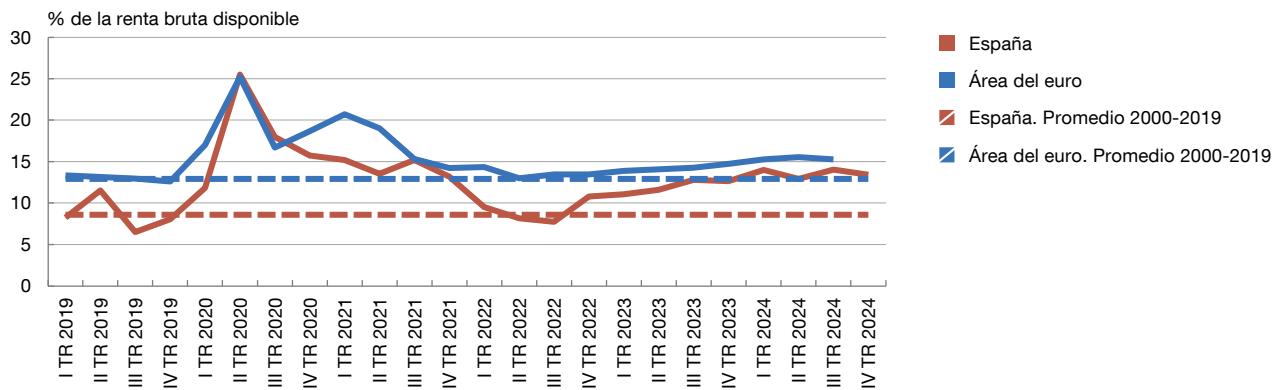
4 Comisión Europea (2022).

5 Martínez-Carrascal (2025) y Basso y Gómez (2025).

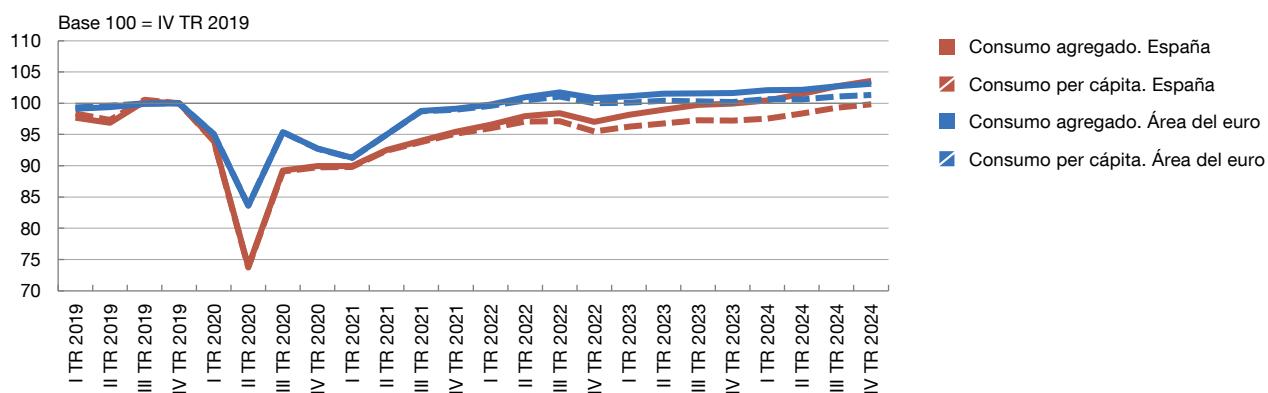
Gráfico 3.2

Aunque el consumo privado explicó la mitad del crecimiento de la actividad en 2024, su avance acumulado desde la pandemia apenas ha permitido compensar el crecimiento demográfico

3.2.a Tasa de ahorro de los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. España y área del euro



3.2.b Consumo de los hogares y las instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares. España y área del euro



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.



- Con una perspectiva temporal más amplia, desde 2019, el avance del consumo agregado de los hogares apenas ha compensado el crecimiento demográfico de la economía española. Así, a finales de 2024, el consumo per cápita se situaba todavía ligeramente por debajo de su nivel previo a la pandemia, al contrario que en la UEM, donde dicho registro se superaba en 1,4 pp (véase gráfico 3.2.b).
- El consumo público volvió a mostrar un elevado dinamismo en 2024 y creció a una tasa del 4,1 %, superior a la observada en la UEM, donde también mostró un notable vigor —2,7 %—. Desde finales de 2019, este componente de la demanda se ha consolidado como el principal contribuyente al crecimiento acumulado del PIB, explicando en torno a la mitad del aumento del producto en este período⁶.

6 Fernández, Moral-Benito y Urtasun (2024).

- La formación bruta de capital se mantiene, junto con las exportaciones de bienes, como la rúbrica de la demanda con una recuperación más rezagada desde la crisis sanitaria⁷. Por componentes, la inversión en equipo —y, en concreto, la destinada a material de transporte— y la orientada a construcciones distintas a la vivienda son las que presentan, en relación con los niveles de 2019, una mayor debilidad, si bien fueron, también, las que mostraron un incremento más intenso en 2024. Por su parte, la inversión residencial registró un avance modesto durante el ejercicio pasado, del 1,7 %. Este incremento fue, nuevamente, insuficiente para atender las mayores necesidades de vivienda que se han producido en los últimos años como consecuencia, entre otros motivos, del aumento del número de hogares (véase [recuadro 4](#)).

La demanda exterior neta, sustentada en el elevado dinamismo de las exportaciones de servicios, continuó aportando positivamente al crecimiento de la actividad en 2024, aunque su contribución se moderó tras los elevados registros del bienio anterior.

- Las exportaciones de servicios mostraron en 2024 un crecimiento muy notable —del 8,7 %— y alcanzaron a finales de año un nivel un 37 % superior al observado antes de la pandemia (véase gráfico 3.3.a). Este incremento —el más intenso registrado en la UEM, donde esta brecha asciende al 18 %— descansó tanto en las exportaciones de servicios turísticos —por la mayor afluencia de turistas extranjeros y por el aumento del gasto medio por visitante— como en las exportaciones del resto de los servicios. Estas últimas intensificaron la tendencia alcista de las últimas décadas, también observada en otros países europeos, alcanzando en 2024 una participación en el PIB del 7,6 % —casi 3 pp más que en el año 2000—.
- Por el contrario, las exportaciones de bienes se estancaron en 2024, tras descender en el año anterior. En comparación con los niveles previos a la pandemia, estas exportaciones apenas han crecido un 2,2 %, lo que supone un desempeño menos favorable que en el conjunto de la UEM —donde el crecimiento con respecto a los niveles de finales de 2019 asciende al 5,2 %— y, en particular, que en otros países del sur de Europa —como Portugal, Italia y, sobre todo, Grecia— (véase gráfico 3.3.b).
- Las compras de España al resto del mundo aumentaron en 2024 un 2,4 %, un ritmo inferior al de las exportaciones (3,1 %) y al de la demanda final (3 %). De este modo, la elasticidad de las importaciones respecto de la demanda final se mantuvo en niveles históricamente bajos, en consonancia con el patrón observado a nivel mundial. En la economía española, este fenómeno podría explicarse, al menos en parte, por la recomposición de la demanda final hacia componentes con un contenido importador más bajo —como el consumo privado y el consumo público— y por una menor dependencia energética del exterior, resultado del incremento significativo de la capacidad de generación eléctrica con energías renovables observado en los últimos años en nuestro país⁸.

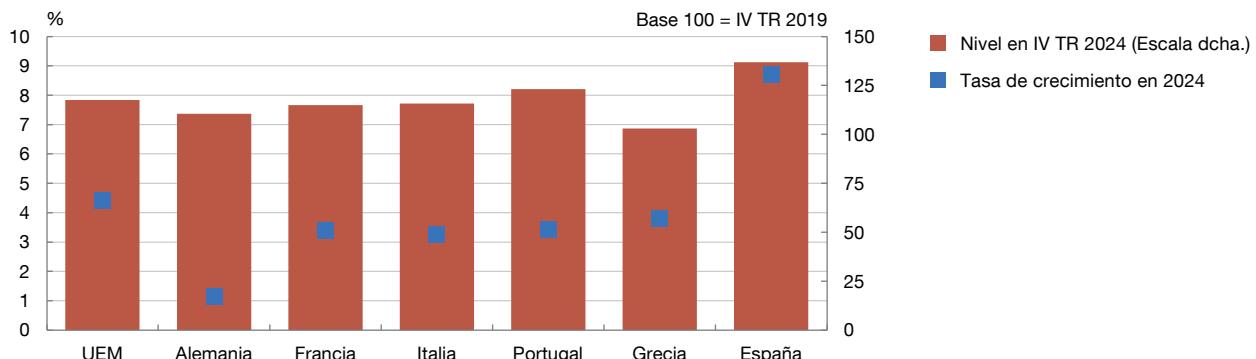
7 Fernández Cerezo, Puente Díaz y Veiga Duarte (2025), Puente Díaz y Mulino Ríos (2024) y González-Simón, Jiménez-García y Martínez-Carrascal (2024).

8 En particular, las energías eólica y solar pasaron de representar el 26 % del total de generación eléctrica en 2019 a más del 40 % en 2024. Para un análisis del impacto de las energías renovables sobre el precio mayorista de la electricidad, véase Quintana (2024).

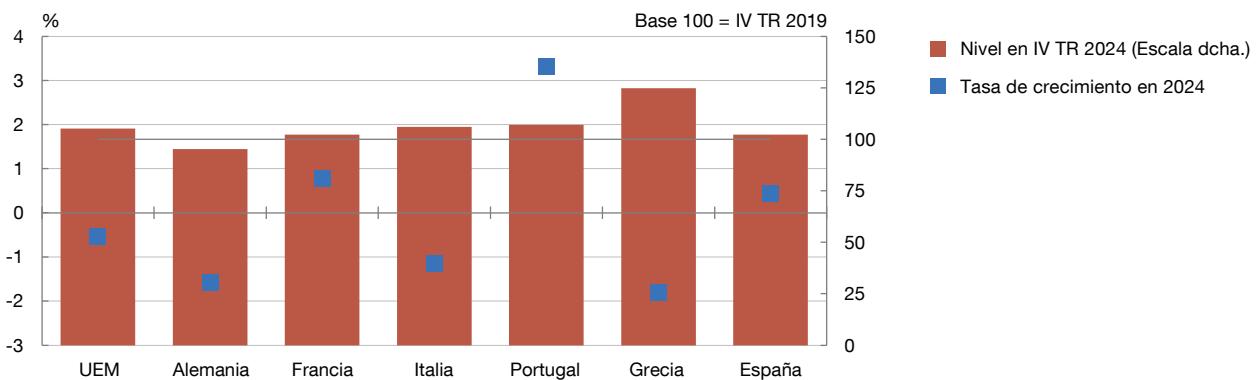
Gráfico 3.3

El avance de la demanda externa se ha sustentado en el notable dinamismo de las exportaciones de servicios, mientras que las ventas de bienes al resto del mundo han mostrado un comportamiento mucho menos dinámico

3.3.a Exportaciones de servicios (a)



3.3.b Exportaciones de bienes (a)



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

a En términos reales.



En los primeros meses de 2025, la economía española ha seguido registrando un ritmo de crecimiento robusto, si bien este fue algo menos intenso que el observado en el tramo final de 2024 y, además, presentaría, de cara al futuro, ciertos riesgos a la baja en un contexto internacional muy complejo.

- De acuerdo con las cifras de avance de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), publicadas el pasado 29 de abril, el ritmo de crecimiento intertrimestral del PIB fue del 0,6 % en el primer trimestre de 2025. Esta expansión del producto fue ligeramente inferior a la registrada en el último trimestre de 2024 —0,7 %— y se situó en la parte baja del rango previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo](#) —entre el 0,6 % y el 0,7 %—.
- El crecimiento en este primer trimestre del año se apoyó, principalmente, en el vigor de la demanda interna —con una contribución al avance del PIB de 0,4 pp—, que habría presentado, no obstante, una desaceleración significativa con respecto a los registros

observados a finales de 2024. Esta desaceleración fue especialmente acusada en el caso de la formación bruta de capital y, en menor medida, del consumo privado.

- Por su parte, la contribución de la demanda exterior neta al avance del PIB —de 0,2 pp— experimentó una notable aceleración con respecto a la observada en el último trimestre de 2024, debido tanto al mayor dinamismo de las exportaciones como al menor vigor de las importaciones.
- En todo caso, al igual que sucede a escala global y europea, las perspectivas sobre la evolución futura de la actividad en España están sometidas a una extraordinaria incertidumbre, como consecuencia de un entorno internacional muy complejo, y prevalecen los riesgos a la baja sobre el crecimiento económico (véase sección 4.1).

3.2 Precios

La inflación en España prosiguió su senda de desaceleración a lo largo de 2024, debido, principalmente, a la reducción de los precios de los alimentos y, en menor medida, de la inflación subyacente.

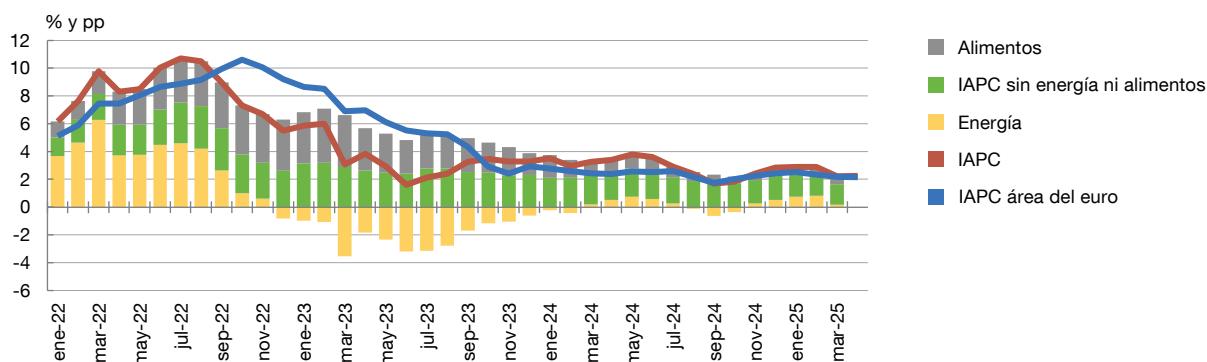
- El crecimiento del índice armonizado de precios de consumo (IAPC) fue del 2,9 % en 2024, 0,5 pp por debajo del observado el año anterior y 0,5 pp por encima del registrado en el conjunto de la UEM. Durante el año, la evolución de la inflación estuvo muy influida por el comportamiento de los precios energéticos. De esta forma, se aceleró ligeramente durante el primer semestre de 2024, mostró una marcada desaceleración en el tercer trimestre y repuntó a partir de octubre, situándose algo por debajo del 3 % en el último mes del año (véase gráfico 3.4.a).
- La desaceleración de la inflación general en 2024 vino explicada, fundamentalmente, por la tendencia decreciente del ritmo de variación de los precios de los alimentos, que se redujo en 4,6 pp entre enero y diciembre, prolongando la senda de moderación iniciada a comienzos de 2023. Dicha tendencia reflejó la menor presión en los costes de los insumos —debido a la moderación de los precios de producción interior e importación de los alimentos y bebidas—, en un escenario de menor incidencia de las condiciones climatológicas adversas para la producción agrícola en comparación con el año 2023.
- Los precios de consumo energéticos, por su parte, se incrementaron un 0,9 % en promedio durante 2024, en contraste con la intensa caída —del 16,1 %— que habían registrado en 2023. Dicho incremento fue resultado, en gran medida, de los efectos base generados por los descensos de los precios de la electricidad en 2023. Por su parte, los precios del gas y de los derivados del petróleo descendieron menos que en el año anterior, en un contexto de ralentización del ritmo de moderación del precio del crudo en los mercados internacionales.
- La evolución de la inflación en 2024 estuvo influida, asimismo, por la retirada progresiva de algunas de las medidas aprobadas por el Gobierno en respuesta al repunte inflacionista iniciado en 2021. En concreto, el incremento progresivo de los tipos del IVA y de otros impuestos aplicados a determinados componentes de la cesta de consumo han contenido la desaceleración de la tasa de crecimiento de los precios en 2024⁹.
- En comparación con las previsiones disponibles al inicio del año, la senda de desaceleración de la inflación fue similar a la esperada. En particular, la tasa de inflación prevista para 2024

9 En concreto, el tipo del IVA del gas se incrementó desde el 5 % al 21 % a lo largo de los primeros trimestres de 2024, mientras que el de la electricidad estuvo condicionado a la evolución de los precios del mercado mayorista y fue del 21 % en los meses de marzo a junio y del 10 % el resto de los meses del año, tras haber permanecido en el 5 % durante 2023. Además, se produjo el retorno escalonado del tipo del impuesto especial de la electricidad hasta el 5,11 % (desde el 0,5 %). De igual modo, a partir de julio comenzó también el retorno progresivo de los tipos del IVA aplicados a determinados alimentos. Por su parte, las subvenciones al transporte han sido extendidas hasta junio de 2025 (véase el [Real Decreto-ley 9/2024](#), de 23 de diciembre).

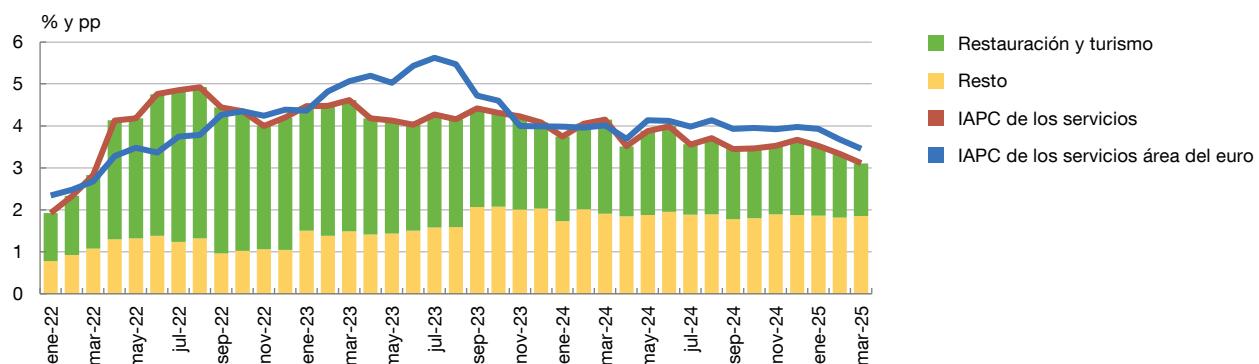
Gráfico 3.4

La inflación en España se redujo en 2024 debido al descenso de la inflación de los alimentos y, en menor medida, de la inflación subyacente, mientras que la contribución de los precios energéticos fue positiva

3.4.a IAPC: evolución y contribuciones. Tasa de variación interanual



3.4.b IAPC de los servicios: evolución y contribuciones. Tasa de variación interanual



FUENTES: Banco de España y Eurostat.



en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de marzo de 2024 era del 2,7 %, 0,2 pp menos que el dato finalmente observado¹⁰. Este error se explica por dos factores de signo contrario:

- Por un lado, se produjeron sorpresas a la baja en la inflación de los alimentos, que se explican, principalmente, por la extensión a partir de junio de la reducción del IVA de algunos alimentos y por los menores incrementos de precios observados en ciertos alimentos no elaborados —como las frutas y hortalizas—.
- Por otro lado, y en sentido opuesto, la inflación de los servicios ha mostrado una persistencia mayor de la esperada, especialmente en el ámbito de las partidas más relacionadas con la actividad turística —paquetes turísticos, servicios de alojamiento y restaurantes y bares— y de algunos servicios no turísticos —tales como los seguros de salud y de medios de transporte—.

10 La mediana de las previsiones de inflación de los analistas se situaba, en esa misma fecha, en el 2,9 %.

- El diferencial positivo —de 0,5 pp— de la inflación en España con respecto a la del conjunto de la UEM registrado en 2024 se debió a los componentes energético y alimenticio. En particular, la desaceleración de los precios alimenticios en la primera parte del año se ralentizó en España en comparación con la UEM —si bien se intensificó después, hasta situar la tasa interanual de este componente en España por debajo de la de la UEM en los últimos meses del año—. Por otra parte, la trayectoria al alza de los precios energéticos fue más acusada en España que en la zona euro, como consecuencia de unos mayores efectos base en los precios de la electricidad en nuestro país y de la reversión de las medidas desplegadas por el Gobierno en respuesta al repunte inflacionista.

La inflación subyacente continuó en 2024 la senda de desaceleración gradual que había iniciado a principios de 2023, si bien la de las rúbricas relacionadas con los servicios mantuvo una mayor persistencia.

- La inflación subyacente —esto es, la del IAPC excluyendo la energía y los alimentos— prolongó en 2024 la senda descendente que comenzó en marzo de 2023, registrando un crecimiento medio del 2,8 %, igual que el del conjunto de la UEM y 1,3 pp menos que en el año anterior.
- La evolución de la inflación de los bienes industriales no energéticos (BINE) mostró una cierta volatilidad a lo largo del año, si bien su promedio anual alcanzó el 0,9 %, 2,6 pp por debajo de la registrada en 2023. Ello fue resultado, principalmente, de la contención de los precios en los estadios iniciales de la producción y de las importaciones de estos bienes.
- La inflación de los servicios, por el contrario, mostró una mayor persistencia. En particular, tras mantenerse alrededor del 4 % en la primera mitad de 2024, se redujo hasta el entorno del 3,6 % en la segunda mitad del año. Esta ligera desaceleración de los precios de los servicios —menor que la esperada— recayó, principalmente, en las partidas relacionadas con la restauración y el turismo, mientras que la inflación del resto de los servicios mostró una mayor resistencia a la baja (véase gráfico 3.4.b). La mayor dependencia relativa de los servicios del factor trabajo, que muestra incrementos de costes aún elevados, habría contribuido, al menos en parte, a explicar esta mayor resistencia a la baja en los precios de los servicios. En todo caso, cabe señalar que la inflación de los servicios durante 2024 fue menor en España que en la UEM, donde la tasa de avance de esta rúbrica osciló en torno al 4 % a lo largo de todo el año.

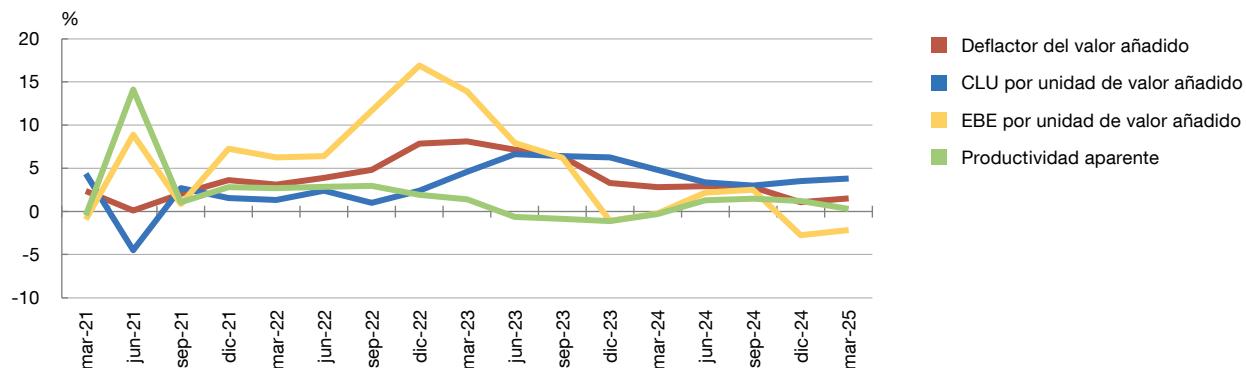
La remuneración por asalariado volvió a aumentar de forma significativa en 2024 —por encima de lo inicialmente previsto y de los salarios pactados en convenio—, aunque la mejora de la productividad contribuyó a contener el avance de los costes laborales unitarios (CLU).

- La remuneración por asalariado de la economía de mercado registró un crecimiento del 5,4 % en el promedio de 2024, frente al avance del 6,6 % observado en 2023. Este aumento se situó significativamente por encima de los incrementos pactados en convenio —que cerraron 2024 con una tasa del 3,3 %—, dando lugar, por tanto, a una deriva salarial de

Gráfico 3.5

El aumento de la productividad moderó la evolución de los CLU, a pesar del fuerte incremento de la remuneración por asalariado

3.5.a Deflactor del valor añadido. Total de la economía. Tasa de variación interanual



FUENTES: Banco de España y Eurostat.



cerca de 2 pp, que podría ser reflejo de un cierto tensionamiento en el mercado laboral (véase sección 3.3).

- A pesar del significativo incremento de la remuneración por asalariado, la mejora de la productividad en 2024 contribuyó a que la tasa de crecimiento de los CLU siguiese una trayectoria descendente a lo largo del año. Esto contribuyó a reducir ligeramente la brecha positiva en el crecimiento de los CLU desde 2019 que España mantiene con respecto a la UEM. En particular, entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto trimestre de 2024, los CLU se incrementaron un 23,1 % en España y un 20,5 % en la UEM¹¹.
- El excedente bruto de explotación (EBE) unitario, por su parte, se desaceleró en 2024 hasta una tasa de crecimiento medio anual inferior a la de los CLU. Como resultado de todo ello, el deflactor del VAB redujo en algo más de 4 pp su tasa de crecimiento medio anual en 2024, hasta el 2,4 % (véase gráfico 3.5).
- El margen empresarial, medido como la ratio del EBE y el VAB de la Contabilidad Nacional, descendió ligeramente a lo largo de 2024 —un 1,7 %—. Dicho descenso vino explicado, fundamentalmente, por las ramas de la construcción y la industria, mientras que en los servicios de mercado y en la agricultura el margen se mantuvo relativamente estable. Por su parte, el margen de explotación, aproximado como la ratio del resultado económico bruto (REB) y las ventas totales, continuó su perfil de recuperación iniciado en 2023 y creció un 8,7 %.

¹¹ En el mismo período, el incremento acumulado del IPC en España fue 2,2 pp inferior al observado en la UEM —18,3 % frente a 20,5 %—, mientras que, en el caso del índice de precios industriales (IPRI), la brecha se situó en 8,3 pp —39 % en España frente a 30,7 % en la UEM—.

En los primeros meses de 2025 no se han producido grandes cambios en las dinámicas de los precios y de los salarios respecto de las observadas en 2024, si bien cabe destacar la volatilidad observada en los precios de la energía.

- De acuerdo con la última información disponible¹², la tasa de inflación general se mantuvo estable en el 2,2 % en marzo y abril de 2025, desacelerándose con respecto a los niveles cercanos al 3 % registrados entre diciembre de 2024 y febrero de 2025.
- Los precios energéticos se moderaron en marzo, tras el repunte observado entre octubre de 2024 y febrero de 2025. En particular, la tasa de crecimiento interanual de estos precios se situó en el 1,7 % en marzo, 6,9 pp por debajo de la registrada en febrero. Esta desaceleración respondió, principalmente, al abaratamiento de la electricidad y de los derivados del petróleo.
- Por su parte, la inflación subyacente descendió ligeramente en el inicio de 2025, hasta situarse en el 2,2 % en marzo —desde el 2,6 % en diciembre de 2024—. Esta moderación se debió, en cierta medida, a la desaceleración de la inflación de los servicios, que alcanzó una tasa interanual del 3,1 % en marzo, 0,6 pp menos que en diciembre. Los precios de la restauración y el turismo contribuyeron con 0,5 pp a esta desaceleración, tras la resistencia a la baja que mostraron en los últimos meses de 2024. Además, la extensión hasta junio de 2025 de las medidas de rebaja de los precios del transporte público también contribuyó a la contención de los precios de los servicios en el inicio del año.
- Finalmente, los incrementos salariales pactados para 2025 se sitúan en el 3,3 %, con información hasta el mes de marzo, en línea con lo pactado para el año anterior y con las directrices acordadas en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC) (3 % para 2025)¹³. Asimismo, de acuerdo con la información de la CNTR publicada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) el pasado 29 de abril, la remuneración por asalariado en la economía de mercado avanzó, en el primer trimestre de 2025, a un ritmo del 4,9 % interanual. Este ritmo se encuentra ligeramente por debajo del 5,5 % observado en el cuarto trimestre de 2024; una moderación que sería coherente con una leve desaceleración de la deriva salarial.

12 Los últimos datos disponibles se refieren a marzo y abril de 2025, para la información detallada del IAPC y del indicador adelantado del IAPC general, respectivamente.

13 Por ramas de actividad, los incrementos pactados en construcción y, fundamentalmente, en servicios superan a los firmados para 2024, mientras que en industria y, sobre todo, en agricultura se sitúan por debajo.

3.3 Mercado de trabajo

El empleo ha seguido avanzando a un ritmo robusto en 2024 y en los primeros meses de 2025.

- El empleo, medido en términos de personas, según la CNTR, moderó su ritmo de avance en 2024 hasta el 2,1 %, un incremento que superó al registrado en el conjunto del área del euro (véase gráfico 3.6.a)¹⁴. Según esta misma fuente, en el último trimestre de 2024, la cifra de ocupados en nuestro país alcanzó los 22 millones, un máximo histórico que se sitúa 6 pp por encima del nivel contabilizado a finales de 2019.
- En términos de horas trabajadas, el crecimiento del empleo a lo largo de 2024 fue algo inferior, del 1,2 % (véase gráfico 3.6.a)¹⁵. En este sentido, según la Contabilidad Nacional, el número de horas trabajadas por ocupado disminuyó en 2024 por segundo año consecutivo, prolongando la trayectoria descendente que esta variable mantiene desde la crisis financiera. Más allá de factores de índole estructural —vinculados, por ejemplo, al incremento del peso del sector servicios y de la renta per cápita—, este descenso reflejaría en parte el impacto de otros elementos de naturaleza más coyuntural —asociados, por ejemplo, a la elevada incidencia que se sigue observando en las bajas por incapacidad temporal (véase [recuadro 5](#))—.
- De acuerdo con los datos más recientes, el vigor de la creación de empleo se habría mantenido a comienzos de 2025. Así, según la EPA, durante el primer trimestre de 2025 el empleo creció un 0,7 % en términos desestacionalizados; un aumento ligeramente inferior al 0,8 % observado durante el último trimestre de 2024, pero superior al 0,5 % previsto en Banco de España (2025).

En los últimos años, la creación de empleo ha estado particularmente concentrada en la población inmigrante, en los trabajadores con un mayor nivel educativo y, por sector de actividad, en los servicios.

- Los flujos netos de inmigrantes hacia nuestro país han sido particularmente intensos en los últimos años (véase [recuadro 6](#)); unos flujos que se han revelado fundamentales a la hora de atender las crecientes demandas de empleo en nuestra economía. Así, entre finales de 2019 y finales de 2024, en torno a un 76 % de todos los puestos de trabajo creados en España han sido ocupados por nacidos fuera de nuestro país. Unos puestos

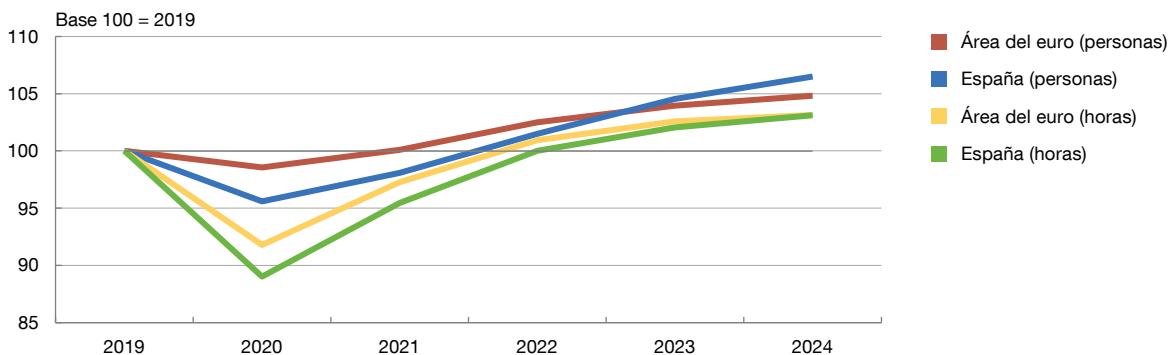
¹⁴ Para un análisis detallado de la evolución del empleo en el Eurosistema, véase Berson et al. (2024).

¹⁵ Para facilitar la comparación internacional, el gráfico 3.6.a muestra las horas trabajadas recogidas en la Contabilidad Nacional. En España, el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones tiene una medida de horas efectivas trabajadas que, desde el cuarto trimestre de 2019 (también durante 2024), muestra un comportamiento más dinámico que las horas trabajadas según la Contabilidad Nacional. La estadística del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones combina información de las horas reportadas a la Seguridad Social y de la Estadística de Convenios Colectivos, y descuenta las horas no trabajadas por expediente de regulación temporal de empleo (ERTE), incapacidad temporal y otras prestaciones. Por su lado, la Contabilidad Nacional combina información de la Estadística Estructural de Empresas, de la Encuesta de Población Activa (EPA) y de los registros de la Seguridad Social, si bien la evolución de su medida de horas sigue de manera próxima la de las horas en la EPA.

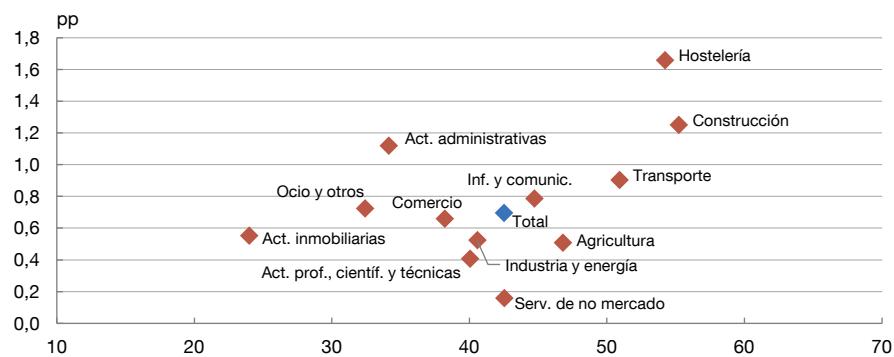
Gráfico 3.6

El empleo ha seguido avanzando a un ritmo robusto en 2024, superior al registrado en el conjunto del área del euro

3.6.a Empleo en personas y horas trabajadas. España y área del euro



3.6.b Relación entre el avance de la afiliación extranjera y la percepción de escasez de mano de obra (a)



FUENTES: Banco de España (a partir de datos de la CNTR), Eurostat y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a) El eje vertical recoge la variación en el peso de la afiliación extranjera sobre el total de afiliados de cada sector entre 2023 y 2024. En el eje horizontal se representa el porcentaje de empresas participantes en la EBAE que indican dificultades de disponibilidad de mano de obra en el cuarto trimestre de 2023.



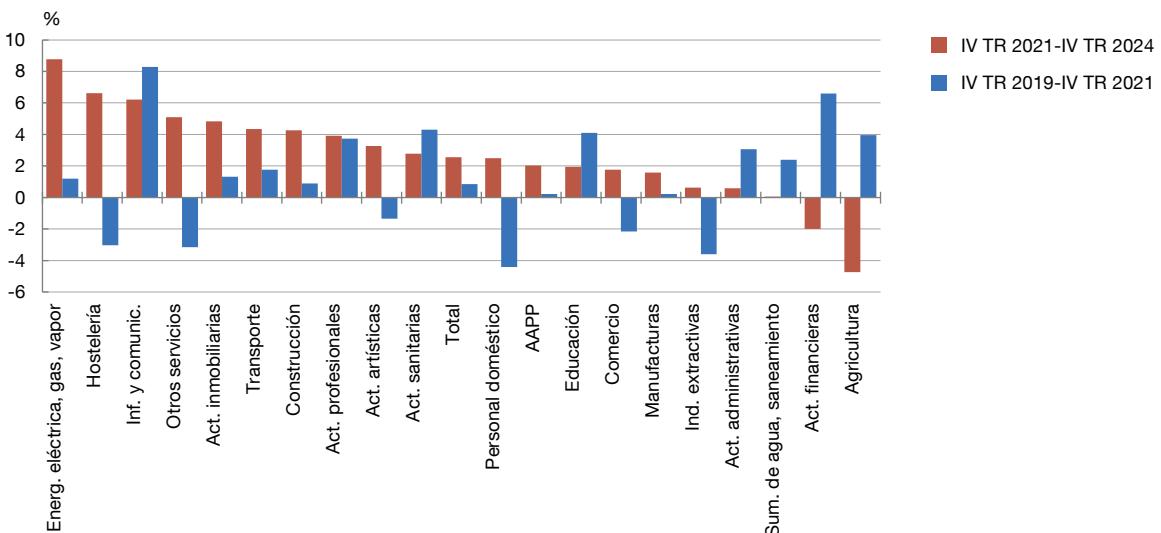
de trabajo que se han concentrado, con especial intensidad, en aquellos sectores donde, según la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), las empresas han tenido unas mayores dificultades para encontrar mano de obra (véase gráfico 3.6.b).

- Entre el cuarto trimestre de 2019 y el cuarto de 2024, el crecimiento medio anual de la ocupación ha sido mayor en los sectores de servicios que en los de manufacturas. En particular, la ocupación ha mostrado un elevado dinamismo en el sector de información y comunicaciones y, desde finales de 2021, en la hostelería, uno de los sectores más afectados durante la pandemia (véase gráfico 3.7.a).
- Por niveles educativos, el crecimiento del empleo desde el cuarto trimestre de 2019 ha sido más elevado entre las personas con titulación universitaria o técnica, e inferior a la media entre las personas con estudios primarios —entre quienes el empleo no ha aumentado en este período—. Este fenómeno es coherente con la evolución del empleo

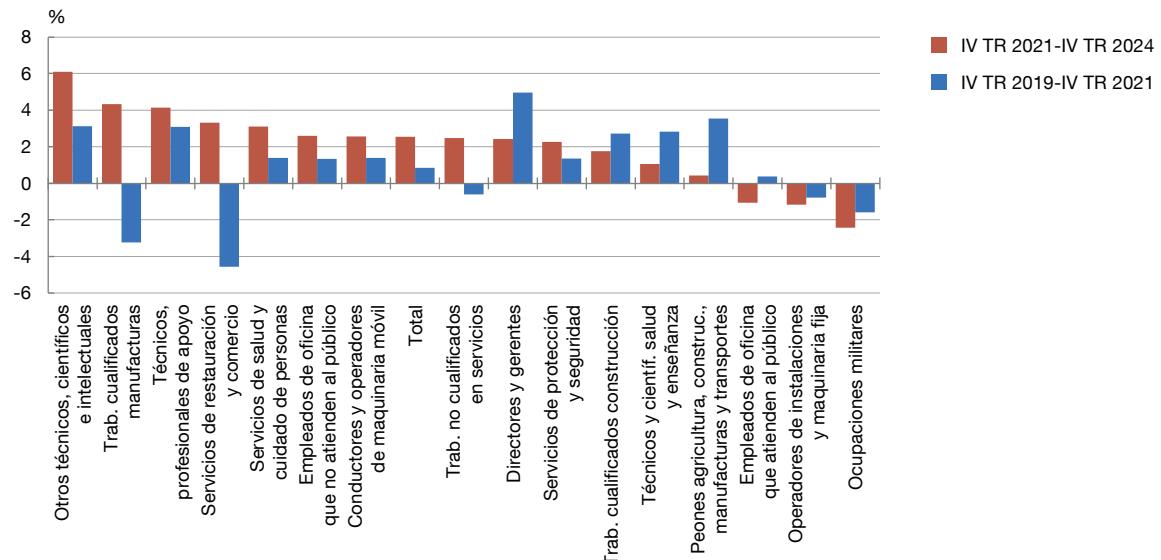
Gráfico 3.7

El crecimiento del empleo desde el final de la pandemia ha sido mayor en información y comunicaciones y en transporte, y menor en agricultura y en actividades financieras

3.7.a Tasa media de crecimiento anual del empleo, por ramas de actividad



3.7.b Tasa media de crecimiento anual del empleo, por ocupación



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Población Activa 2024).



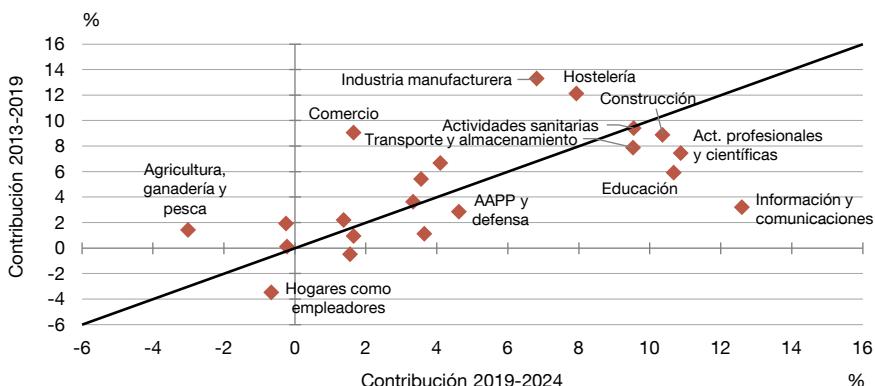
por tipo de ocupación, en la que se observa, por ejemplo, un crecimiento medio anual mayor que la media entre los trabajadores cualificados y otros técnicos y científicos (véase gráfico 3.7.b).

- Con una perspectiva temporal más amplia, el patrón de creación de empleo en España en los últimos años (2019-2024) muestra algunas diferencias notables con el observado entre

Gráfico 3.8

Desde la pandemia, el patrón de creación de empleo ha cambiado con respecto al observado en 2013-2019

3.8.a Contribuciones por ramas al crecimiento del empleo total (a)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Población Activa).

a Línea continua: 45 grados. Los puntos representan el porcentaje en el que contribuye cada rama de actividad al crecimiento de los ocupados totales. En el eje vertical se recogen las contribuciones para el período II TR 2013-IV TR 2019; en el eje horizontal, para el período IV TR 2019-IV TR 2024.



2013 y 2019. En particular, en este proceso de creación de empleo se aprecia un peso significativamente mayor de las ramas de información y comunicaciones, actividades profesionales, científicas y técnicas, educación y construcción. En conjunto, estas ramas han supuesto cerca de un 45 % de todo el crecimiento acumulado de la ocupación entre finales de 2019 y finales de 2024 (véase gráfico 3.8).

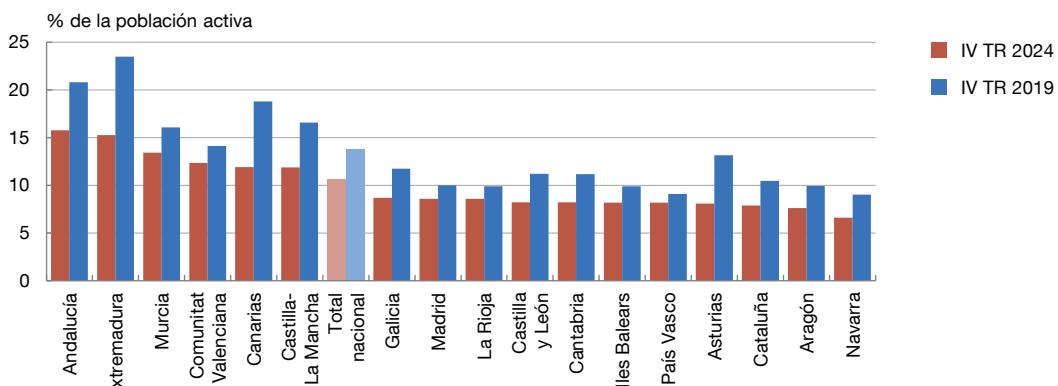
- Por otra parte, según la EPA, el empleo público se incrementó desde los 3,2 millones de personas en 2019 —en promedio anual— hasta los 3,5 millones en 2024. Esto supone un 18 % de todo el crecimiento de la ocupación durante este período —1,87 millones—. Con todo, el peso del empleo público en el total del empleo en nuestro país ha aumentado muy ligeramente en los últimos años, desde el 16,3 % en 2019 hasta el 16,4 % en 2024.

Ha continuado la reducción de la tasa de paro, si bien esta sigue mostrando una elevada heterogeneidad a nivel regional y se mantiene sensiblemente por encima de la tasa de paro promedio en la Unión Europea (UE).

- En promedio anual, la tasa de paro se redujo en España desde el 12,2 % en 2023 hasta el 11,3 % en 2024, un descenso que coincidió con la pujanza de la población activa, que aumentó un 1,3 % a lo largo de 2024 impulsada por el notable incremento experimentado por la población extranjera en edad de trabajar —del 5,9 %—.
- En el cuarto trimestre de 2024, la tasa de paro se situó en el 10,6 % para el conjunto del país, pero mostró una considerable variabilidad regional y osciló entre el 6,6 % registrado en Navarra y el 15,8 % observado en Andalucía (véase gráfico 3.9). Todo ello a pesar de que, desde el estallido de la pandemia, la caída de la tasa de paro en nuestro país ha sido

Gráfico 3.9

La tasa de paro se ha reducido más en aquellas comunidades autónomas donde era relativamente más elevada



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Población Activa).



más acusada precisamente en aquellas regiones que tradicionalmente han tenido unas tasas de paro más altas¹⁶.

- Más recientemente, en el primer trimestre de 2025, la tasa de paro se elevó hasta el 11,4 % de la población activa, si bien en términos desestacionalizados dicha ratio se situó en el 10,8 %, como en el trimestre precedente.
- A pesar de estas dinámicas relativamente positivas, la tasa de paro en la economía española continúa siendo unos 5 pp superior a la del promedio de la UE (véase gráfico 3.10.a). Esta brecha es especialmente acusada en el caso de los jóvenes, un colectivo cuyas tasas de paro mantienen una diferencia con las de la UE que alcanzó los 14 pp en 2021 y se ha reducido hasta los 9 pp en 2024 (véase gráfico 3.10.b).

Se observa una reducción de la temporalidad y de la tasa agregada de rotación laboral, si bien la rotación laboral y las transiciones del empleo al desempleo son elevadas comparadas con las de otros países de nuestro entorno.

- La ratio de temporalidad prosiguió su descenso iniciado en 2022, aunque a un menor ritmo que en los años previos, y se situó en el 15,9 % en el promedio de 2024; una ratio que es notablemente mayor en el sector público (28,8 %) que en el sector privado (12,6 %). Esta reducción ha podido contribuir al sostenimiento del gasto de los hogares¹⁷.

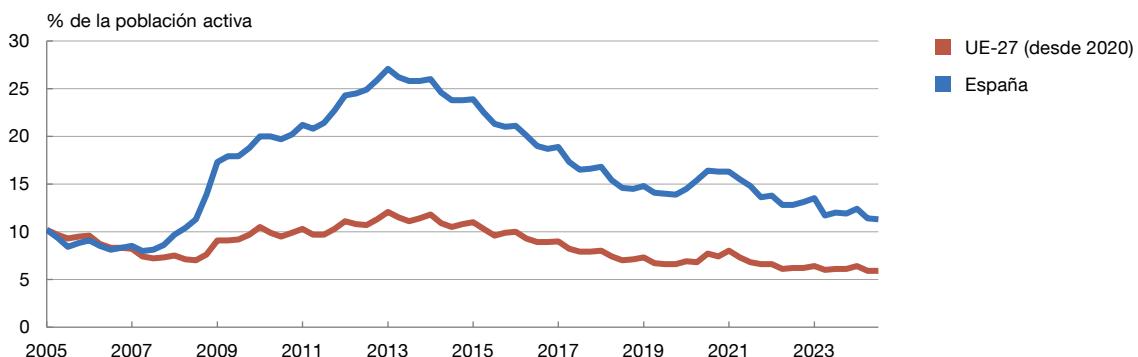
16 La dispersión regional de las tasas de desempleo en España es relativamente elevada cuando se compara con la de otros países de nuestro entorno. Así, la desviación típica de la tasa de paro entre las NUTS-2 (unidad geográfica que se corresponde con la comunidad autónoma en España) alcanzó en 2024 un 5,9 % en España, en torno a un 3,5 % en Italia y Francia y un 0,8 % en Alemania.

17 Anghel, Barceló y Villanueva (2023) y Martínez-Carrascal (2023).

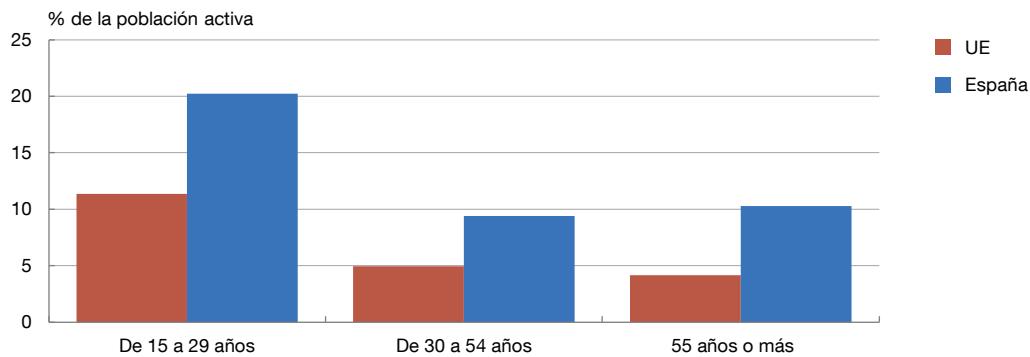
Gráfico 3.10

La tasa de paro se ha reducido, si bien continúa por encima de la de la UE. Esta diferencia es más acusada entre los jóvenes

3.10.a Tasa de paro



3.10.b Tasa de paro por grupos de edad. Media de 2024



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Encuesta de Población Activa 2024).



— No obstante, aún se observa en la economía española una elevada rotación laboral¹⁸. Así, utilizando como medida de rotación la ratio entre la suma de altas y bajas totales mensuales registradas por la Seguridad Social y el stock de trabajadores asalariados afiliados, se observa una media del 1,1 % en el período 2022-2024, solo ligeramente por debajo de la media del 1,3 % registrada en el período 2015-2019 (véase gráfico 3.11.a). En este sentido, cabe señalar que, aunque las tasas de rotación hayan aumentado tanto entre los trabajadores indefinidos (del 0,3 % al 0,6 %) como entre los trabajadores con un contrato temporal (del 3,9 % al 4 %), el notable incremento del porcentaje de trabajadores con contrato indefinido —que tienen una menor rotación— ha resultado en la disminución de la tasa agregada de rotación laboral¹⁹.

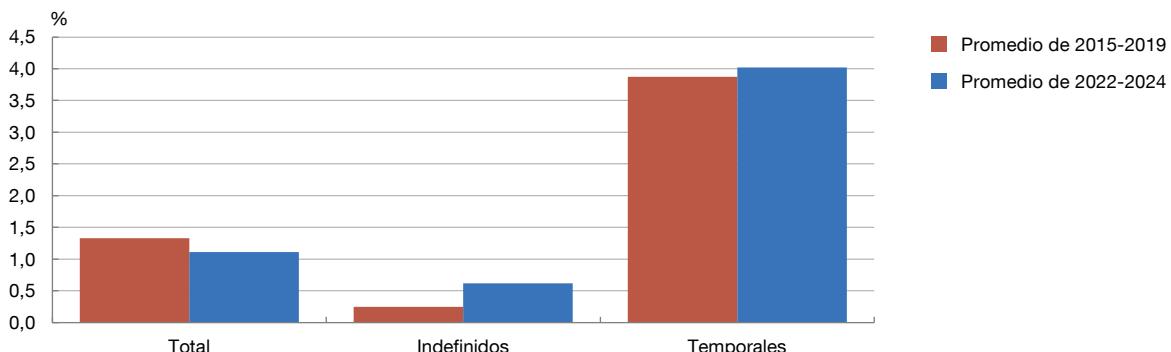
18 El Real Decreto-ley 32/2021 introdujo medidas de flexibilidad interna tales como el Mecanismo RED, destinado a fomentar las relaciones laborales estables y evitar transiciones al desempleo en caso de crisis cíclicas o sectoriales.

19 Otras medidas apuntan también a una reducción de la rotación, como el número de contratos firmados. Así, según el Servicio Público de Empleo, en diciembre de 2021 se firmaron 1.681.500 contratos iniciales, mientras que en diciembre de 2024 se firmaron un 30 % menos, 1.182.706. En el *Informe Anual 2023* del Banco de España (recuadro 3.1, gráfico 5) se muestra, además, que los contratos iniciados en marzo de 2022 tuvieron una mayor probabilidad de supervivencia en su primer año de vigencia que los iniciados en marzo de 2017 o de 2018.

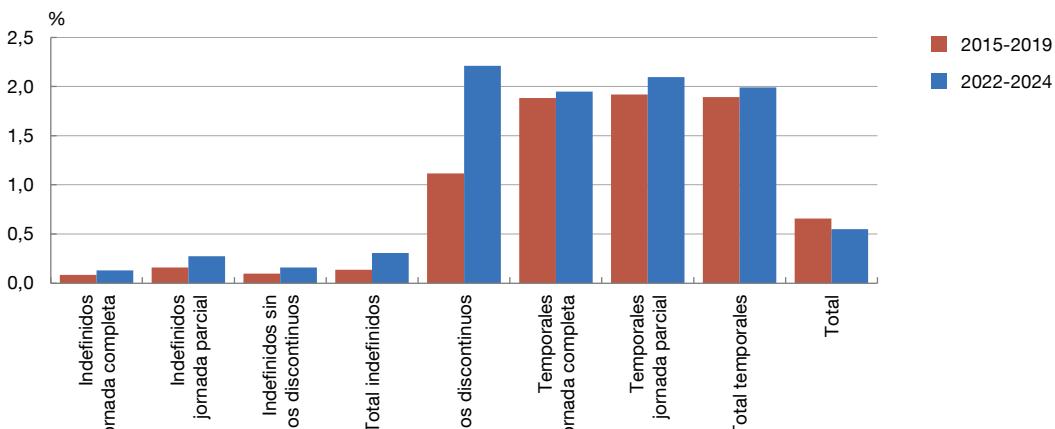
Gráfico 3.11

La rotación en el mercado laboral ha disminuido en su conjunto desde 2022 por el aumento del peso de los contratos indefinidos, si bien se ha incrementado dentro de cada tipo de contrato

3.11.a Tasa de rotación agregada por tipo de contrato. Media mensual de altas y bajas sobre el conjunto de los afiliados



3.11.b Tasa de baja por tipo de contrato. Media mensual de bajas sobre el conjunto de los afiliados



FUENTE: Tesorería General de la Seguridad Social.

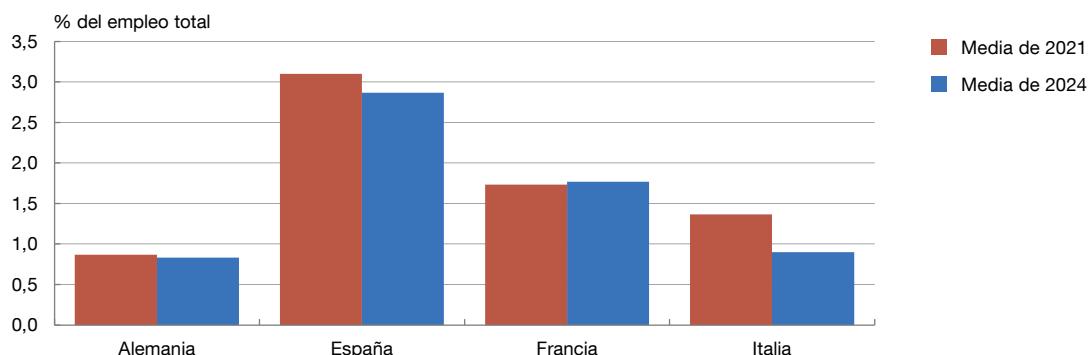


- La mayor rotación en los contratos permanentes desde la entrada en vigor de la reforma laboral es resultado de mayores flujos de entrada y de salida del empleo, especialmente de los trabajadores indefinidos con contratos fijos-discontinuos. En particular, las tasas de baja de estos contratos han repuntado notablemente en relación con el período 2015-2019. Así, los contratos fijos-discontinuos presentaban con anterioridad a la reforma una tasa de baja que se situaba prácticamente a medio camino entre la del resto de los contratos indefinidos y la de los contratos temporales. Sin embargo, desde 2022, esta tasa se ha duplicado, hasta exceder la que se observa para los contratos temporales (véase gráfico 3.11.b). Por lo que se refiere a los contratos indefinidos en su conjunto, el aumento de las bajas de la Seguridad Social está asociado a despidos —disciplinarios en su mayoría— y al final del período de prueba.
- Por otra parte, las encuestas de empleo armonizadas en la *Labour Force Survey* permiten una comparación internacional de la magnitud de los flujos entre empleo y

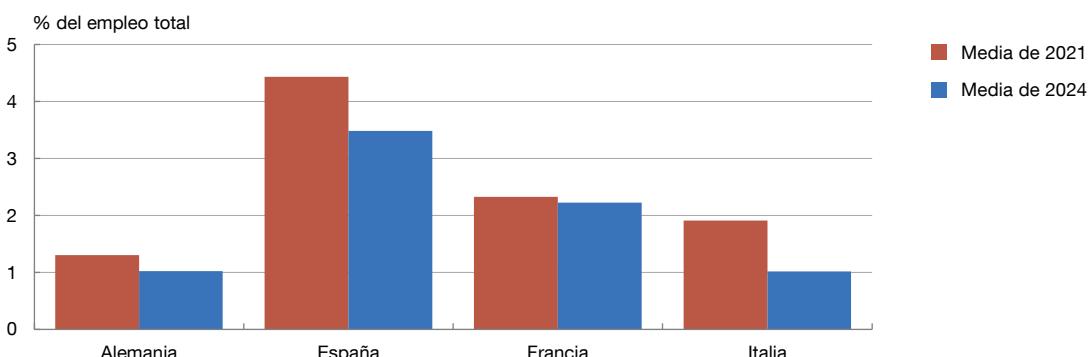
Gráfico 3.12

Las pérdidas de empleo, como porcentaje del empleo total, en España son menores en 2024 que en 2021, si bien aún están por encima de las de los países de nuestro entorno

3.12.a Transiciones trimestrales del empleo al desempleo



3.12.b Transiciones trimestrales del desempleo al empleo



FUENTE: Banco de España, a partir de datos de Eurostat.



desempleo²⁰. De acuerdo con estas fuentes, en España, las transiciones del empleo al desempleo a lo largo de 2024 alcanzaron al 2,8 % de los empleados. Esta tasa excede en un 1 pp la observada en Francia y en torno a 2 pp las de Alemania o Italia (véase gráfico 3.12.a)²¹. Por su parte, las transiciones trimestrales desde el desempleo al empleo afectaron en 2024 a un 3,5 % de los ocupados en España, un porcentaje 1,3 pp superior al observado en Francia y 2,5 pp superior al de Alemania o Italia (véase gráfico 3.12.b). Cuando se combinan los flujos entre empleo y desempleo, se observa que la tasa de rotación trimestral en España alcanzó un 6,3 % en 2024, 2,3 pp superior a la de Francia y 4,4 pp mayor que las de Alemania e Italia.

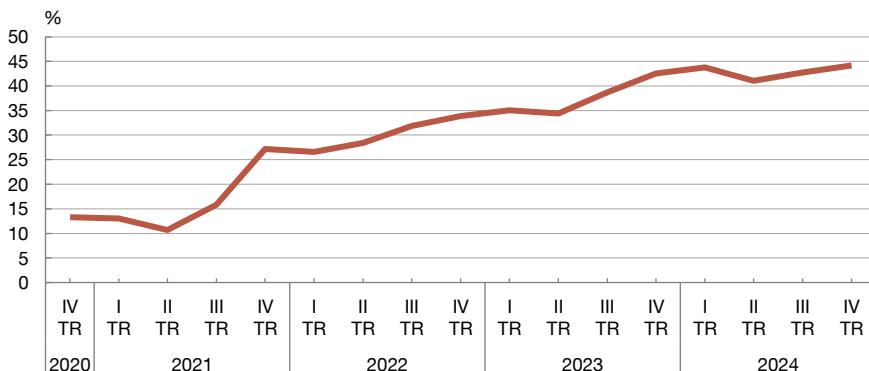
20 Los resultados obtenidos con estas encuestas no son directamente comparables con los que se obtienen con los datos de la Seguridad Social. En primer lugar, porque estas encuestas miden transiciones trimestrales y no mensuales, como es el caso de la Seguridad Social. En segundo lugar, porque la población de referencia es toda la población empleada, y no solo los afiliados por cuenta ajena a la Seguridad Social.

21 Parte de estas diferencias pueden estar asociadas a las distintas composiciones sectoriales de las economías consideradas.

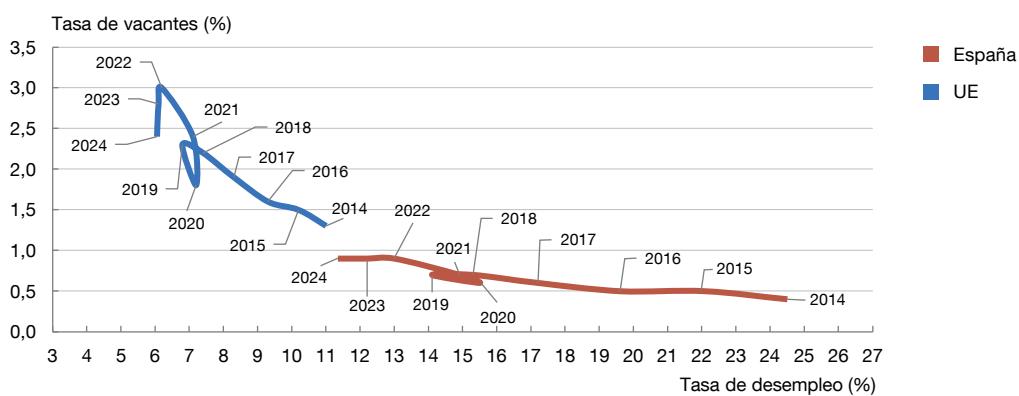
Gráfico 3.13

Aumenta el número de empresas cuya actividad se ve condicionada por la falta de mano de obra

3.13.a Empresas cuya actividad se ve condicionada por la falta de mano de obra (a)



3.13.b Curva de Beveridge (b)



FUENTES: Banco de España (EBAE) y Eurostat.

- a) Porcentaje de empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo de la disponibilidad de mano de obra sobre su actividad.
 b) La tasa de vacantes se mide como el cociente del número de puestos vacantes y la suma del número de puestos ocupados y número de puestos vacantes. La tasa de desempleo es el cociente de la población desempleada sobre el total de la población activa (de entre 15 y 74 años). Los datos de 2024 son estimaciones a partir de información parcial disponible.



Aumenta el porcentaje de empresas que declaran que la falta de mano de obra limita su actividad. Se precisan más análisis para determinar si esta evolución refleja la situación cíclica de la economía o un desacople entre las habilidades requeridas y las disponibles.

- Desde finales de 2022, tanto las encuestas regulares de la Comisión Europea como la EBAE han mostrado un crecimiento significativo del porcentaje de empresas que declaran falta de disponibilidad de mano de obra. Así, según la EBAE, entre 2021 y 2024 el porcentaje de empresas que manifestaban que la falta de mano de obra limitaba su actividad aumentó del 10 % al 43 % (véase gráfico 3.13.a). La escasez de trabajadores es especialmente marcada en hostelería y en construcción, donde el 64 % y el 56 % de las empresas, respectivamente, declaran verse afectadas por la falta de mano de obra.

- Las necesidades de mano de obra también se pueden medir mediante el número de vacantes que una empresa no logra cubrir²². Según la *Job Vacancies Statistics* de Eurostat, la tasa de vacantes sobre la población ocupada en España fue del 0,9 % en el cuarto trimestre de 2024, un porcentaje similar al de 2023 y 0,2 pp superior al observado entre 2018 y 2019. Por sectores, los problemas fueron especialmente marcados en AAPP, información y comunicaciones, y actividades profesionales, científicas y técnicas.
- Del mismo modo, según la Encuesta Trimestral de Coste Laboral, a lo largo de 2023 el 50 % de las empresas que no pudieron cubrir una vacante activa en el trimestre precedente mencionaban la falta de personal apropiado como un factor limitador. Este fenómeno ha sido muy acusado en sectores que requieren cualificaciones relativamente especializadas (como información y comunicaciones, y actividades profesionales, científicas y técnicas), en los que más del 75 % de las empresas declaran falta de personal cualificado.
- El aumento de las vacantes puede deberse a que las habilidades de las personas que buscan empleo no siempre coinciden con las demandadas por las empresas, lo que genera un desajuste en el mercado laboral. También puede deberse a elementos cíclicos: en una fase expansiva, aumenta el número de empresas que demandan nuevos puestos de trabajo, pero, al mismo tiempo, también se eleva el salario mínimo que las personas desempleadas están dispuestas a aceptar, lo que lleva a una relación inversa entre la tasa de desempleo y la de vacantes (véase gráfico 3.13.b)²³.
- Un diagnóstico de la contribución relativa de los factores cíclicos y estructurales a la dinámica del desempleo y de las vacantes requiere nueva información, como la proveniente de los portales de búsquedas de empleo. En particular, estos portales disponen de información acerca de las características tanto de las personas que buscan empleo —por ejemplo, de su nivel educativo y especialización profesional— como de los puestos de trabajo ofertados —por ejemplo, de las habilidades necesarias para el puesto, de la duración de la vacante o del salario ofrecido—, lo que permitiría identificar qué parte de las dinámicas observadas se debe a unas mayores fricciones entre las habilidades requeridas y las disponibles, o bien a distintos elementos cíclicos.

Un factor adicional de tensionamiento del mercado laboral español es el aumento del porcentaje de personas ocupadas en situación de incapacidad temporal, que ha pasado de un 2,7 % en 2019 a un 4,4 % en 2024.

- Como se detalla en el [recuadro 5](#) de este Informe, el aumento del porcentaje de personas ocupadas en situación de incapacidad temporal entre 2019 y 2024 ha sido relativamente

22 La medición estadística de las vacantes presenta retos considerables, por lo que las medidas disponibles deben interpretarse con cautela. Así, por ejemplo, para considerarse como tal, una vacante requiere que la empresa haya implementado medidas activas para encontrar a una persona idónea para el puesto ajena a la empresa; unas actuaciones que pueden ser más fáciles de identificar en unos sectores —como el de las AAPP— que en otros. En cualquier caso, existen iniciativas experimentales para complementar la información disponible sobre vacantes con la proveniente de portales de empleo. En este sentido, véase, por ejemplo, Eurostat (2024).

23 Koenig, Manning y Petrongolo (2024).

acusado en España en comparación con el observado en otros países de nuestro entorno. Por otra parte, este aumento se observa en todos los grupos de edad y ha sido muy generalizado por comunidad autónoma y sector de actividad.

- En cuanto a las posibles causas que subyacen a este notable incremento de las bajas por incapacidad temporal —que tienen un coste económico apreciable, tanto para las empresas como para las AAPP—, el análisis presentado en el [recuadro 5](#) sugiere que una parte importante de este fenómeno podría explicarse como consecuencia del deterioro en el estado de salud percibido por los trabajadores y del propio tensionamiento del mercado laboral —en la medida en que históricamente se observa una correlación positiva entre el dinamismo de la actividad económica y el porcentaje de trabajadores en situación de incapacidad temporal—.

3.4 Productividad

Medir la productividad es complejo y se enfrenta, entre otras dificultades, a las relacionadas con la cuantificación en términos reales de la producción y de los insumos, así como con la elección del indicador más adecuado en función de la cuestión objeto de análisis.

- Tanto en lo que se refiere a un país como a un sector de actividad o a una empresa, la medición de la productividad requiere de información muy precisa, por ejemplo, sobre las cantidades de los productos y servicios producidos y sobre la cantidad, calidad e intensidad de uso de los factores de producción empleados. En este sentido, si bien se han producido avances notables en los últimos años relacionados con la metodología y la información disponible para llevar a cabo estas cuantificaciones, aún persisten importantes lagunas en lo que respecta, por ejemplo, a la medición de la producción real —especialmente en las ramas de servicios— y a la disponibilidad de deflactores de precios a nivel empresarial.
- Por otra parte, existen múltiples indicadores de productividad, que tienen una mayor o menor utilidad según la cuestión objeto de estudio. Así, por ejemplo, el indicador de productividad más utilizado y el que guarda una relación más estrecha con la renta per cápita es el PIB por trabajador. De manera complementaria, otros indicadores de productividad sirven para identificar sus fuentes de crecimiento. Así, la productividad por hora trabajada es otra medida que tiene en cuenta la intensidad de uso del factor trabajo. Los aumentos de la calidad de la fuerza de trabajo o las mejoras en los bienes de capital con los que operan los trabajadores son otras dos fuentes de crecimiento económico. Finalmente, la productividad total de los factores (PTF) mide cuánto está aumentando la eficiencia productiva de todos los *inputs* conjuntamente (véase [recuadro 7](#)).

De acuerdo con las diferentes métricas disponibles, las ganancias de productividad han sido más intensas en España que en el conjunto de la UEM en 2024 y a lo largo del período 2019-2024, especialmente en términos de PTF y en comparación con países como Francia y Alemania.

- En 2024, la productividad aumentó en la economía española más que en la UEM, en Alemania y en Francia, tanto si esta se mide por trabajador como por hora trabajada²⁴, en términos de capital o en términos de PTF²⁵ (véase cuadro 3.1).
- Tomando como período de referencia finales de 2019, también se observa un comportamiento más dinámico de todas las medidas de productividad en nuestro país que en el conjunto de la UEM o en sus dos principales economías (véase cuadro 3.1)²⁶.

24 Véase Manera, Navinés, Franconetti, Quetglas y Pérez-Montiel (2025) para un análisis de la heterogeneidad regional y sectorial que se aprecia en el comportamiento de la productividad por hora trabajada en España.

25 A fecha de publicación de este Informe, el último dato disponible para la PTF se refiere al tercer trimestre de 2024.

26 Cabe reseñar que, en este mismo período, el dinamismo de la productividad por trabajador y por hora trabajada ha sido mayor en Grecia y en Portugal que en nuestro país.

Cuadro 3.1

Medidas de productividad de la economía española y europea (a)

		Productividad por trabajador	Productividad por hora trabajada	Productividad del capital	Productividad total de los factores (PTF)
España	1998-2019	0,0	0,4	-0,9	-0,3
	2020-2024	-0,3	1,2	0,9	0,8
	2024	1,4	2,1	2,5	2,2
UEM (b)	1998-2019	0,4	0,7	0,0	0,3
	2020-2024	-0,2	0,1	-0,4	-0,4
	2024	-0,7	0,1	-0,5	0,9
Alemania	1998-2019	0,5	1,1	0,4	0,8
	2020-2024	-0,6	0,1	-1,1	0,0
	2024	-1,3	-0,3	-1,7	1,6
Francia	1998-2019	0,8	0,9	0,1	0,6
	2020-2024	-0,1	-0,2	-1,0	-1,4
	2024	0,2	2,1	0,0	1,6

FUENTE: Comín, Quintana, Schmitz y Trigari (2025).

a) Medias de valor añadido por trabajador, por horas trabajadas y por stock de capital. PTF calculada según Comín, Quintana, Schmitz y Trigari (2025). Tasas anualizadas de crecimiento por subperiodos.

b) Como medidas de la UEM se muestran los promedios de las cuatro mayores economías europeas, las cuales representan aproximadamente el 80 % del PIB de la unión monetaria.

- En todo caso, este mejor desempeño de la productividad en la economía española desde el estallido de la pandemia habría permitido cerrar solo una parte relativamente pequeña de la brecha negativa que España ha acumulado, frente a la UEM, Alemania y Francia, desde 1998 en términos de productividad (véase gráfico 3.14).

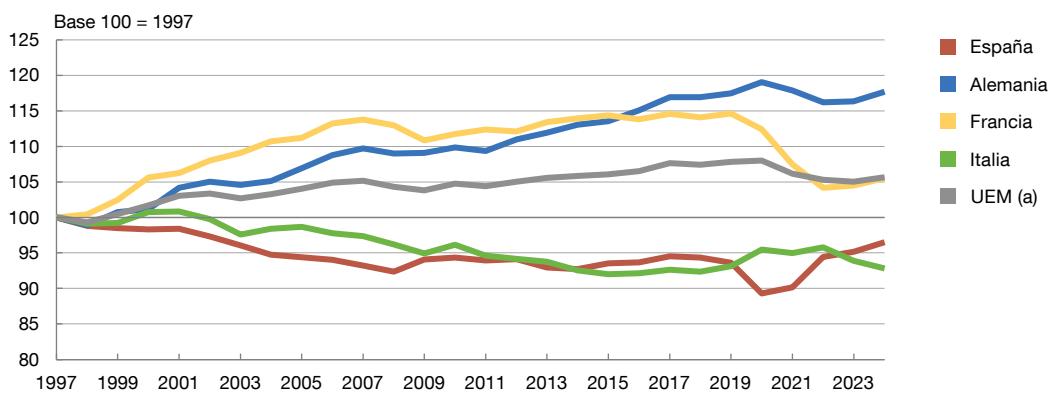
El repunte de la productividad y la reducción de la brecha negativa respecto a otros países europeos que se han registrado en España desde finales de 2019 pueden deberse a factores coyunturales y/o estructurales.

- Entre los factores coyunturales, cabe destacar todos aquellos que afectan al comportamiento cíclico de la productividad y los derivados de las características especiales del proceso de recuperación actual, muy influido por la naturaleza e intensidad de la crisis sanitaria.
- Por un lado, en la medida en que las empresas, apoyadas por actuaciones como los ERTE y los avales públicos, pudieron preservar tanto sus relaciones laborales como su capacidad instalada durante la fase más aguda de la pandemia, la recuperación posterior podría haber producido un uso más intensivo de ambos factores productivos, lo que habría redundado en un mayor dinamismo de los indicadores de productividad.
- Por otro lado, la reasignación de trabajadores hacia sectores, ocupaciones y empresas más productivas, que presumiblemente se ha acelerado tras la pandemia, debería haber contribuido al crecimiento de la productividad, si bien aún resulta difícil cuantificar con

Gráfico 3.14

La PTF de la economía española ha registrado un crecimiento apreciable tras la pandemia, a diferencia de lo observado en el resto de las grandes economías europeas

3.14.a PTF



FUENTE: Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025). Para más detalles, véase recuadro 7.

a Como medidas de la UEM se muestran los promedios de las cuatro mayores economías europeas, las cuales representan aproximadamente el 80 % del PIB de la unión monetaria.



precisión esta aportación. En este sentido, como ya se ha mencionado, la creación de empleo desde 2019 habría sido más intensa en las ramas de servicios de información y comunicación, favorecida por la aceleración que experimentó el proceso de digitalización de la actividad económica tras la pandemia²⁷.

- Finalmente, la salida de empresas menos productivas y la entrada de nuevas empresas con niveles de productividad más elevados, que deberían haber sido más intensas en la etapa posterior a la pandemia, podrían haber supuesto también un impulso a la productividad, tal y como se ha documentado en otras economías avanzadas²⁸.
- En todo caso, la medición de la contribución de estos factores coyunturales al crecimiento de la productividad queda pendiente de la disponibilidad de bases datos que permitan una mejor observación de la dinámica empresarial y de los flujos laborales entre empresas.
- Entre los factores estructurales que habitualmente se señalan como determinantes de la productividad a largo plazo, destacan, principalmente, el capital humano, la inversión en capital —especialmente en activos intangibles, como la I+D y la innovación—²⁹ y la calidad de las instituciones. Si bien la medición de los efectos sobre la productividad de estos

27 Véase Banco de España (2024a).

28 Amundsen, Lafrance-Cooke y Leung (2025).

29 Si bien la medida de PTF presentada en este Informe tiene en cuenta los efectos del cambio de composición laboral y del stock de capital, cabe destacar que las mejoras en la capacitación de los trabajadores y la inversión en activos intangibles pueden tener efectos positivos adicionales sobre la PTF asociados a mejoras en la eficacia con la que las empresas combinan sus factores productivos; por ejemplo, vinculadas a complementariedades entre capital humano y capital tecnológico. Véase, por ejemplo, Cuadrado, Moral-Benito y Solera (2020).

factores, así como de su interacción con las tendencias estructurales relacionadas con el envejecimiento de la población y el desarrollo de la inteligencia artificial, requiere de más y mejores datos, se presentan a continuación algunos desarrollos recientes al respecto.

La innovación constituye el principal determinante de la evolución de la productividad a largo plazo³⁰ y España presenta una posición alejada de los países de nuestro entorno en este ámbito.

- En lo que respecta a la inversión en I+D, uno de los principales determinantes de la innovación, España se encuentra rezagada respecto a nuestros principales socios europeos. Según la información de Eurostat, en 2023 el gasto en I+D representó un 1,5 % del PIB español, por debajo del 2,3 % de la UEM. Este déficit se debe, sobre todo, al sector privado empresarial, cuya aportación se situó en el 0,8 % del PIB en España, frente al 1,5 % en la UEM³¹. Por su parte, en el conjunto del sector público y las universidades el déficit era algo menor, inferior a 0,1 pp (véase gráfico 3.15.a).
- En cuanto a otros indicadores de innovación, de acuerdo con la información más actualizada del *European Innovation Scoreboard*³², elaborado y publicado por la Comisión Europea, en 2024³³ España se situaba en el grupo de innovadores moderados de la UE. En particular, la economía española presenta un déficit innovador, respecto al conjunto de la UE, especialmente significativo en cinco dimensiones (véase gráfico 3.15.b): i) un reducido grado de introducción de innovaciones en productos por parte de las empresas; ii) una baja colaboración entre las pymes en proyectos con contenido innovador; iii) un menor peso relativo del empleo en empresas innovadoras³⁴; iv) una posición rezagada en términos de producción de patentes, y v) un menor peso de las exportaciones de servicios intensivos en conocimiento³⁵.

Sin embargo, el déficit relativo registrado en la economía española en términos de inversión en I+D e innovación se habría reducido tras la pandemia, de acuerdo con los indicadores disponibles.

- El porcentaje de inversión en I+D sobre PIB aumentó en España desde el 1,2 % en 2019 hasta el 1,5 % en 2023, frente a la estabilidad en el 2,3 % en el conjunto de la UEM. En este

30 Romer (1986), Lucas (1988) y Aghion y Howitt (1992).

31 En este sentido, cabe destacar que los incentivos fiscales a la innovación más relevantes en España se articulan en forma de deducciones en el impuesto sobre sociedades. Si bien el subsidio implícito de estos incentivos se sitúa a nivel teórico entre los más elevados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la aplicación efectiva de estos es sensiblemente inferior por la existencia de distintos requisitos administrativos y la mecánica de la imposición societaria. Véase Banco de España (2023).

32 Este índice agrega datos en varias dimensiones relativas a la innovación: actividad investigadora, formación, digitalización, gasto y financiación de la I+D, flujos de conocimiento, propiedad intelectual y actividad en sectores de alta tecnología.

33 Nótese que 2024 se refiere al año de publicación del European Innovation Scoreboard, si bien algunas de las variables subyacentes pueden referirse a años previos en función de su disponibilidad.

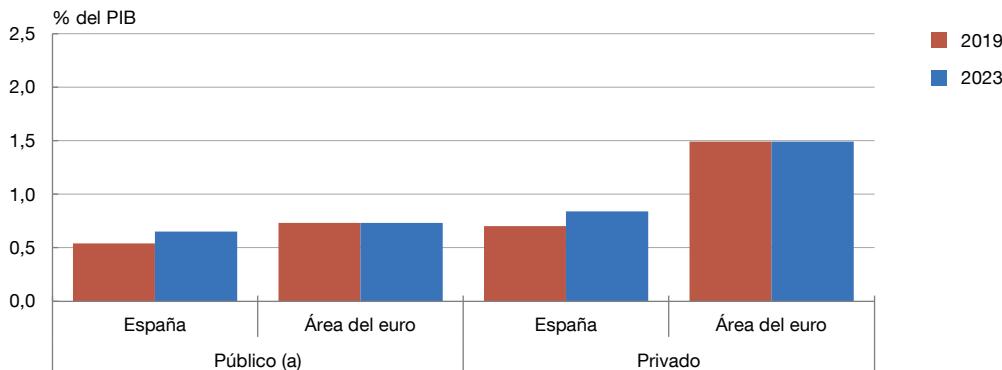
34 Se considera empresa innovadora aquella que ha introducido o mejorado los bienes o servicios que provee o sus procesos de producción. Estos últimos incluyen materias tan diversas como mejoras en la logística, en el uso de las tecnologías de la información y de la comunicación (TIC) o en las prácticas organizativas.

35 Los denominados servicios intensivos en conocimiento se refieren a servicios de seguros y pensiones, servicios financieros, cargos por el uso de propiedad intelectual, telecomunicaciones, informática, otros servicios empresariales, servicios audiovisuales y servicios relacionados con el transporte marítimo, aéreo y espacial.

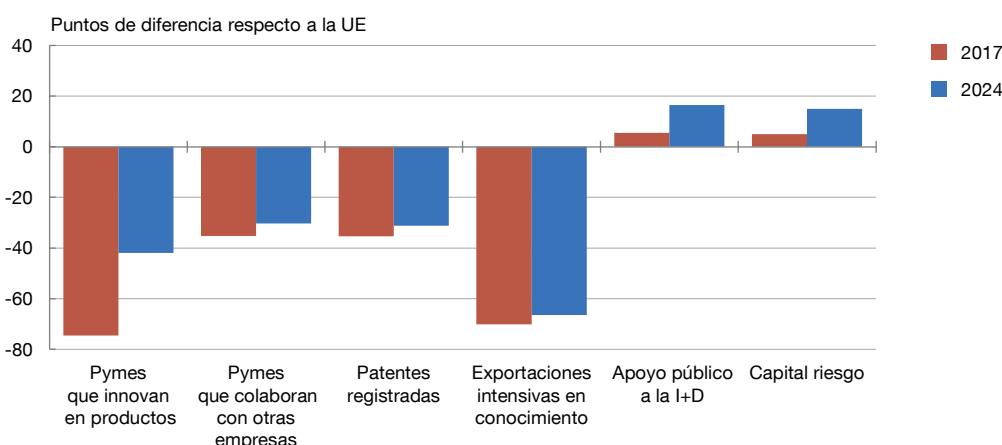
Gráfico 3.15

El déficit relativo registrado en la economía española en términos de inversión en I+D e innovación se ha reducido ligeramente tras la pandemia, de acuerdo con los indicadores disponibles

3.15.a Inversión en I+D del sector público y privado en España y el área del euro en 2019 y 2023



3.15.b Mejora relativa de España en algunos componentes del European Innovation Scoreboard (b)



FUENTES: Eurostat y European Innovation Scoreboard.

- a El gasto público en I+D incluye el realizado por el Gobierno y las universidades.
- b En cada dimensión, el índice sintético fija en 100 puntos la media de la UE. En el gráfico se representa la diferencia de España con respecto a esta referencia. Aunque los índices se presentan para 2024, el último dato disponible puede ser anterior. Véase Comisión Europea (2024a) para más detalles sobre su metodología.



período, el gasto en I+D sobre PIB en España aumentó tanto en el sector privado como en el sector público —si bien ligeramente más en el primero—, frente a la estabilidad registrada en ambos casos en el conjunto de la UEM (véase gráfico 3.15.a).

- En lo referente a las actividades innovadoras reflejadas en el European Innovation Scoreboard, algunos de los déficits que presenta la economía española respecto al conjunto de la UE se han reducido ligeramente entre 2017 y 2024 (véase gráfico 3.15.b). Así, por ejemplo, la brecha negativa entre España y la UE concerniente al porcentaje de pymes que innovan en sus productos se ha reducido de forma apreciable. En concreto, el porcentaje de pymes españolas que han introducido innovaciones en sus productos se ha incrementado

desde el 14 % en 2018 hasta el 17 % en 2022, mientras que en la UE se ha reducido del 28 % al 24 %, de acuerdo con los resultados más recientes de la *Community Innovation Survey*.

- También se ha reducido la brecha negativa referida a la colaboración entre empresas en actividades innovadoras. Así, el porcentaje de pymes que colaboran con otras empresas en proyectos innovadores ha crecido en España desde el 7 % en 2018 hasta un 9 % en 2022, aún por debajo de la UE, en la que aumentó en menor medida a lo largo del mismo período, desde el 12,1 % hasta el 12,4 %.
- Asimismo, el porcentaje de empleo en pymes innovadoras se ha incrementado en España desde un 39 % en 2018 a un 43 % en 2022, mientras que en el conjunto de la UE lo ha hecho de forma menos acusada, desde un 57 % en 2018 hasta un 58 % en 2022.
- Respecto a la generación de patentes, España también habría reducido la brecha negativa en relación con la UE a lo largo de los últimos años, si bien esta continúa siendo significativa. En particular, según los últimos datos disponibles de la OCDE, en España se realizaron 1.415 aplicaciones de patentes por cada millón de euros³⁶ de PIB en 2021, frente a la cifra de 1.336 registrada en 2017. Este incremento contrasta con lo observado en el conjunto de la UE, donde se ha producido un cierto empeoramiento, al pasar de 4.328 aplicaciones de patentes por cada millón de euros de PIB en 2017 a 3.838 en 2021.
- Otro indicador en el que se ha producido una cierta convergencia entre España y el conjunto de la UE es el referido a las exportaciones de servicios intensivos en conocimiento. Así, según datos de Eurostat, el peso de este tipo de exportaciones sobre el total de exportaciones de servicios de España ha pasado del 38,1 % en 2017 al 45,5 % en 2023, mientras que en el caso de la UE experimentó una cierta estabilidad en niveles más elevados, pasando de un 66 % en 2017 a un 68,8 % en 2023.

Las dificultades en el acceso a la financiación representan una barrera significativa para las empresas a la hora de desarrollar actividades innovadoras, dimensión en la que España ha mejorado ligeramente tras la pandemia en comparación con el conjunto de la UE.

- Las asimetrías de información dificultan el acceso a la financiación de las empresas innovadoras de menor tamaño³⁷ y a las de nueva creación que no disponen de colateral o de historia crediticia previa. Además, la naturaleza de las actividades innovadoras y los activos intangibles dificulta su uso como colateral, lo que limita el acceso a la financiación bancaria respecto al capital tangible³⁸. De este modo, tales obstáculos pueden restringir la

36 Ajustado a paridad de poder adquisitivo (PPA).

37 En este sentido, el mayor peso relativo de las empresas pequeñas en el tejido empresarial español explicaría, al menos en parte, su déficit en innovación, por cuanto las empresas de mayor tamaño tienden a presentar unas menores dificultades en el acceso a la financiación y una mayor intensidad innovadora. En efecto, según la *Community Innovation Survey*, un 76 % de las empresas españolas de más de 250 empleados realizan actividades de innovación, frente al 30 % en el caso de las empresas de entre 10 y 49 empleados.

38 Dejuán, Menéndez y Mulino (2018) y Demmou y Guido (2021).

inversión empresarial en actividades innovadoras que podrían generar efectos desbordamiento positivos sobre la productividad del conjunto de la economía.

- Conforme a la evidencia disponible, las ganancias de productividad y bienestar asociadas a la corrección de estos fallos de mercado justificarían la adopción de diversas iniciativas de política económica para facilitar el acceso a la financiación de las actividades innovadoras³⁹. En particular, el apoyo público y el acceso a formas de financiación no bancarias —como el capital riesgo— pueden jugar un papel fundamental a la hora de financiar la actividad innovadora.
- En este contexto, España ha mejorado su posición relativa en términos de acceso a la financiación para actividades innovadoras durante el período posterior a la pandemia, especialmente en el ámbito del apoyo público, de acuerdo con los indicadores del European Innovation Scoreboard (véase gráfico 3.15.b).
 - Por un lado, el apoyo público a las actividades innovadoras en forma de ayudas fiscales y transferencias aumentó en España entre 2017 y 2023 hasta niveles algo superiores al 0,2 % del PIB, frente a la estabilidad registrada en el conjunto de la UEM —en torno al 0,2 % en el mismo período, según datos de la OCDE—.
 - Por otro lado, el peso de la financiación de capital riesgo en España aumentó de forma similar a como lo hizo en el conjunto de la UEM en el período posterior a la pandemia, para situarse, en ambos casos, en niveles ligeramente por debajo del 0,1 % del PIB.

En términos de capital humano —que contribuye a las ganancias de productividad a través de su complementariedad con la inversión en I+D e innovación—, también se ha producido una cierta mejora en el período más reciente respecto a otros países de nuestro entorno, especialmente en el caso de los grupos de población con menor nivel educativo.

- La base de datos [PIAAC \(Programme for the International Assessment of Adult Competencies\)](#), elaborada por la OCDE, recopila información detallada sobre las competencias clave de la población adulta en áreas como la lectura, las matemáticas y la resolución adaptativa de problemas. De acuerdo con los últimos resultados disponibles, la brecha negativa registrada en España para el conjunto de la población adulta se habría reducido desde los 18 puntos en 2011-2012 hasta los 9 puntos en 2022-2023⁴⁰. Esta reducción ha sido más acusada en el caso de los grupos de menor nivel educativo, donde incluso se ha tornado ligeramente positiva (véase gráfico 3.16.a). La reducción de la tasa de abandono temprano registrada en las décadas anteriores sería un factor importante a la hora de explicar esta mejora⁴¹.

39 Bloom, Van Reenen y Williams (2019), Akcigit, Hanley y Stantcheva (2022) y Akcigit, Grigsby, Nicholas y Stantcheva (2022).

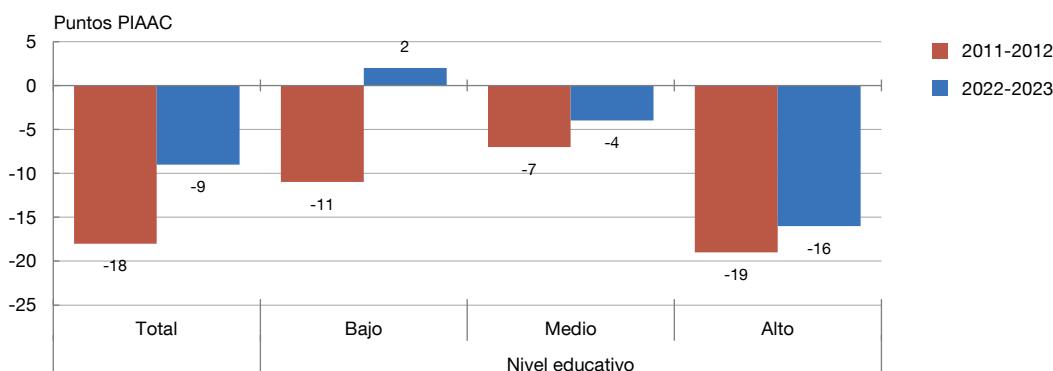
40 Nótese que el segundo ciclo de la prueba PIAAC se realizó entre 2022 y 2023 y se publicó en diciembre de 2024. Asimismo, el nivel de rendimiento en PIAAC en los tres dominios evaluados se expresa en una escala de 0 a 500 puntos (OCDE, 2024).

41 Anghel, Cuadrado y Tagliati (2021).

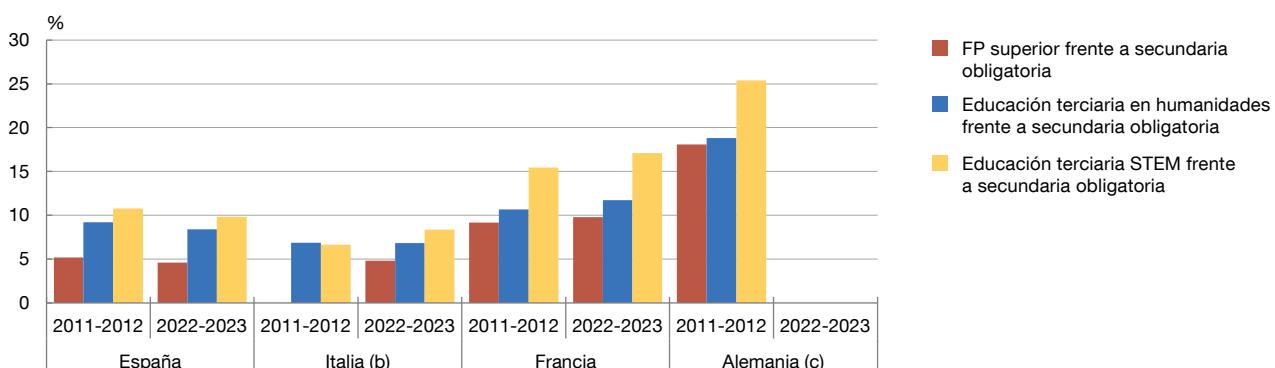
Gráfico 3.16

La mejora reciente en competencias respecto a otros países de nuestro entorno se circunscribe a la población con menor nivel educativo. Ello puede contribuir a la baja rentabilidad de los estudios de educación terciaria en España respecto a Francia o Alemania

3.16.a Brecha en competencias matemáticas entre España y la UE (a)



3.16.b Tasa interna de rentabilidad de la educación, por grupos de educación terciaria



FUENTE: Banco de España, a partir de microdatos de la OCDE (PIAAC 2013 y PIAAC 2023).

NOTA: PIAAC 2013 se refiere a los años 2011-2012 y PIAAC 2023 se refiere a los años 2022-2023.

a En UE se incluyen los países de la UE-27 que han participado en la prueba PIAAC. PIAAC 2013: Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, Eslovaquia, Estonia, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Países Bajos, Polonia, República Checa y Suecia. PIAAC 2023: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Eslovaquia, Estonia, Finlandia, Francia, Hungría, Irlanda, Italia, Polonia, Portugal, República Checa y Suecia.

b Para Italia no se dispone de observaciones suficientes como para estimar de forma precisa los ingresos laborales de los individuos con el nivel educativo de FP superior en PIAAC 2013.

c Para Alemania no se dispone de información sobre los salarios de los individuos en PIAAC 2023.



- En este contexto, la tasa de abandono escolar en España se ha reducido desde el 21,9 % en 2014 hasta el 13 % en 2024, si bien se situaba aún 3,5 pp por encima del promedio de la UE en 2023 (último dato disponible) y afectaba, sobre todo, a estudiantes de entornos desfavorecidos. En particular, la probabilidad de que un joven abandone sus estudios es 15 veces más elevada si su madre solo ha completado la educación primaria (34 %), frente a los jóvenes cuya madre ha completado estudios superiores (2,3 %). Asimismo, el porcentaje de abandono escolar entre la población joven sin nacionalidad española (29,6 %) casi triplica el correspondiente a la población joven de nacionalidad española (10,4 %)⁴².

42 Para más información, véase Ministerio de Educación, Formación Profesional y Deportes (2025).

- Por otro lado, los datos del PIAAC muestran que la brecha de competencias para los grupos con un alto nivel educativo solo ha mejorado muy ligeramente respecto a los niveles observados hace diez años (véase gráfico 3.16.a), lo que podría reflejar, al menos en parte, carencias en nuestro sistema de formación superior.
- Una forma alternativa de analizar las competencias de nuestros estudiantes de educación superior es comprobar la forma en que el mercado laboral remunera estos conocimientos. En este sentido, un trabajo reciente del Banco de España estima la tasa interna de rentabilidad (TIR) privada de los estudios de educación terciaria respecto a la educación secundaria obligatoria en España y otros países de nuestro entorno⁴³. De acuerdo con los resultados obtenidos, existe un cierto margen de mejora para que las rentabilidades estimadas en España e Italia en todas las especializaciones de educación terciaria converjan hacia las mayores tasas estimadas en Alemania y Francia (véase gráfico 3.16.b)⁴⁴.

Finalmente, otro determinante estructural de la productividad es la calidad de las instituciones, entendidas como el conjunto de leyes y normas que regulan las relaciones socioeconómicas, y, en particular, la eficiencia de las AAPP. A este respecto, los indicadores disponibles muestran una disminución de la calidad institucional en España desde principios de este siglo.

- Estas instituciones afectan a la productividad a través de diversos canales, pero, fundamentalmente, mediante su impacto en los incentivos a invertir. Así, por ejemplo, instituciones inestables que generen incertidumbre y sean poco protectoras de los rendimientos de dichas inversiones tenderán a reducir la acumulación de capital físico y a limitar eventuales mejoras de la productividad. Lo mismo ocurre, en lo que respecta a la acumulación de capital humano, con instituciones —por ejemplo, relacionadas con el mercado de trabajo y con el sistema educativo— que no sean favorables a la generación de rendimientos por parte de dicho capital, ya sea por desincentivar la oferta de trabajo o por dificultar la remuneración adecuada de las cualificaciones profesionales.
- Aunque la medición de la calidad institucional está sujeta a dificultades de distinta naturaleza —que recomiendan una interpretación cautelosa de tales medidas—, los indicadores disponibles muestran que España no ocupa un lugar preferente en los *rankings* internacionales en esta dimensión. Además, se habría producido un empeoramiento de dicha calidad institucional desde mediados de la década de los 2000 que podría condicionar la capacidad de crecimiento de nuestra economía en el futuro (véase [recuadro 8](#)).

43 La TIR asociada a un cierto nivel educativo se calcula como la tasa de descuento que iguala el valor presente del flujo de ingresos laborales de un individuo con el valor presente de los costes de educación y los costes de oportunidad. Para más detalles, véase Anghel y Lacuesta (2025).

44 En este sentido, sería deseable fomentar la cooperación de las empresas con las universidades y centros de investigación al objeto de facilitar la integración de los egresados universitarios en el mercado laboral, especialmente en el caso de los graduados en áreas STEM (acrónimo de *science, technology, engineering and mathematics*). Estos últimos tienen un peso relativo más reducido en España que en la UEM —Banco de España (2023)— y, además, para ellos se observa una mayor diferencia entre España y la UEM en lo que se refiere a las rentabilidades estimadas de sus estudios.

3.5 Condiciones financieras

A lo largo de los últimos trimestres, la política monetaria menos restrictiva del BCE ha abaratado el crédito bancario, de manera algo más intensa en España que en el área del euro.

- El coste de los nuevos préstamos bancarios a los hogares para adquisición de vivienda se ha reducido en 111 puntos básicos (pb) desde finales de 2023, hasta ubicarse en el 2,8 % en marzo de 2025 —últimos datos disponibles—. En el mismo período, el coste de los nuevos préstamos al consumo ha disminuido en 91 pb, hasta el 7,1 %, mientras que, en el caso de las empresas, la reducción ha sido de 152 pb, hasta el 3,6 % (véase gráfico 3.17.a).
- En el crédito para adquisición de vivienda y para empresas, los tipos de interés actuales son superiores —en 0,5 pp y 1,1 pp, respectivamente— a los que se observaron en el promedio del período de crecimiento económico que tuvo lugar antes del estallido de la pandemia de COVID-19 (2013-2019). En cambio, en el crédito al consumo, el coste actual de los nuevos préstamos es casi 0,9 pp inferior a dicha referencia. En cualquier caso, ajustados por la inflación esperada⁴⁵, los tipos de interés de los nuevos créditos no son superiores en la actualidad a los observados durante el período 2013-2019.
- En términos comparados, la caída acumulada del coste de la financiación en esta fase de normalización de la política monetaria ha sido, en general, algo más intensa en España que en la UEM. De este modo, los tipos de interés de los nuevos créditos bancarios en España han tendido a situarse por debajo de los del área del euro en el segmento de los préstamos para vivienda, consumo y empresas no financieras.
- Por otra parte, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de depósito a plazo también han descendido recientemente. En particular, la caída acumulada entre diciembre de 2023 y marzo de 2025 ha sido de 137 pb —hasta el 2,2 %— en los depósitos a plazo de las empresas y de 57 pb —hasta el 2 %— en los depósitos a plazo de los hogares. En el mismo período, la remuneración de los depósitos a plazo de los hogares en el área del euro ha descendido con mayor intensidad —119 pb, hasta el 2,1 %—, mientras que, en el caso de los de las empresas, la disminución de esta remuneración ha sido bastante similar a la observada en España —139 pb, hasta el 2,3 %— (véase gráfico 3.17.a).

El acceso a la financiación de los hogares y las empresas habría mejorado.

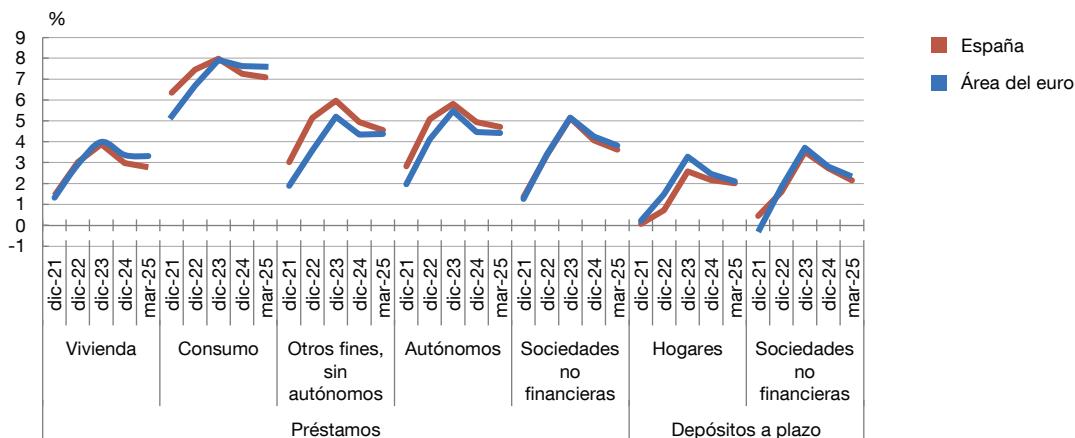
- De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión de préstamos dejaron de endurecerse en 2024, excepto en el segmento de consumo y otros fines, donde registraron un ligero endurecimiento. En el primer trimestre de 2025, dichos criterios se mantuvieron sin variaciones en todos los segmentos y las entidades bancarias

⁴⁵ Para ajustar por la inflación esperada, se han tomado los datos de expectativas de inflación de Consensus Forecast al plazo medio de cada segmento de crédito, calculado como una media ponderada por el volumen de las operaciones.

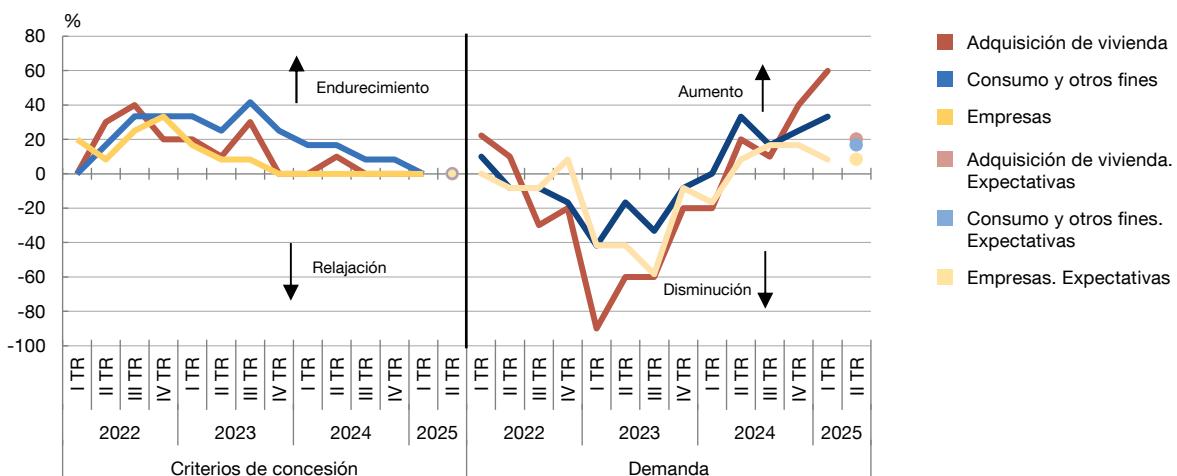
Gráfico 3.17

La reducción de los tipos de interés bancarios impulsó la demanda de préstamos, mientras que los criterios de concesión no experimentaron cambios significativos, salvo en el crédito al consumo

3.17.a Tipo de interés de las nuevas operaciones bancarias (a)



3.17.b Variación de los criterios de aprobación y de la demanda de préstamos en España. EPB (b)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Están ajustados por componente estacional e irregular.
- b Encuesta de Préstamos Bancarios. Porcentaje de entidades que señalan un endurecimiento (aumento, en el caso de la demanda) menos el de las que señalan una relajación (disminución, en el caso de la demanda).



encuestadas esperan que estos también continúen sin cambios durante el segundo trimestre del año (véase gráfico 3.17.b, panel izquierdo).

- Por su parte, la Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) revela que la percepción de las empresas españolas —tanto pymes como grandes— sobre su acceso a la financiación bancaria mejoró a lo largo del pasado año, gracias a la evolución positiva de su situación financiera y a la mayor disposición de los bancos a conceder crédito. Esta tendencia continuó en los primeros tres meses de 2025.

El abaratamiento de la financiación ha impulsado la demanda y los saldos de crédito.

- La reducción de los tipos de interés, en un contexto de elevado dinamismo económico, ha impulsado la demanda de préstamos de forma generalizada en los últimos trimestres (véase gráfico 3.17.b, panel derecho).
- En este contexto, el saldo vivo de hipotecas de las familias comenzó a aumentar a mediados de 2024, tras dos años de descensos, alcanzando un crecimiento interanual del 1,5 % en marzo de 2025. Este incremento se debió tanto al aumento de las nuevas operaciones, que fueron casi un 20 % mayores en 2024 que en el año anterior, como a la reducción de las amortizaciones de hipotecas, que se redujeron un 12 % durante ese mismo período⁴⁶.
- El crédito al consumo, por su parte, se aceleró —en este segmento, el crecimiento interanual del saldo vivo aumentó hasta el 8,6 % en marzo de 2025, frente al 4,3 % en diciembre de 2023—, apoyado en la financiación de la compra de bienes duraderos y, de forma creciente, de bienes corrientes.
- Por último, el saldo de la financiación bancaria concedida a las empresas interrumpió su caída en términos interanuales en octubre de 2024, para registrar un crecimiento del 1,7 % en marzo de 2025. El total de la financiación de las empresas —que incluye las emisiones netas de renta fija y los préstamos del exterior— mostró un comportamiento algo menos dinámico, con un crecimiento del 1,3 % interanual en marzo de 2025, destacando el vigor de las emisiones netas de renta fija.

En todo caso, las ratios de endeudamiento de las familias y empresas españolas han seguido reduciéndose —hasta situarse en valores cercanos al mínimo de las últimas décadas—, al tiempo que los indicadores disponibles que buscan aproximar el grado de vulnerabilidad financiera de estos agentes sugieren que dicha vulnerabilidad sería, en la actualidad, relativamente contenida.

- La ratio de endeudamiento de las empresas se contrajo en 2,5 pp en 2024, hasta el 63,5 % del PIB, el nivel más reducido desde 2001 y 4 pp por debajo del nivel de esta misma ratio en el área del euro. La ligera moderación del EBE de las empresas en 2024 y el aumento de la deuda hicieron, no obstante, que la ratio de deuda sobre EBE repuntara levemente, hasta el 331 %, frente al 316 % observado a finales de 2023.
- La ratio de endeudamiento de los hogares, por su parte, se redujo 2,4 pp en 2024, situándose en niveles inferiores al 44 % del PIB, muy cerca del mínimo registrado a principios de este siglo y unos 8 pp por debajo del nivel actual de esta ratio en la UEM.

46 Cifras corregidas de renegociaciones de préstamos concedidos con anterioridad. No obstante, sí se incluyen otras operaciones como refinanciaciones, reestructuraciones o subrogaciones.

- En este contexto, los distintos indicadores que aproximan el grado de vulnerabilidad financiera de las familias y las empresas se han mantenido en los últimos trimestres en niveles reducidos desde un punto de vista histórico. Así, por ejemplo, el porcentaje de hogares que destinarían más del 70 % de su renta a gastos esenciales⁴⁷ habría disminuido hasta el 15,2 % en 2024, frente a una media del 17 % desde 2014. Al mismo tiempo, el porcentaje de empresas con presión financiera elevada se situó en el 14 % en 2024, frente a una media de casi el 17 % entre 2008 y 2023.

La rentabilidad del sistema bancario español⁴⁸ ha continuado mejorando y la solvencia ha aumentado ligeramente.

- El resultado consolidado del sector bancario español en 2024 fue un 21 % superior al de 2023. Este incremento se debió, principalmente, al crecimiento del 9 % del margen de intereses, si bien tanto las comisiones —con un aumento interanual de casi el 11 %— como los resultados de las operaciones financieras —con un aumento interanual del 31 %— también contribuyeron positivamente y compensaron el aumento del 2,5 % de los gastos de explotación (véase gráfico 3.18.a). Aunque el margen unitario —esto es, el diferencial entre los tipos de interés medios del activo y del pasivo financieros— impulsó el margen de intereses en 2024, es previsible que las bajadas de los tipos oficiales reduzcan la contribución de este factor en el año en curso. No obstante, dichas bajadas también podrían afectar positivamente al margen de intereses a través de un aumento del volumen de crédito.
- Por su parte, en 2024, las pérdidas por deterioro del balance apenas crecieron a nivel consolidado (2 %) y se redujeron (12,5 %) en los negocios en España, disminuyendo en ambos casos su peso sobre el margen de explotación. En esta línea, la calidad del crédito en España mejoró en 2024, de modo que la ratio de dudosos se redujo 0,2 pp, hasta el 3,2 %, en diciembre de 2024 y la ratio de vigilancia especial lo hizo 1,2 pp, hasta el 6,4 %.
- En este contexto, la solvencia del sector bancario español registró un aumento. Así, la ratio de CET1 se situó en el 13,5 % en diciembre de 2024, lo que supone un incremento interanual de 30 pb, debido a un ascenso del capital ordinario de nivel 1 (véase gráfico 3.18.b). Los resultados de las últimas pruebas de estrés disponibles muestran que estos niveles de solvencia proporcionan una notable capacidad de resistencia agregada al sector bancario español⁴⁹. No obstante, el actual entorno de incertidumbre recomienda un análisis proactivo —por parte tanto de las entidades como de los organismos supervisores— de la evolución de los riesgos macrofinancieros y una planificación cauta frente a posibles pérdidas inesperadas.

⁴⁷ Los gastos esenciales incluyen los destinados al servicio de la deuda, la alimentación, los suministros de la vivienda y el alquiler de la vivienda principal.

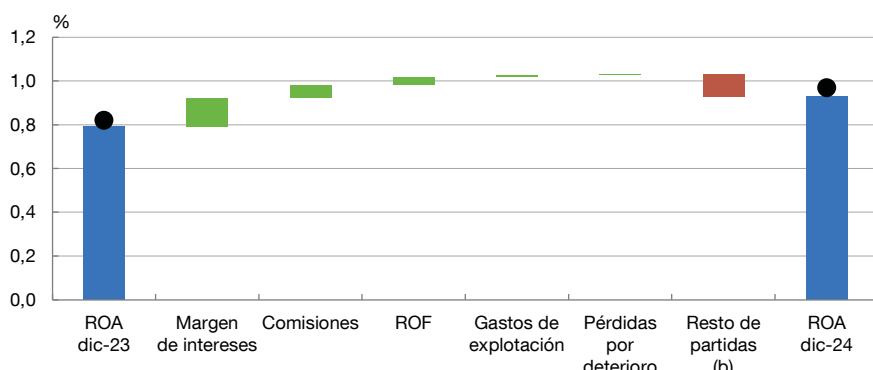
⁴⁸ Para mayor detalle, véase el *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2025*, de próxima publicación.

⁴⁹ Véanse los resultados del ejercicio de pruebas de resistencia de la Autoridad Bancaria Europea de 2023 (ABE, 2023), del ejercicio FLESB del Banco de España de 2024 (Banco de España, 2024e) y del ejercicio de estrés llevado a cabo por el Fondo Monetario Internacional (FMI) durante el programa de evaluación del sistema financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) de España en 2024 (FMI, 2024).

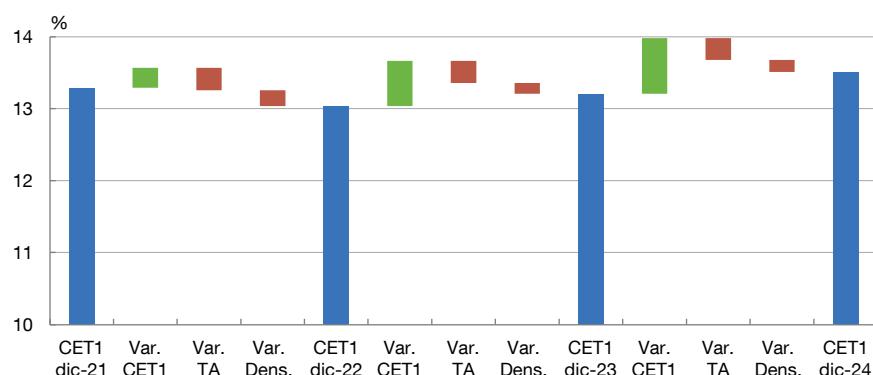
Gráfico 3.18

En 2024, la rentabilidad del sistema bancario español continuó mejorando y la ratio de CET1 aumentó en 30 pb

3.18.a Descomposición de la variación del resultado. Porcentaje sobre ATM del resultado neto consolidado (a)



3.18.b Descomposición de la variación de la ratio de CET1 entre 2021 y 2024 (c). Datos consolidados



FUENTE: Banco de España.

- a El color rojo (verde) de las barras indica una contribución negativa (positiva) de la partida correspondiente a la variación del resultado consolidado de diciembre de 2024 respecto a diciembre de 2023. Los puntos negros muestran el ROA, excluido el impacto del gravamen temporal a la banca. El ROA es la rentabilidad sobre activos, los ATM son los activos totales medios y el ROF es el resultado de operaciones financieras.
- b Incluye, entre otras partidas, el gravamen temporal a la banca referido en la nota anterior.
- c La ratio de CET1 se descompone en su variación de CET1, total activos (TA) y densidad (Dens.), donde la densidad se calcula como la ratio de activos ponderados por riesgo (APR) sobre el total de activos. Por tanto, la ratio de CET1 se calcula como CET1 sobre TA x Dens. Las barras de color verde (rojo) representan contribuciones positivas (negativas) de los componentes.



3.6 Cuentas públicas

3.6.1 Las cuentas públicas en 2024

En 2024, los ingresos y los gastos públicos crecieron de forma notable.

- Los ingresos públicos se elevaron un 7,1 % en 2024, con un avance de la recaudación por impuestos y cotizaciones sociales del 7,3 %. Los ingresos tributarios se vieron impulsados por el aumento de las bases tributarias —que fue incluso superior al del PIB nominal⁵⁰—, por el efecto de la progresividad en frío del IRPF⁵¹ y por la retirada paulatina de las rebajas de impuestos a la energía, que se completó a comienzos de 2025. De este modo, en 2024, la recaudación por impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio aumentó un 8,5 %, mientras que la del IVA y la de otros impuestos sobre los productos, la producción y las importaciones se elevaron un 6,9 % y un 7,1 %, respectivamente. Por su parte, los ingresos por cotizaciones sociales se incrementaron un 6,7 %.
- El avance de los gastos fue del 6,2 %, ritmo ligeramente inferior al de los ingresos (véase gráfico 3.19.a). Crecieron con especial intensidad los pagos por intereses (9,2 %), las prestaciones sociales (6,8 %) —principalmente las pensiones y las prestaciones por incapacidad laboral transitoria— y el consumo público (4,8 %) —partida que, como se destaca en la sección 3.1 y en el recuadro 2, presentó una contribución notable al crecimiento agregado del PIB en 2024⁵²—. En cambio, la inversión pública tuvo una evolución mucho menos dinámica y retrocedió un 4,5 %.
- Es importante destacar que la evolución del gasto público en 2024 se vio afectada por algunos elementos de carácter extraordinario. Por un lado, diversas sentencias judiciales han supuesto desembolsos significativos de las AAPP a los hogares y las empresas⁵³. Por otro, las medidas adoptadas en respuesta a la DANA que afectó a varias regiones de nuestro país a finales del pasado mes de octubre tuvieron un coste de 0,35 pp del PIB en 2024. Excluyendo estos elementos, el gasto público habría crecido en torno a 2 pp menos durante el año pasado.

Como resultado de estos desarrollos, el déficit de las AAPP españolas se redujo desde el 3,5 % del PIB en 2023 hasta el 3,2 % del PIB en 2024 —2,8 % del PIB, si se excluyen los gastos asociados a la DANA—.

⁵⁰ En conjunto, dichas bases crecieron un 7,1 % (0,9 pp más que el PIB nominal), con un avance destacado de la remuneración de los asalariados (7,7 %), de las rentas del capital y del gasto en turismo.

⁵¹ Véanse el recuadro 2.1 del *Informe Anual 2023* del Banco de España y Balladares y García Miralles (2024).

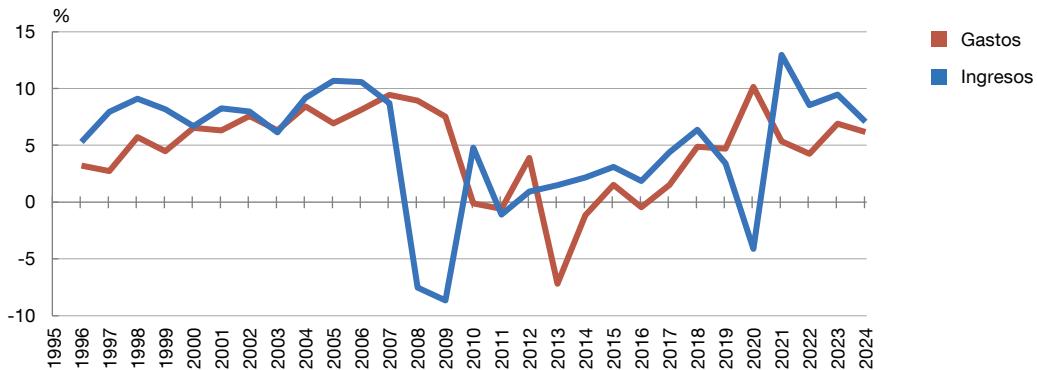
⁵² Desde el estallido de la pandemia de COVID-19, el consumo público en porcentaje del PIB se ha elevado 2,1 pp en términos reales, hasta situarse en el 20,3 %, 0,9 pp por debajo del máximo alcanzado en 2020 pero 0,1 pp por encima del máximo anterior, registrado en 2011 tras la crisis financiera global y de la economía española.

⁵³ En 2024, el impacto de las sentencias judiciales en la Contabilidad Nacional ha sido particularmente elevado (0,7 pp del PIB según la Intervención General de la Administración del Estado), afectando tanto a los gastos (0,5 pp) como a los ingresos (0,2 pp).

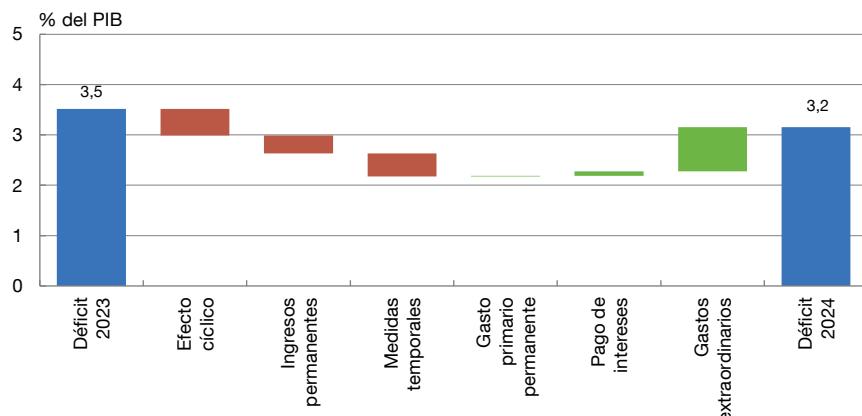
Gráfico 3.19

En 2024, los ingresos y los gastos públicos crecieron de forma notable, aunque a menor ritmo que en el año anterior, y el saldo de las AAPP continuó mejorando, si bien aún permanece en niveles claramente negativos

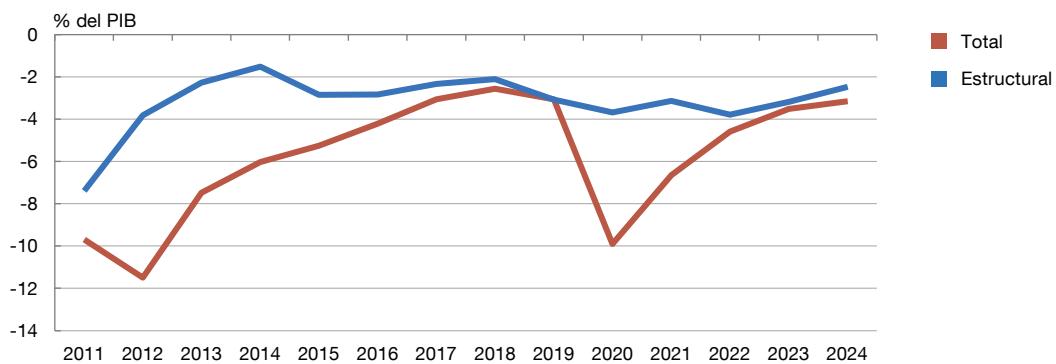
3.19.a Evolución de las finanzas públicas. Tasa de variación anual



3.19.b Variación del déficit en 2024 (a)



3.19.c Saldo de las AAPP



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Estimación del Banco de España.



- La reducción del déficit en 2024, de 0,3 pp del PIB, fue el resultado de diferentes factores que operaron en sentidos contrapuestos.
 - Por un lado, el efecto del ciclo económico sobre las cuentas públicas (vinculado, por ejemplo, a la reducción de los gastos por desempleo), el aumento de la recaudación (asociado a elementos como la expansión de las bases fiscales y la denominada progresividad en frío) y la retirada de las medidas temporales de apoyo frente a la crisis energética supusieron una mejora del déficit cercana a 1,3 pp del PIB (véase gráfico 3.19.b).
 - Por otro lado, el volumen de gastos extraordinarios comentados anteriormente (asociados a las medidas adoptadas en respuesta a la DANA y a determinadas sentencias judiciales), junto con el crecimiento del gasto en intereses, implicaron un aumento del déficit de 1 pp del PIB.
- Este desequilibrio presupuestario es ligeramente superior al 3,1 % del PIB observado en 2024 en el conjunto de la UEM, donde destacaron los saldos deficitarios de Francia, Austria y Bélgica, del 5,8 %, el 4,7 % y el 4,5 % del PIB, respectivamente.
- En cuanto al déficit estructural, variable cuya estimación está rodeada de una cierta incertidumbre, este continuaría situándose en el entorno del 3 % del PIB (véase gráfico 3.19.c). Teniendo en cuenta que los pagos por intereses de la deuda alcanzaron en 2024 un 2,4 % del PIB, el déficit estructural primario de las AAPP españolas estaría alrededor del 0,2 % del PIB.

En este contexto, la deuda pública española se redujo desde el 105,1 % del PIB en 2023 hasta el 101,8 % en 2024, si bien sigue situándose entre las más elevadas de la UEM.

- La reducción de la ratio de deuda pública en 2024 se debió, principalmente, al aumento del PIB nominal (véase gráfico 3.20). No obstante, esta ratio es aún 4,1 pp superior a la que presentaba la economía española a finales de 2019, antes del comienzo de la pandemia.
- Asimismo, la ratio de deuda pública española en 2024 superaba en algo más de 14 pp a la observada en el conjunto de la UEM. Por países, solo Bélgica (105 %), Francia (113 %), Italia (135 %) y Grecia (154 %) presentan ratios de endeudamiento superiores a la de España.

3.6.2 Los ingresos y gastos públicos tras la pandemia

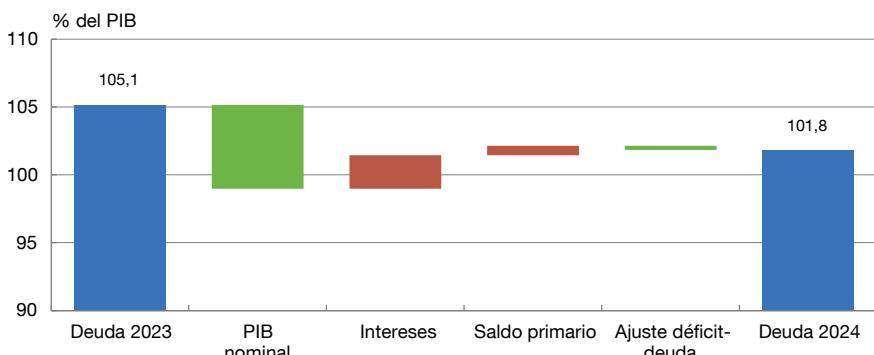
La estructura de las finanzas públicas españolas ha sufrido algunos cambios significativos desde el inicio de la pandemia⁵⁴. Por el lado de los ingresos, que han aumentado sensiblemente, han ganado peso sobre el PIB los impuestos directos y las cotizaciones sociales.

54 El déficit del conjunto de las AAPP ha aumentado ligeramente, en 0,1 pp, durante el período 2019-2024, hasta situarse en el 3,2 % del PIB. Este incremento refleja, por un lado, el aumento del déficit de la administración central (en 1,4 pp, hasta el 2,9 % del PIB) y, por otro, la mejora del saldo de las comunidades autónomas (que han reducido su déficit en 0,5 pp, hasta el 0,1 % del PIB), de las corporaciones locales (que han elevado su superávit en 0,1 pp, hasta el 0,4 % del PIB) y de la Administración de la Seguridad Social (que ha reducido su déficit en 0,7 pp, hasta el 0,5 %).

Gráfico 3.20

La deuda pública experimentó un descenso en 2024, principalmente debido al efecto positivo del crecimiento económico

3.20.a Variación de la deuda en 2024



FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado y Banco de España.

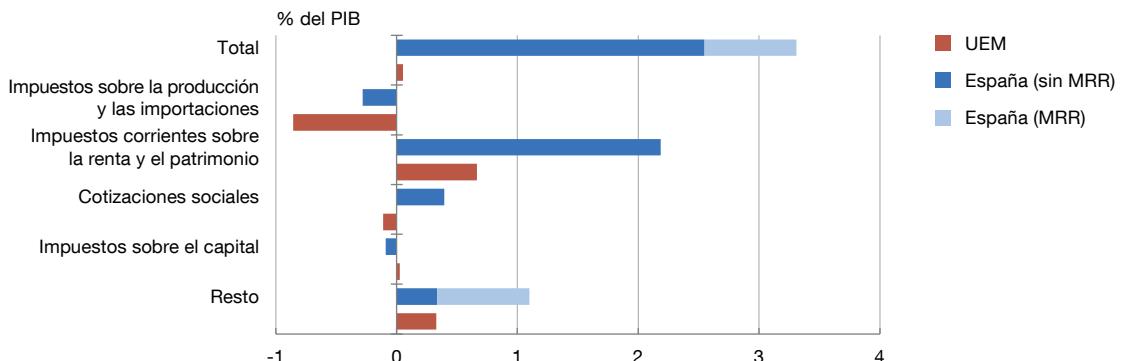
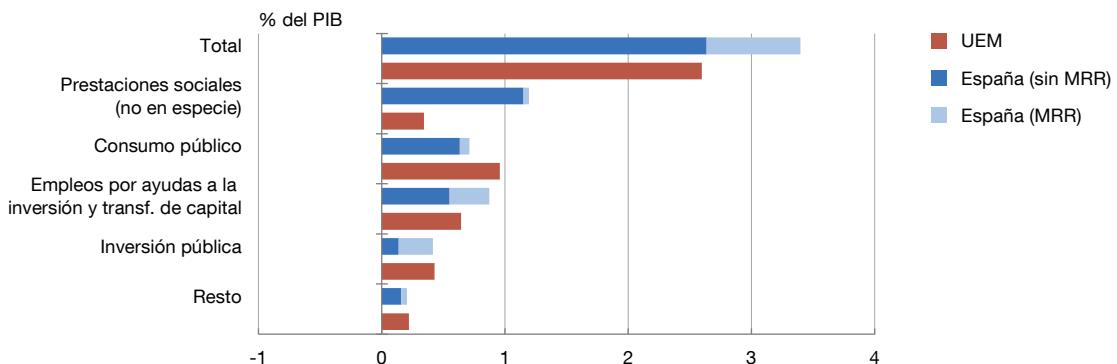


- Entre 2019 y 2024, los ingresos públicos en España —excluyendo aquellos vinculados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR)⁵⁵— han aumentado su peso en el PIB en 2,5 pp, hasta un 41,5 %. En cambio, en el promedio de la UEM, el peso de los ingresos públicos en el PIB se ha mantenido prácticamente constante en el 46,5 %. Por tanto, la brecha negativa en términos de ingresos públicos que nuestro país mantenía con el promedio de la UEM se ha cerrado en 2,5 pp desde el estallido de la pandemia.
- El crecimiento de los ingresos públicos en este período ha venido acompañado de un incremento de las bases fiscales, si bien esta relación se habría debilitado en el año 2021, para compensarse en los ejercicios siguientes. Así, en el conjunto del período 2019-2023, prácticamente todo el aumento de la ratio de ingresos públicos sobre PIB se debería a la evolución de las bases macroeconómicas y a las medidas fiscales adoptadas⁵⁶. De esta forma, los denominados residuos fiscales —la parte de la recaudación no explicada por la evolución de las bases y de las medidas fiscales— serían prácticamente nulos en términos acumulados. En 2024, esta tendencia se habría mantenido, observándose residuos fiscales marginalmente negativos en las principales figuras tributarias.
- El fuerte incremento de los ingresos públicos en España halla su principal explicación en el crecimiento de los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio, que han elevado su peso en el PIB en algo más de 2 pp desde 2019 (véase gráfico 3.21.a). En particular, el incremento de los impuestos corrientes sobre la renta se ha concentrado en el IRPF, que ha aumentado su peso en el PIB en 1,3 pp entre 2019 y 2024. De este incremento, se estima que aproximadamente un 23 % se debe a un crecimiento del empleo y de los salarios por encima del PIB, mientras que el restante 77 % se debería al aumento de los tipos medios efectivos como consecuencia de la no actualización plena de los parámetros de dicho

⁵⁵ En 2024, los ingresos derivados del MRR se habrían situado en torno al 0,8 % del PIB.

⁵⁶ Fernández, Moral-Benito y Urtasun (2024).

Gráfico 3.21

Tanto los ingresos como los gastos públicos han experimentado un marcado crecimiento desde la pandemia (a)**3.21.a Evolución de los ingresos públicos. 2019-2024****3.21.b Evolución del gasto público. 2019-2024**

FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a La categoría «Resto» en ingresos incluye recursos por ayudas a la inversión y transferencias de capital, así como otros ingresos y transferencias corrientes. En gastos, la categoría «Resto» incluye subvenciones, intereses efectivos pagados y otras transferencias y pagos corrientes. Además, se incluye en esta categoría el ajuste correspondiente por conceptos de consumo público no computables como gastos.



impuesto, un efecto conocido como progresividad en frío (Balladares y García-Miralles, 2024)⁵⁷. Este efecto ha sido especialmente pronunciado en España en comparación con otros países del área del euro (García-Miralles et al., 2025).

- Además, el peso de las cotizaciones sociales en el PIB también ha repuntado desde el 12,8 % en 2019 hasta el 13,2 % en 2024; un incremento que contrasta con la ligera caída, de 0,1 pp, que se ha observado, en el mismo período, en el agregado de la UEM. De este modo, las cotizaciones sociales en España se situarían, como porcentaje del PIB, 0,3 pp por encima de la media aritmética de la UEM.

⁵⁷ La capacidad explicativa de la no actualización plena de los parámetros del IRPF se ha visto incrementada respecto a las estimaciones reportadas en el recuadro 2.1 del *Informe Anual 2023* del Banco de España y en Balladares y García-Miralles (2024), que estimaban un peso de aproximadamente el 50 %. Esto se debe, principalmente, a la revisión del PIB de 2023, que ha dado lugar a un menor incremento de la ratio del IRPF sobre PIB durante este período.

- En cambio, tanto el IVA como el resto de los impuestos indirectos —entre los que se incluyen los impuestos especiales— se han mostrado más contenidos en los últimos años. En particular, su peso en el PIB ha pasado del 11,4 % en 2019 al 11,1 % en 2024.
- Así, el peso de la imposición indirecta —aquella que la literatura económica considera habitualmente menos distorsionadora para la actividad⁵⁸— en el total de la recaudación en nuestro país se ha reducido en 2,5 pp, desde un 29,3 % en 2019 hasta un 26,8 % en 2024. En este mismo período, el peso de la imposición indirecta sobre la recaudación total también se ha reducido para la media de la UEM. No obstante, esta reducción ha sido de menor magnitud que la observada en la economía española —de 2 pp, hasta un 26,7 %—.

Los gastos públicos también han aumentado de manera apreciable desde finales de 2019, especialmente en prestaciones sociales.

- La ratio de gasto público sobre PIB se ha incrementado en nuestro país en 2,6 pp entre 2019 y 2024 (en 3,4 pp si se incluye el gasto asociado al MRR; véase gráfico 3.21.b). De este incremento, alrededor de 1,2 pp se explican por el aumento de las prestaciones sociales no en especie.
- Como ya se ha mencionado, otra partida con un comportamiento destacado desde el inicio de la pandemia es el consumo público, cuyo aumento estaría asociado, en gran parte, al incremento de los gastos en sanidad y educación. Así, de acuerdo con la clasificación funcional del gasto público, entre 2019 y 2023, el peso sobre el PIB del total de gasto en estos conceptos se ha elevado en 0,5 pp y 0,2 pp, respectivamente, hasta el 6,6 % y el 4,2 %. En la UEM, el gasto público en sanidad y educación supone, en promedio, el 7,4 % y el 4,6 % del PIB, respectivamente.
- También destaca el aumento de la inversión pública en los últimos años, una partida que la literatura económica considera una palanca fundamental para impulsar el crecimiento a medio y largo plazo. En particular, la inversión pública en España habría aumentado su peso en el PIB en 0,4 pp entre 2019 y 2024, para situarse en el 2,6 % —en la UEM, la inversión pública también ha incrementado su peso en el PIB en 0,4 pp durante este mismo período, hasta el 3,4 %—. De cualquier forma, es importante reseñar que, en el caso de España, la mayor parte del aumento de la inversión pública se sustenta en iniciativas financiadas por fondos europeos, que tienen un carácter temporal. Superado el marco temporal de esos fondos, será, por lo tanto, fundamental encontrar la manera de mantener los niveles de inversión actuales, dado que los retos asociados, por ejemplo, a la transición ecológica y digital seguirán siendo muy significativos.

58 La imposición indirecta genera menores efectos negativos en la medida en que, a diferencia de la imposición directa al trabajo o al capital, no afecta directamente a las decisiones de trabajo de los agentes y tiene un efecto menos negativo sobre las decisiones de ahorro. Esto es especialmente visible cuando los cambios en la imposición indirecta son acomodados con transferencias a los colectivos más vulnerables. Para análisis más detallados sobre las potenciales ganancias derivadas de reformas fiscales que aumenten el peso de la imposición indirecta, véanse Correia (2010), Fuster (2022), Guner, Lopez-Daneri y Ventura (2023) y Macnamara, Pidkuyko y Rossi (2023).

3.6.3 El Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo

El nuevo Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) fija un marco para la normalización de las finanzas públicas.

- El pasado 21 de enero, el Consejo de la Unión Europea aprobó el PFEMP que el Gobierno de España había presentado a mediados de septiembre de 2024.
- Este documento es el elemento fundamental del nuevo marco de reglas fiscales europeas. En él se fija la orientación de la política fiscal para los próximos años, que se vincula con una senda de gasto neto máximo compatible con el objetivo de asegurar que la deuda pública sigue una trayectoria descendente en un horizonte de medio plazo⁵⁹.
- Esta senda sustituye a los objetivos referentes a la magnitud del ajuste fiscal «estructural» que predominaban en el anterior marco de reglas, para así mitigar el sesgo procíclico observado en el pasado, mejorar la transparencia y el seguimiento de los objetivos fiscales y facilitar la mejora del saldo público en épocas de expansión de la actividad.
- El nuevo marco fija un compromiso fiscal para los próximos cuatro años, aunque el plazo para conseguir los objetivos puede ampliarse hasta siete años si se realizan reformas e inversiones que mejoren las perspectivas de crecimiento y estén alineadas con los objetivos comunes de la UE.
- En el caso de España, el Gobierno ha solicitado esta extensión, sobre la base de la ejecución de una serie de reformas e inversiones que, en su mayor parte, están vinculadas al MRR⁶⁰. En este sentido, a juicio de la Comisión Europea, las principales medidas adicionales se refieren a la promoción de la Formación Profesional Dual, a la homologación de títulos extranjeros y a la mejora de la gestión de la incapacidad temporal.
- Con todo, el PFEMP español establece un crecimiento anual promedio del gasto neto, o gasto computable, del 3 % durante un período extendido de ajuste de siete años (de 2025 a 2031); un compromiso que es compatible, de acuerdo con las proyecciones y los supuestos establecidos en el plan, con una tasa de crecimiento del gasto computable que se reduciría paulatinamente desde el 3,7 % en 2025 al 3 % en 2028 y al 2,4 % en 2031 (véanse, más adelante, en esta misma sección, algunas modificaciones recientemente introducidas en esta senda).
- En cualquier caso, es importante destacar que el nuevo marco europeo de gobernanza económica incluye un elemento de flexibilidad, la llamada cuenta de control, que permite

59 La definición de la senda de gasto neto máximo parte del crecimiento del total del gasto público nominal excluyendo los intereses pagados, la parte cíclica del gasto por desempleo y los gastos atípicos. Además, se excluye el gasto financiado con recursos procedentes de la UE y el gasto nacional que cofinancia proyectos financiados con fondos europeos. Por último, al crecimiento del gasto así ajustado se le resta el aumento de los ingresos por medidas discrecionales del Gobierno. De esta forma, dado un crecimiento máximo del gasto neto, el Gobierno podrá gastar más (menos) de lo acordado si introduce medidas adicionales de aumento (reducción) de ingresos.

60 Véase el anexo 6.3 del PFEMP.

una desviación sobre los objetivos de gasto establecidos en los planes fiscales. Esta cuenta de control recogerá las desviaciones con respecto al PFEMP que se vayan produciendo a lo largo del tiempo. La desviación máxima permitida, antes de tomar potenciales medidas correctoras o penalizadoras, es de 0,3 pp del PIB por año y de 0,6 pp en el acumulado desde el inicio del plan.

El PFEMP desaprovecha la oportunidad para realizar una planificación rigurosa, con un horizonte de medio plazo, de las cuentas públicas que se beneficie, además, del patrón de crecimiento robusto que la economía española presenta en la actualidad.

- El PFEMP no incluye un detalle suficiente de las medidas presupuestarias que se han de adoptar para conseguir los objetivos establecidos, ni es posible deducir del mismo una previsión granular de ingresos y gastos con un horizonte de medio plazo. Estas carencias en el diseño de los PFEMP reducen su utilidad como instrumento de planificación fiscal a medio plazo, un aspecto que también ha destacado la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) en su valoración del plan⁶¹.
- Por otro lado, el hecho de que una parte significativa del ajuste fiscal contenido en el PFEMP tenga lugar en los últimos años del plan implica desaprovechar las oportunidades que brinda el actual patrón de crecimiento robusto que muestra la economía española para mitigar los posibles efectos negativos derivados de dicho proceso de consolidación. Además, la posibilidad de llevar a cabo un ajuste fiscal más intenso que el contemplado en los primeros años del plan, en los que se prevé un considerable dinamismo de la actividad económica, reduciría la incertidumbre asociada al riesgo de tener que implementar eventualmente un ajuste fiscal de carácter procíclico más adelante.

En cualquier caso, desde la publicación del PFEMP, se han producido, en las últimas semanas, algunas actuaciones relevantes en el ámbito fiscal en respuesta a un escenario geopolítico extraordinariamente complejo y cambiante.

- En primer lugar, el pasado 8 de abril, en respuesta a las decisiones en materia arancelaria anunciadas por la Administración estadounidense el día 2 de abril (véase sección 2.1), el Gobierno español puso en marcha el [Plan de Respuesta y Relanzamiento Comercial](#). Un plan con un volumen de fondos cercano al 0,9 % del PIB y diseñado para proveer financiación a las empresas con mayor exposición y vulnerabilidad al aumento de los aranceles en Estados Unidos. En particular, este plan establece una línea de avales a través del Instituto de Crédito Oficial para favorecer la actividad de las empresas afectadas por los aranceles y amplía el límite de las operaciones de la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (Cesce), destinadas a proveer cobertura frente a los riesgos asociados a la actividad exportadora. El plan también incluye la reubicación de algunos instrumentos ya existentes, principalmente préstamos asociados al MRR, con el objetivo de dar apoyo financiero a las empresas.

61 AIReF (2024).

- En segundo lugar, el pasado 22 de abril, el Gobierno español presentó el [Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa](#), con un volumen de recursos cercano al 0,6 % del PIB. El objetivo de dicho plan es alcanzar, ya en 2025, una ratio de gasto en defensa sobre el PIB del 2 %, según los criterios establecidos por la OTAN. Para ello, el plan se articula a través de distintas figuras, como la dotación presupuestaria de los Programas Especiales de Modernización de las Fuerzas Armadas, la disponibilidad de instrumentos financieros para promover la industria de la defensa o el gasto en la mejora de la respuesta ante emergencias climáticas. La financiación de este plan se sustentaría, en gran parte, en la modificación de créditos presupuestados no utilizados de los Presupuestos Generales del Estado de 2023 y en la reubicación de fondos asociados al MRR.

Teniendo en cuenta estos desarrollos, el pasado 30 de abril, el Gobierno español publicó el [Informe de Progreso Anual 2025](#) del PFEMP, del que cabe reseñar los siguientes aspectos:

- Según dicho informe, el gasto computable habría crecido un 4,1 % en 2024, un ritmo inferior al establecido originariamente en el PFEMP (5,3 %). Esta desviación a la baja en 2024, con respecto a lo establecido en el PFEMP, supone un margen de flexibilidad adicional, de cerca del 0,5 % del PIB, que podría ser utilizado para compensar un crecimiento del gasto superior al consignado en el plan en los próximos años, al utilizar la cuenta de control descrita anteriormente.
- Para 2025, el *Informe de Progreso Anual* anticipa una desviación al alza en el crecimiento del gasto neto de en torno a 0,4 pp en relación con el objetivo establecido en el PFEMP (3,7 %); una desviación que el informe justifica por el esfuerzo que se prevé realizar para elevar el gasto en defensa.
- En todo caso, por cuanto esta desviación se encuentra dentro de los límites establecidos por la cuenta de control, el cumplimiento del PFEMP en 2025 no requeriría necesariamente la activación de la cláusula de escape ofrecida por la Comisión Europea. En este sentido, y a diferencia de otros países que ya han solicitado formalmente la activación de dicha cláusula —por ejemplo, Alemania, Bélgica, Portugal y Grecia—, el Gobierno español aún no ha adoptado una decisión al respecto.
- Finalmente, cabe destacar que el *Informe de Progreso Anual* ha actualizado el objetivo de déficit de las AAPP para 2025, hasta el 2,8 % (en función de los gastos extraordinarios derivados de la DANA). Por su parte, la previsión de deuda pública para 2025 se situaría en el 101,7 % del PIB, una décima inferior a la registrada en 2024.

En marzo de 2025, la AlReF realizó su primera evaluación de la regla de gasto de pensiones⁶², introducida en 2023.

62 La regla de gasto estipula que, a partir de 2025 y cada tres años, la AlReF comprobará si la proyección del gasto medio en pensiones en el período 2022-2050 publicada en el *Informe sobre Envejecimiento*, corregido por las medidas de ingresos adoptadas a partir de 2020, se desvía del 13,3 % del PIB. En caso de que tal desviación se produjera, el Gobierno debería identificar un conjunto de medidas para corregir la brecha, que tendrían que entrar en vigor en el año siguiente al de la evaluación de la AlReF. Si no se acordase ninguna medida, se produciría un incremento de las cotizaciones sociales.

- La AIReF ha constatado que la proyección de gasto en pensiones neta de las medidas de ingresos aprobadas no excede el umbral establecido en dicha regla, lo que exime al Gobierno de llevar al Parlamento medidas para reforzar la sostenibilidad financiera del sistema de pensiones. En particular, la proyección de gasto en pensiones en el período 2022-2050 del *Informe sobre Envejecimiento*, corregida por los últimos datos observados, asciende al 14,6 % del PIB. Por otro lado, la AIReF cuantifica el impacto de las medidas de ingresos aprobadas desde 2020 en el 1,4 % del PIB en el mismo período⁶³. Por tanto, el gasto neto de medidas se sitúa en el 13,2 % del PIB, 0,1 pp de PIB por debajo del umbral de incumplimiento de la regla de gasto.
- En todo caso, junto con el *Informe sobre la regla de gasto de pensiones*, la AIReF ha publicado también su *Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo*. En este informe, la AIReF señala que la sostenibilidad del sistema de pensiones —medida no en términos de la regla de gasto, como estipula la última reforma del sistema de pensiones, sino en términos del gasto que el sistema deberá afrontar en las próximas décadas— no habría mejorado con respecto a la primera opinión publicada dos años atrás (AIReF, 2025).
- Ello a pesar de que, en 2024, el gasto en pensiones se situó en el 12,9 % del PIB. Un nivel que, gracias principalmente al vigor de la actividad económica, se encuentra cerca de 1 pp por debajo del que el *Informe sobre Envejecimiento*, la AIReF o el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones estimaban hace unos trimestres que alcanzaría el gasto en pensiones sobre PIB en 2024. Otro factor que también estaría contribuyendo, al menos en parte, a una cierta contención del gasto sería el aumento de la proporción de jubilaciones más allá de la edad ordinaria. En particular, dicha proporción casi se ha duplicado desde la entrada en vigor de los nuevos incentivos para demorar la jubilación —en 2022—, hasta representar en 2024 el 9,3 % del total de altas de jubilación —en torno a 34.000 personas—⁶⁴.

63 Desglosadas de la siguiente forma: Mecanismo de Equidad Intergeneracional, 0,4 pp de PIB; evolución de la base máxima de cotización, 0,3 pp de PIB; cotización adicional de solidaridad, 0,1 pp de PIB; reforma del sistema de cotización de los trabajadores autónomos, 0,2 pp de PIB; transferencias del Estado a la Seguridad Social para fortalecer el sistema público de pensiones, 0,3 pp de PIB, e incremento del salario mínimo interprofesional, 0,1 pp de PIB.

64 En el acumulado de 2025, hasta febrero, la edad efectiva de jubilación se situó en 65 años, y el porcentaje de jubilaciones demoradas sobre el total, en el 11,3 %.

3.7 Saldo exterior

La capacidad de financiación de la economía española aumentó nuevamente en 2024 hasta el 4,2 % del PIB, alcanzando el máximo histórico desde 1995.

- El incremento de la capacidad de financiación de la nación entre 2023 y 2024, de 0,4 pp del PIB, reflejó, principalmente, la ampliación del superávit por cuenta corriente⁶⁵. Este, a su vez, estuvo impulsado por varios factores.
 - Por un lado, se incrementó ligeramente el superávit del saldo de bienes no energéticos (hasta el 0,2 % del PIB), prosiguiendo con la tendencia observada desde 2012 —aunque parcialmente interrumpida en 2022—. Un superávit que se habría visto favorecido por las ganancias de competitividad y la diversificación de los mercados de exportación españoles⁶⁶, que habrían permitido reducir el impacto adverso en nuestras ventas al exterior derivado de la atonía observada en nuestros principales socios comerciales europeos.
 - Por otro lado, la notable expansión de las exportaciones de servicios turísticos —favorecidas, entre otros factores, por el proceso de diversificación de los flujos turísticos ya observado en 2023⁶⁷— y de servicios no turísticos habría incrementado el superávit de la balanza de servicios en 0,1 pp.
 - Por último, la menor dependencia energética de España frente al resto del mundo y la disminución de los precios de la energía también permitieron reducir ligeramente el déficit energético de nuestro país (véase gráfico 3.22.a).

El aumento reciente de la capacidad de financiación de nuestra economía puede explicarse como resultado de un desequilibrio creciente entre ahorro e inversión.

- En la economía española, el ahorro generado por los hogares y las empresas es suficiente para financiar sus niveles de inversión, lo que se traduce, en 2024, en una capacidad de financiación del 4,7 % del PIB en el caso de los hogares y del 1,8 % y el 0,9 % del PIB en el caso de las empresas financieras y no financieras, respectivamente. En cambio, el sector público presenta una necesidad de financiación del 3,2 % del PIB.
- Con una perspectiva temporal más amplia, resulta especialmente reseñable el incremento de la capacidad de financiación de los hogares. Una capacidad que aumentó desde el 3 %

⁶⁵ No obstante, el saldo de la cuenta de capital, en el que se engloban gran parte de los fondos recibidos de la UE —principalmente los vinculados al programa *Next Generation EU* (NGEU)—, también mejoró, aunque de forma menos marcada. Para una explicación de cómo se contabilizan estos fondos europeos en la Balanza de Pagos y en la Posición de Inversión Internacional, véase Banco de España (2022).

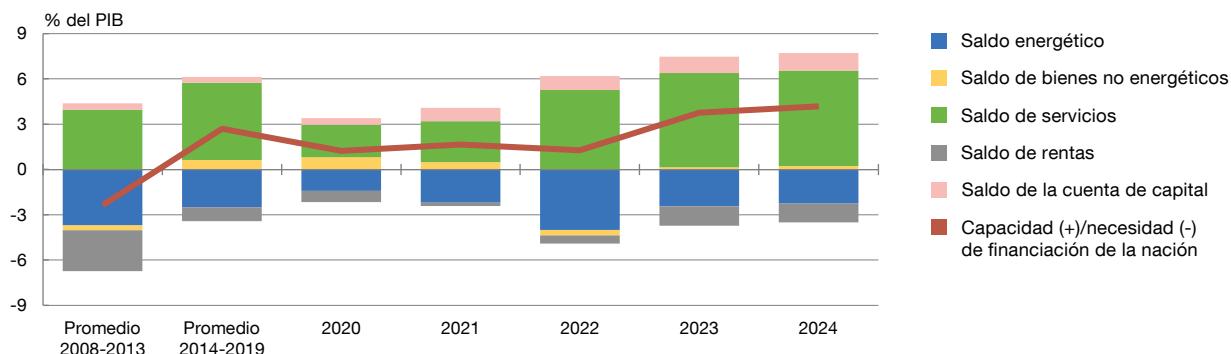
⁶⁶ Para más detalles sobre la evolución reciente de las exportaciones españolas de bienes, véase García Esteban y Jiménez García (2024).

⁶⁷ Jiménez-García y García Esteban (2024).

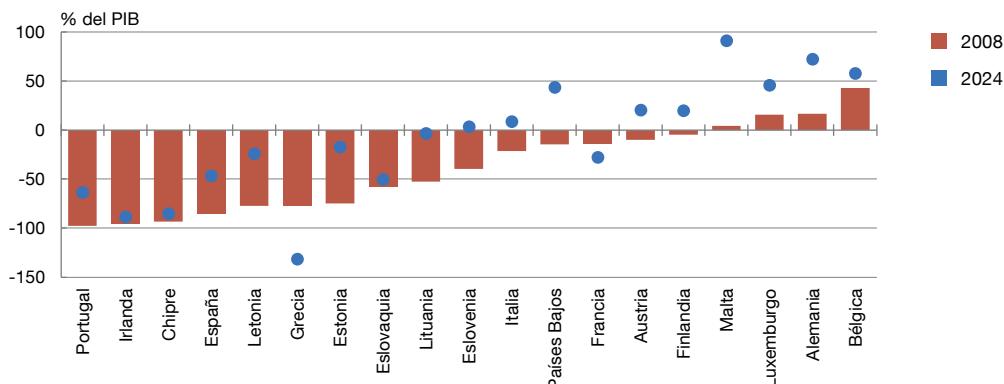
Gráfico 3.22

En 2024, la capacidad de financiación de la nación aumentó, mientras que el saldo deudor de la posición de inversión internacional se redujo (aunque siguió siendo relativamente elevado)

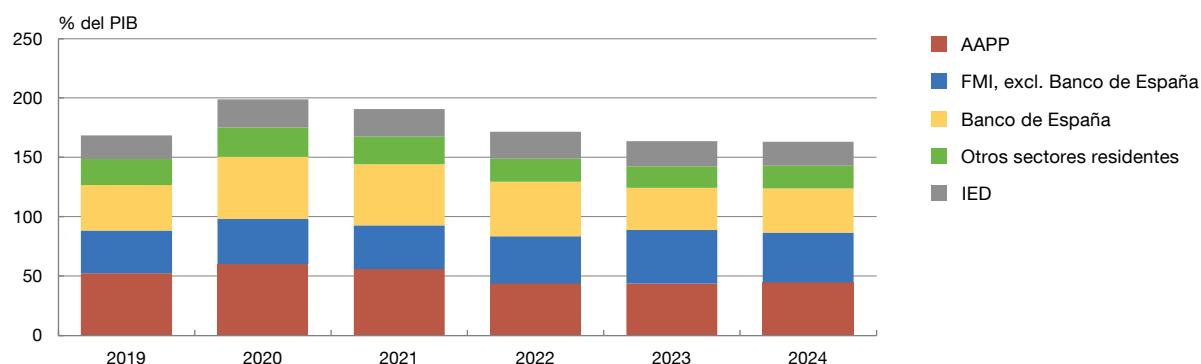
3.22.a Capacidad (+)/necesidad (-) de financiación de la nación



3.22.b Saldo acreedor (+)/deudor (-) de la posición de inversión internacional



3.22.c Deuda externa bruta de la economía española



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Eurostat.



del PIB en 2023 hasta el 4,7 % del PIB en 2024, y que se sitúa muy por encima de su promedio anterior a la pandemia, del 1,2 % del PIB entre 2014 y 2019. Este notable aumento de la capacidad de financiación con respecto al período anterior a la pandemia se explica por el fuerte incremento del ahorro de las familias, de 4,8 pp, mientras que la inversión aumentó en 1,3 pp.

- En consonancia con estos desarrollos, la tasa de ahorro de los hogares, como porcentaje de su renta bruta disponible, pasó del 12 % en 2023 al 13,6 % en 2024, tasas ambas muy por encima de las observadas —del 7,3 %— en el promedio del período 2014-2019.

En 2024 se mantuvo la senda descendente de la posición de inversión internacional (PII) neta, mientras que la ratio de la deuda externa bruta sobre el PIB permaneció estable.

- El superávit por cuenta corriente y el avance del producto contribuyeron a que, en 2024, el saldo deudor de la PII neta de la economía española descendiese, en relación con el PIB, en 7,3 pp hasta el 44 %, su nivel más bajo desde 2004. A pesar de esta caída, el saldo deudor de la PII neta de la economía española es todavía elevado en comparación con el de otros países de nuestro entorno (véase gráfico 3.22.b).
- Por rúbricas, en la composición de este saldo destaca la posición deudora neta en términos de inversión en cartera —equivalente a un 22,7 % del PIB— y de inversión extranjera directa (IED) —equivalente a un 14,6 % del PIB—. Por sectores institucionales, en 2024, los otros sectores residentes⁶⁸ distintos de instituciones financieras monetarias pasaron a tener una posición acreedora neta frente al resto del mundo —equivalente a un 2,5 % del PIB— por primera vez desde la entrada en el euro; esto se debió, en parte, al aumento de la posición acreedora, de 2 pp, de las empresas no financieras y los hogares. En cambio, las AAPP y el Banco de España mantuvieron saldos deudores netos equivalentes al 40,2 % y al 10,7 % del PIB, respectivamente.
- Por su parte, la deuda externa bruta⁶⁹ de España en relación con el PIB se mantuvo prácticamente estable en 2024, registrando una leve reducción de 0,6 pp, hasta el 163,1 % (véase gráfico 3.22.c). En todo caso, la vulnerabilidad que supone el elevado endeudamiento externo de la economía española se ve parcialmente mitigada por la composición de estos pasivos, entre los que predominan aquellos correspondientes al sector público y al Banco de España (un 27,5 % y un 22,8 % del total, respectivamente) —cuyo riesgo de refinanciación es comparativamente más reducido que el de los pasivos del sector privado— y los emitidos a largo plazo, a un tipo de interés fijo y en euros —factores que aminoran el riesgo de refinanciación, de tipo de interés y de tipo de cambio, respectivamente—.

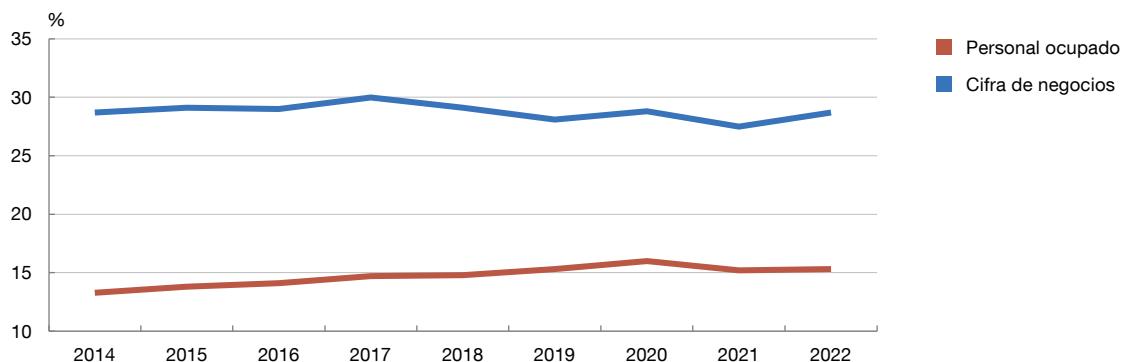
68 Los otros sectores residentes se componen de empresas financieras, de empresas no financieras y de hogares.

69 La deuda externa bruta comprende todos los pasivos de la nación frente al resto del mundo que suponen una obligación futura de pago. Por lo tanto, excluye la renta variable —las acciones y otras participaciones en el capital y las participaciones en fondos de inversión—, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes.

Gráfico 3.23

Las filiales en España de multinacionales extranjeras representan una fracción relevante del empleo y de la cifra de negocios de las empresas que operan en nuestro país

3.23.a Peso relativo de las filiales de empresas extranjeras en el personal ocupado y en la cifra de negocios de las empresas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



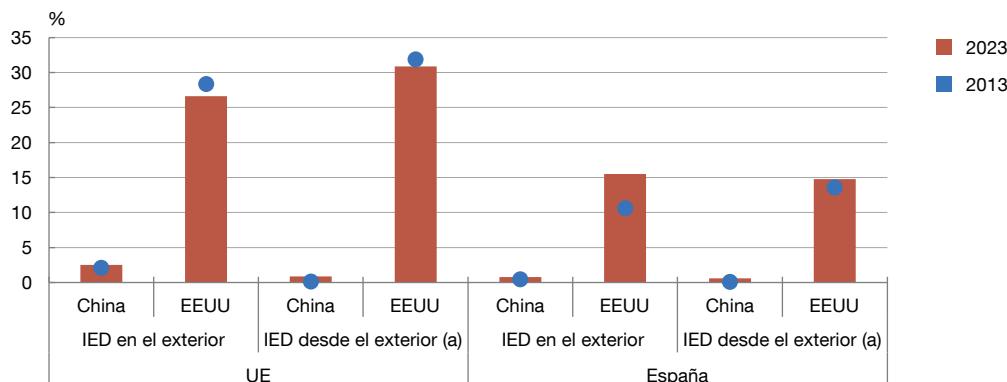
Los flujos y el stock de IED en España son relativamente elevados como porcentaje del PIB.

- Los flujos de IED⁷⁰ hacia la economía española supusieron, en el promedio del período 2014-2023, un 2,1 % de nuestro PIB, una cifra mayor que la observada a escala global, del 1,9 %, o en Alemania, Francia e Italia, países en los que esta ratio osciló durante el mismo período en torno al 1 %.
- Como resultado de estos flujos, el stock de IED del exterior en España representó en 2023 cerca del 60 % de nuestro PIB, un porcentaje muy superior al que se observa en Alemania (27 %), Francia (33 %) e Italia (21 %). De manera coherente con este fenómeno, las multinacionales extranjeras alcanzan un peso apreciable en nuestro tejido productivo (véase gráfico 3.23).
- La composición geográfica del stock de IED del exterior en España tiene una exposición a los riesgos geopolíticos relativamente reducida, ya que, al igual que en las principales economías de la zona del euro, el grueso de estas inversiones (casi la mitad) procede de otros países de la UE.
- En todo caso, cabe destacar que Estados Unidos es el segundo inversor más importante en España, con una cuota cercana al 15 % de nuestro stock de IED (véase gráfico 3.24), porcentaje similar al que tiene en Francia, pero inferior al que alcanza en Alemania, donde supera el 20 % del stock total.

70 Los datos de inversión directa desde y hacia el exterior se corresponden con la IED según el principio direccional, cuyo último dato publicado se refiere a 2023. Para más detalles sobre la evolución de los flujos y del stock de IED en España, véase Andriño López, López Espinosa, Martín Machuca y Matos Celemín (2025).

Gráfico 3.24
Stock de IED de la UE y España

3.24.a Stock de IED desde y hacia China y EEUU



FUENTE: Eurostat.

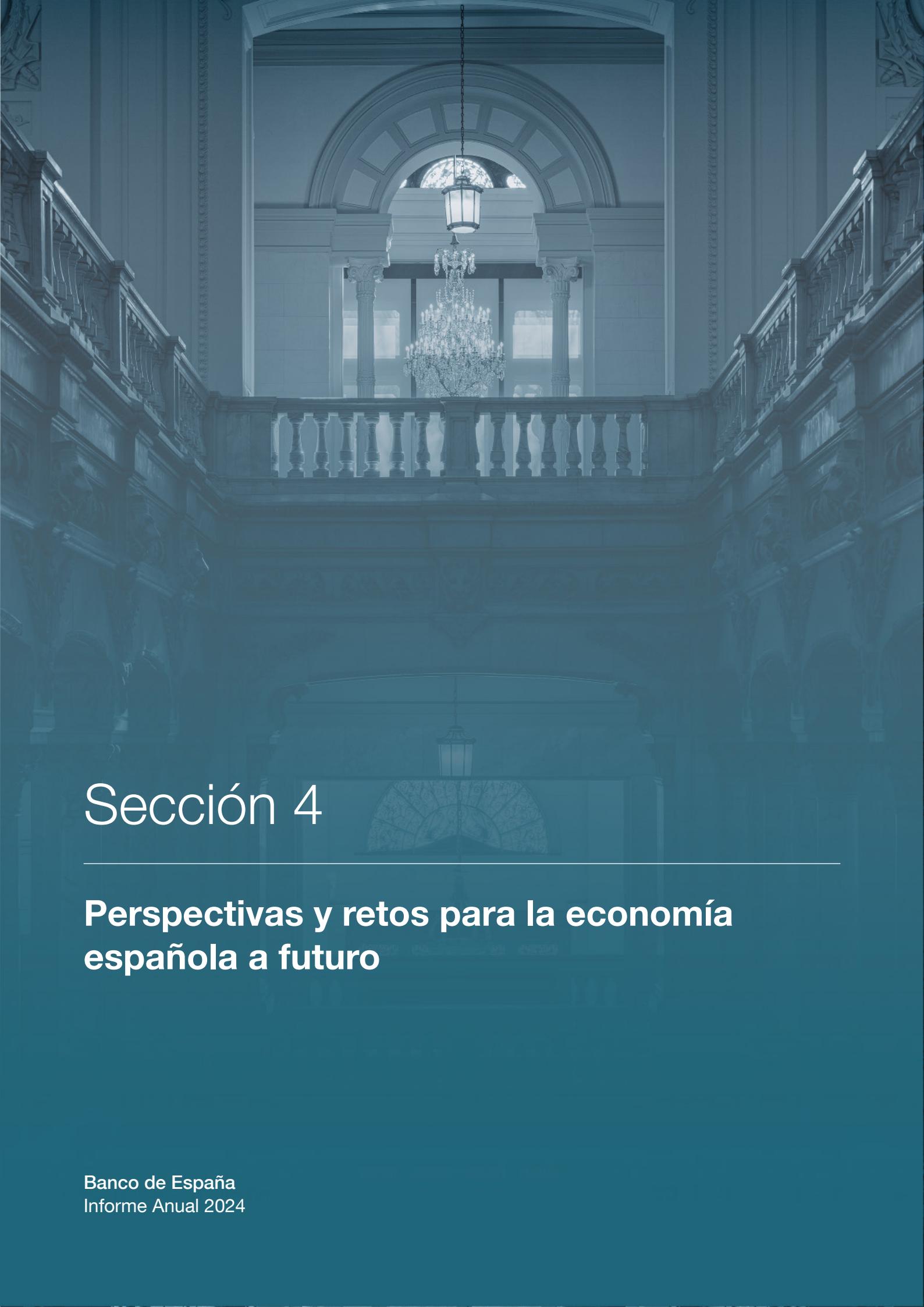
a Los datos de IED desde el exterior de la UE están desagregados por primera contrapartida, puesto que los datos por país último no se publican. Los datos para España están desagregados por último país inversor.



- De bastante menor entidad son las inversiones directas realizadas por China, que oscilan alrededor del 1 % del total, mientras que las de Latinoamérica suponen en torno al 8 % del stock de IED del exterior en España, mucho más que en Italia (4 %) y que en Alemania y en Francia (menos del 1 %).

En todo caso, a pesar de este conjunto de desarrollos relativamente favorables, la evolución futura del saldo exterior de la economía española —en sus diferentes dimensiones— está sometida a una considerable incertidumbre, en un escenario geopolítico y comercial a nivel internacional extraordinariamente complejo (véase sección 4.1).

- Así, por ejemplo, aunque las medidas arancelarias anunciadas recientemente por la Administración estadounidense —en suspenso en su mayor parte por el momento— afectan fundamentalmente al comercio de bienes no energéticos —en los que España mantiene un saldo equilibrado—, el comercio de servicios —en el que España presenta un superávit frente a Estados Unidos— también podría llegar a verse afectado; en particular, entre otros posibles canales de transmisión, si se produjera una eventual reconfiguración de los flujos turísticos internacionales, para los que tanto España como Estados Unidos constituyen mercados especialmente relevantes a escala global (véase sección 4.1.2).



Sección 4

Perspectivas y retos para la economía española a futuro

A principios de 2025, las previsiones de consenso planteaban un escenario central relativamente benigno para el desempeño de la actividad económica global, europea y española, si bien se destacaban algunos riesgos a la baja en términos de crecimiento.

Los desarrollos económicos, comerciales y geopolíticos más recientes han supuesto la materialización de algunos de dichos riesgos, de tal forma que las perspectivas para la actividad económica mundial de cara a los próximos trimestres están sometidas ahora, incluso en su escenario central, a una extraordinaria incertidumbre que emana de un conjunto de factores particularmente inciertos.

En concreto, estas perspectivas futuras dependen, fundamentalmente, de cómo se resuelvan las actuales tensiones comerciales y de cómo afecte esto al comportamiento de los mercados financieros internacionales y al grado de confianza con el que los agentes económicos toman sus decisiones de gasto e inversión.

En esta coyuntura, resulta fundamental entender cuál es el grado de exposición comercial de la economía española a Estados Unidos, país que está liderando los cambios en materia arancelaria a nivel internacional. En este sentido, se observa que la exposición comercial directa de España a Estados Unidos es relativamente reducida y menor que la que presentan otros países de nuestro entorno. Sin embargo, esta exposición sería algo mayor si se tienen en cuenta los canales de exposición indirecta que resultan de la integración de la economía española en las cadenas globales de producción.

Además, en un entorno tan complejo y con tantos elementos inciertos, es imprescindible contemplar la posible materialización de distintos escenarios hipotéticos alternativos. Las simulaciones realizadas por el Banco de España sugieren que un eventual incremento de los aranceles tendría un impacto adverso sobre el nivel de actividad mundial; un impacto que sería particularmente elevado en Estados Unidos, pero más contenido en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y, especialmente, en España. No obstante, si estas tensiones comerciales se vieran amplificadas a través de un deterioro de las condiciones financieras globales o de los niveles de incertidumbre, el impacto negativo sobre el PIB de la economía española y europea sería más elevado.

Estos riesgos a la baja sobre la actividad económica española y europea podrían verse mitigados, en cierta medida, si en los próximos trimestres se llevara a cabo —como apuntan algunas iniciativas recientes— un incremento del gasto en defensa y en infraestructuras en la Unión Europea (UE). No obstante, en estos momentos, es difícil precisar la magnitud de dicho impacto positivo. Esta vendrá determinada, además de por el gasto adicional efectivamente realizado, por una serie de factores sobre los que aún existe una considerable incertidumbre. Por ejemplo, dependerá de la composición y del contenido importador del gasto efectuado.

En todo caso, con una perspectiva temporal más amplia, es importante entender que algunos de los riesgos actuales pueden enmarcarse en un proceso más profundo y estructural de cuestionamiento del multilateralismo en las relaciones internacionales y del proceso

de globalización, y valorar las posibles implicaciones que estos desarrollos podrían tener a largo plazo. En particular, si algunas de las dudas que han surgido recientemente en cuanto al papel central que el dólar estadounidense desempeña en el sistema monetario y financiero internacional se intensificaran, esto podría generar riesgos significativos para la estabilidad financiera global.

En este entorno tan complejo, las políticas europeas deben responder de forma decidida —tanto en el ámbito externo como en el interno— en una dirección clara: reforzar la unidad del proyecto europeo, su marco institucional y la competitividad y resiliencia de la economía. En este sentido, la nueva Comisión Europea ha planteado una agenda de trabajo multidisciplinar para abordar muchos de los retos estructurales que enfrenta la UE. Resulta fundamental que todos los actores implicados en hacer avanzar esta agenda muestren ambición, altura de miras y un enfoque pragmático para poder conseguir mejoras apreciables en el actual marco económico y de gobernanza europeo.

Además de las iniciativas europeas en curso, aún existe margen de mejora en algunas dimensiones muy relevantes. En especial, sería importante introducir en la UE un instrumento de financiación común permanente, aplicando las lecciones extraídas del programa temporal *Next Generation EU* (NGEU). Dicho instrumento permitiría financiar proyectos de gran envergadura que proporcionarían bienes públicos a escala europea y evitarían, al mismo tiempo, un impacto excesivo o desigual de estos sobre las finanzas públicas y los costes de financiación nacionales y un deterioro del mercado único.

En cuanto a la economía española, es imprescindible analizar, en primer lugar, qué parte de las dinámicas recientes de la actividad económica de nuestro país —que están siendo relativamente vigorosas— se debe a factores puramente coyunturales —y que, por tanto, podrían revertirse en el futuro— y qué parte se debe a cambios verdaderamente estructurales —que hayan incrementado de forma sostenible la resiliencia y la capacidad de crecimiento de nuestra economía—.

En segundo lugar, es preciso tener en cuenta que, a pesar de algunos notables avances recientes, la economía española aún se enfrenta a numerosos retos estructurales de una extraordinaria envergadura. Algunos de estos retos han sido bien conocidos durante décadas, como los relacionados con la productividad y el mercado de trabajo, mientras que otros están adquiriendo una creciente relevancia en los últimos años, como los vinculados al mercado de la vivienda, a los flujos migratorios y al cambio climático y la transición ecológica.

Además, en un contexto de crecientes presiones por el lado del gasto, cumplir con el nuevo marco fiscal europeo exigirá un riguroso ejercicio de planificación, con una perspectiva de medio plazo, para reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas y, al mismo tiempo, mejorar en su composición, de forma que los ingresos y los gastos públicos tengan una contribución más favorable al crecimiento económico.

4.1 Un entorno internacional muy complejo e incierto

4.1.1 Principales fuentes de riesgo a escala global

A principios de 2025, las previsiones de consenso planteaban un escenario central relativamente benigno para el desempeño de la actividad económica global, europea y española, si bien se destacaban algunos riesgos a la baja en términos de crecimiento.

- A escala global, este escenario central contemplaba, fundamentalmente, que el ritmo de avance del PIB mundial sería relativamente robusto en los próximos años, en línea con el observado en 2024 y por encima del 3%¹. Al mismo tiempo, se esperaba que el proceso de reducción paulatina de las presiones inflacionistas continuara a lo largo del horizonte de proyección, con una convergencia algo más rápida hacia las tasas de inflación objetivo en las economías avanzadas —en algunas de las cuales dicha referencia ya se alcanzaría en 2025/2026— que en las emergentes.
- En lo que respecta a la UEM, las previsiones publicadas por el Banco Central Europeo (BCE) a comienzos del pasado mes de marzo, si bien revisaban a la baja el perfil de crecimiento del PIB para el área del euro a lo largo de los próximos años y ligeramente al alza la inflación, seguían siendo compatibles con la expectativa de una modesta aceleración de la actividad económica en la región —cuyo PIB pasaría de crecer un 0,8% en 2024 a expandirse hasta cerca de un 1,2% en 2026— y de una convergencia gradual de la inflación hacia el objetivo del 2% —tasa que se alcanzaría en 2026—.
- En cuanto a la economía española, el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del Banco de España de marzo revisó al alza tanto el ritmo de avance previsto para el PIB en 2025 —hasta el 2,7%— como la tasa de inflación general promedio para este año —hasta el 2,5%—. Se proyectaba, por tanto, una tasa de expansión del producto algo menor que la registrada en 2024 —del 3,2%—, pero aún por encima del crecimiento potencial de nuestra economía y del que se esperaba en la mayoría de las economías avanzadas. Asimismo, estas previsiones eran compatibles con la prolongación de la moderación de las presiones inflacionistas que ha tenido lugar en España en los últimos años —desde el 3,4% en 2023 y el 2,9% en 2024— y con la convergencia de estas hacia tasas más cercanas al 2%, que se alcanzarían en 2026.

Los desarrollos económicos, comerciales y geopolíticos más recientes han supuesto la materialización de algunos de dichos riesgos, de tal forma que las perspectivas para la actividad económica mundial de cara a los próximos trimestres están sometidas ahora, incluso en su escenario central, a una extraordinaria incertidumbre que emana de un conjunto de factores particularmente inciertos.

¹ Véase, por ejemplo, el *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internacional (FMI) de enero de 2025.

- Como se avanzó en la sección 2, estas perspectivas futuras dependen, fundamentalmente:
 - de cómo se resuelvan las actuales tensiones comerciales —con los «aranceles recíprocos» establecidos por Estados Unidos el 2 de abril en suspenso y a la espera del resultado de las negociaciones bilaterales con los países afectados tras el período de 90 días fijado, todavía en curso—;
 - de cómo todo ello afecte a / interactúe con el comportamiento de los mercados financieros internacionales —que, después de las correcciones en ambas direcciones que han experimentado en las últimas semanas, aún muestran valoraciones en algunos activos con riesgo relativamente elevadas (véase gráfico 2.8)—, y
 - del grado de confianza con el que los agentes económicos toman sus decisiones de gasto e inversión —en un contexto de muy elevada incertidumbre sobre el devenir de las políticas económicas en muchos países sistémicos (véase gráfico 2.4.a)—.
- Desde la perspectiva europea y española, otro factor relevante que puede condicionar el dinamismo de la actividad y de los precios futuros es la posibilidad de que se produzca, en los próximos trimestres, un impulso significativo del gasto en defensa en la UE y del gasto en defensa e infraestructuras en Alemania, aspectos ambos sobre los que aún no existe suficiente grado de detalle.

Estimar el posible impacto macroeconómico de este conjunto de factores resulta especialmente complejo no solo porque se desconocen algunos detalles fundamentales sobre estos, sino también porque no es evidente a través de qué canales afectarán a la actividad económica. Por ejemplo, en el ámbito comercial, se desconocen los siguientes aspectos clave:

- En primer lugar, dado que el período de negociación de 90 días establecido tras el anuncio de los aranceles recíprocos por parte de Estados Unidos aún no ha terminado, se desconocen la magnitud, el alcance y la duración de los aranceles que Estados Unidos podría acabar fijando a sus importaciones del resto del mundo. Del mismo modo, tampoco se puede precisar en este momento qué medidas de respuesta terminarán desplegando los países eventualmente afectados por estos aranceles.
- En segundo lugar, aunque el conflicto arancelario ha estado concentrado hasta el momento en los bienes, no puede descartarse una escalada de este que acabe afectando también al comercio internacional de servicios. Por otra parte, hasta la fecha, el conflicto arancelario se ha centrado en el nivel de los aranceles bilaterales entre Estados Unidos y otras economías mundiales. En este sentido, no se han producido recientemente cambios significativos en la política comercial bilateral entre otros terceros países. Sin embargo, estos cambios podrían llegar a producirse, lo que alteraría de forma apreciable los actuales patrones de comercio internacional. Esto podría suceder, por ejemplo, si se reforzaran algunas alianzas comerciales regionales o, en sentido contrario, si algunos países elevaran sus aranceles frente a terceros para evitar que estos reorienten hacia su economía los flujos comerciales que ya no dirigen a Estados Unidos.

- En tercer lugar, no es evidente a través de qué canal acabará teniendo el conflicto comercial una mayor incidencia sobre la actividad y los precios. En principio, un incremento de los aranceles constituye una perturbación de oferta negativa para el país que los establece —que ve encarecidas sus importaciones— y una perturbación de demanda negativa para aquellos países que los soportan. Como consecuencia de ello, la literatura académica sugiere que el nivel de actividad económica global podría verse afectado negativamente, mientras que el impacto sobre la inflación sería más ambiguo y heterogéneo por países dependiendo, entre otros factores, del comportamiento de los tipos de cambio y de los márgenes empresariales. Pero este solo es uno de los canales a través de los que los aranceles pueden afectar a la actividad. Como se pudo observar en las primeras semanas de abril, esta perturbación también puede transmitirse, de forma particularmente intensa, a través de un deterioro en la confianza de los agentes o de la evolución de los mercados y de las condiciones financieras (véase sección 2.2.2). Si este fuera el caso, el descenso de los niveles de actividad podría ser mayor y aumentarían las presiones deflacionistas asociadas a esta perturbación. En sentido contrario, no puede descartarse que el incremento arancelario llegue a causar disrupciones en las cadenas globales de producción y suministros, en cuyo caso, como sucedió en algunas fases de la pandemia de COVID-19, las presiones inflacionistas podrían ser mayores.

Con el propósito de arrojar algo de luz sobre estos posibles impactos macroeconómicos, en las próximas subsecciones se procede de la siguiente manera:

- La sección 4.1.2 describe la exposición comercial de la economía española a Estados Unidos, país que está liderando los cambios en materia arancelaria a nivel internacional.
- En un entorno tan complejo y con tantos elementos inciertos, la sección 4.1.3 simula, empleando varios modelos de equilibrio general, la posible reacción de la economía mundial, europea y española ante distintos escenarios hipotéticos en cuanto a la evolución de los aranceles, de los mercados financieros internacionales y del nivel de incertidumbre.
- Por su parte, la sección 4.1.4 plantea la posibilidad de un mayor gasto en defensa y en infraestructuras en la UE y los principales factores que podrían condicionar su eventual impacto macroeconómico.
- Por último, con una perspectiva temporal más amplia, la sección 4.1.5 aborda en qué medida algunos de los riesgos actuales pueden enmarcarse en un proceso más profundo y estructural de cuestionamiento del multilateralismo en las relaciones internacionales y del proceso de globalización, y las posibles implicaciones que estos desarrollos podrían tener a largo plazo.

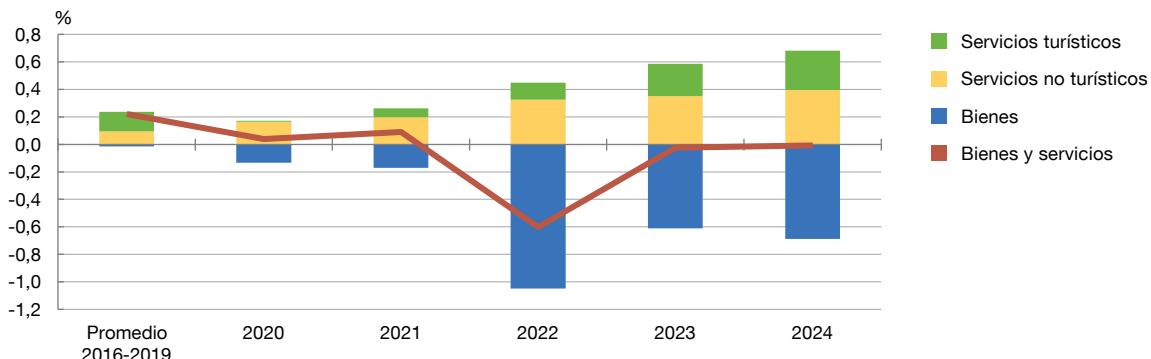
4.1.2 Grado de exposición de la economía española a los aranceles de Estados Unidos

España mantiene una balanza comercial equilibrada con Estados Unidos y una exposición directa limitada, aunque esta es algo más elevada en algunos sectores concretos.

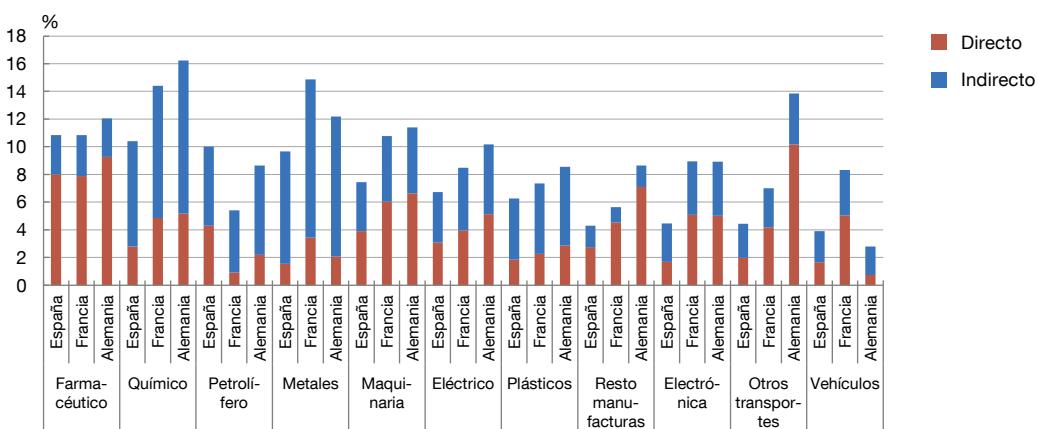
Gráfico 4.1

En la última década, la balanza comercial de España con Estados Unidos ha estado cerca del equilibrio, con un déficit en el comercio de bienes y un superávit en el de servicios

4.1.a Evolución reciente de la balanza comercial de España con Estados Unidos



4.1.b Valor añadido exportado a distintos países, por ramas de la industria manufacturera (a)



FUENTES: Banco de España, Banco Central Europeo y Eurostat-FIGARO.

a Se muestran solo aquellas ramas cuya exposición directa e indirecta supera el 8 %. La exposición directa muestra el porcentaje de las exportaciones directas a Estados Unidos sobre la producción total de cada sector. La suma de la exposición directa y la indirecta muestra el porcentaje del valor añadido bruto de cada sector involucrado en las exportaciones directas del propio sector, así como en el suministro de insumos intermedios a otros exportadores a Estados Unidos.



- En la última década, la balanza comercial de España con Estados Unidos ha estado cerca del equilibrio (véase gráfico 4.1.a). Esto se debe a un superávit creciente en el comercio de servicios —de más de 10.000 millones de euros en 2024—, que es contrarrestado por un déficit en el comercio de bienes que, desde 2022, ha aumentado de forma apreciable como consecuencia del incremento de las importaciones energéticas.
- En todo caso, el volumen del comercio exterior español con Estados Unidos —medido como la ratio de importaciones más exportaciones sobre el PIB— es ligeramente superior al 4 % del PIB. Una cifra que es sensiblemente inferior a la que se observa en otras de las grandes economías de la UEM, como Alemania —superior al 7 %— o Italia —mayor del 5 %—. Estos países registran, además, un importante superávit comercial con la economía estadounidense, en particular en el comercio de bienes.

- De acuerdo con los datos sobre comercio exterior de Aduanas, en 2024 los productos más exportados desde España hasta Estados Unidos fueron los siguientes: i) la maquinaria y el equipo de transporte —27 % del total de las exportaciones a Estados Unidos, sobre todo aparatos y artefactos eléctricos—; ii) otros bienes manufacturados —26 %—, y iii) los productos químicos —19 %, sobre todo los farmacéuticos y los aceites esenciales—. Además, algunos productos alimenticios también tuvieron un peso relativamente importante, como el aceite de oliva, que supuso algo más del 5 % de las exportaciones totales, y el vino, cerca del 2 %.
- Por otra parte, en términos del peso de las exportaciones a Estados Unidos en el total de las exportaciones de cada sector, los sectores más expuestos son los siguientes: i) los minerales no metálicos —con algo más del 12 % de sus exportaciones orientadas hacia Estados Unidos—; ii) la maquinaria y el equipo —10 %—; iii) el material y el equipo eléctrico —8,5 %—, y iv) otro material de transporte —con casi el 8 %—.
- En cuanto a los bienes importados de Estados Unidos, destacaron: i) los productos energéticos —que representaron el 33 % del total de las importaciones de Estados Unidos en 2024, en especial el petróleo y el gas natural—; ii) los productos químicos —29 %, fundamentalmente farmacéuticos—, y iii) la maquinaria y el equipo de transporte —19 %, en particular aviones y otras aeronaves, partes y piezas, y maquinaria y motores no eléctricos—.

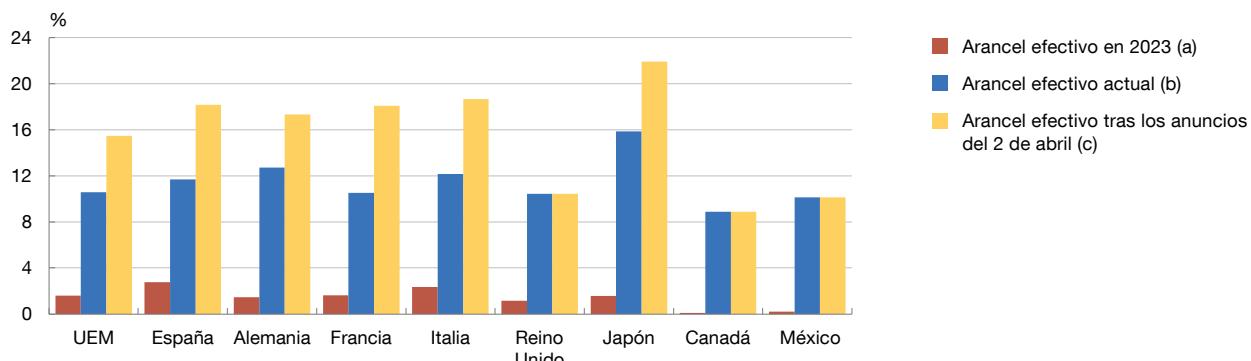
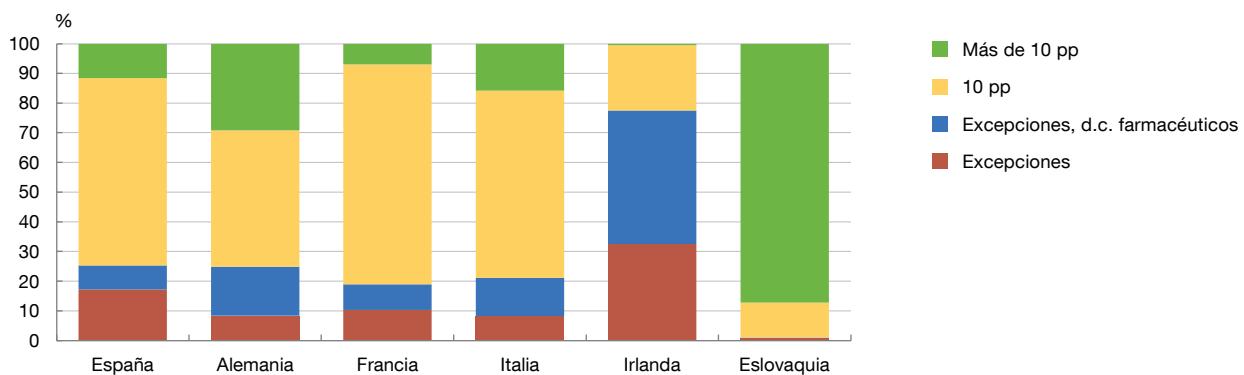
No obstante, la exposición indirecta de España a Estados Unidos es mayor debido a la integración de nuestra economía en las cadenas globales de valor.

- La economía española, por su integración en las cadenas globales de valor, se encuentra también expuesta de forma indirecta a la demanda de la economía estadounidense a través de las exportaciones españolas de bienes intermedios —como componentes de automóviles, por ejemplo— a otros países, que luego forman parte de productos finales que dichos países exportan a Estados Unidos.
- Este canal indirecto eleva la exposición de la economía española a Estados Unidos de forma particularmente relevante para algunos sectores industriales. En especial, las industrias españolas cuyo valor añadido está más expuesto a la demanda de Estados Unidos son las vinculadas a los sectores farmacéutico y químico, el petróleo y los metales (véase gráfico 4.1.b). En todo caso, estas exposiciones son sensiblemente inferiores a las que presentan otros grandes países de la UEM y la economía europea en su conjunto.

En 2023, antes de los últimos giros de la política comercial estadounidense, el arancel efectivo medio que la economía española soportaba en sus exportaciones hacia dicho país era del 3 %.

- El arancel efectivo medio que soporta un país cuando exporta a Estados Unidos depende, por un lado, de los aranceles vigentes para cada producto específico y, por otro, del volumen de exportaciones que este país realice a Estados Unidos de cada uno de dichos productos. En otras palabras, es el resultado de multiplicar el arancel de cada producto por el peso relativo de dicho producto en las exportaciones totales del país a Estados Unidos.

Gráfico 4.2

Aranceles medios efectivos**4.2.a Aranceles aplicados al área del euro y a otras economías****4.2.b Cuota de exportaciones a Estados Unidos afectadas por distintos incrementos en los aranceles actuales**

FUENTES: CEPII-BACI, Organización Mundial del Comercio, US Trade Census y Banco de España.

- a Nivel del arancel efectivo vigente en 2023.
- b Nivel del arancel actual, calculado suponiendo: i) un arancel universal del 10 % aplicado a la mayoría de los productos —con excepciones para algunos productos publicados en el anexo II de la orden ejecutiva que regula los aranceles recíprocos, como los farmacéuticos y los electrónicos—; ii) aranceles del 25 % sobre el aluminio y el acero, así como sobre los coches y sus componentes, y iii) diversas salvedades que afectan a Canadá y México (exenciones para los flujos comerciales que califican para la aplicación del tratado comercial USMCA, con la excepción del acero y el aluminio; aranceles del 10 % para la energía y la potasa de Canadá y la potasa de México; exenciones sobre productos del anexo II de la orden ejecutiva que regula los aranceles recíprocos, como los farmacéuticos y los electrónicos; los demás productos están sujetos al 25 %).
- c Nivel del arancel en caso de activación de los «aranceles recíprocos» anunciados el 2 de abril.



- De este modo, aunque la Administración estadounidense imponga un arancel único —por producto— a todas las exportaciones europeas, el arancel efectivo medio que soporta cada país de la UE será diferente en función de la composición sectorial de sus exportaciones a Estados Unidos.
- Pues bien, en 2023 el arancel efectivo medio que la economía española soportaba en sus exportaciones hacia Estados Unidos era del 3 % (véase gráfico 4.2.a), por encima del que soportaban las principales economías europeas. Esto se debía al hecho de que, entre los sectores más relevantes para las exportaciones españolas a Estados Unidos, estaban algunos, como el de vehículos, el de productos cerámicos y el de productos químicos²,

² Estas categorías sumaban el 15 % de las exportaciones de España a Estados Unidos en 2023.

gravados por aranceles particularmente elevados —del 12,5 %, el 8,2 % y el 5,1 %, respectivamente—. En cambio, las exportaciones de Alemania estaban dominadas principalmente por cuatro sectores³ cuyos aranceles se situaban entre el 0 % y el 2 %. Cabe destacar, además, que en el caso del sector de vehículos el arancel efectivo aplicado a España —del 12,5 %— era muy superior al aplicado a Alemania —del 2,2 %—, pues la mayoría de las exportaciones españolas hacia Estados Unidos están relacionadas con una categoría particular de vehículos pequeños para el transporte de bienes, gravada por un arancel del 25 %, muy superior al arancel del 2,5 % aplicado en 2023 a los vehículos para el transporte de personas.

Sin embargo, en el escenario arancelario actual, el arancel efectivo medio que la economía española soporta en sus exportaciones hacia Estados Unidos ha aumentado hasta el 12 %.

- A efectos de calcular el arancel efectivo medio actual para las principales economías mundiales frente a Estados Unidos, se considera lo siguiente: i) un arancel universal del 10 % aplicado a la mayoría de los productos —con excepciones para algunos productos, como los farmacéuticos y los electrónicos, contempladas en el anexo II de la orden ejecutiva que regula los aranceles recíprocos—; ii) aranceles del 25 % sobre el aluminio y el acero, así como sobre los coches y sus componentes, y iii) diversas salvedades que afectan a Canadá y México⁴.
- En este caso, el arancel efectivo medio que la economía española soporta en sus exportaciones hacia Estados Unidos es del 12 % (véase gráfico 4.2.a). Las categorías de productos que más contribuyen a esta subida arancelaria son la maquinaria, los aparatos mecánicos, el equipamiento eléctrico y los vehículos (véase gráfico 4.3).
- En este escenario, entre los principales países de la UEM, el país más afectado es Alemania, para el cual el 29 % de las exportaciones hacia Estados Unidos están sujetas a una subida arancelaria superior a 10 puntos porcentuales (pp) (véase gráfico 4.2.b). Esto se debe a la prominencia de los vehículos y la maquinaria en sus exportaciones hacia Estados Unidos⁵. Por otra parte, países como Irlanda, cuyas exportaciones hacia Estados Unidos incluyen muchos productos farmacéuticos, que quedan exentos de los aranceles actuales, están sujetos, de momento, a una menor subida en el arancel efectivo.

Si finalmente llegaran a implementarse los aranceles recíprocos que la Administración estadounidense anunció el pasado 2 de abril, el arancel efectivo medio que la economía española soportaría en sus exportaciones a este país aumentaría aún más, hasta el 18 %.

3 Estas categorías sumaban el 70 % de las exportaciones de Alemania a Estados Unidos en 2023.

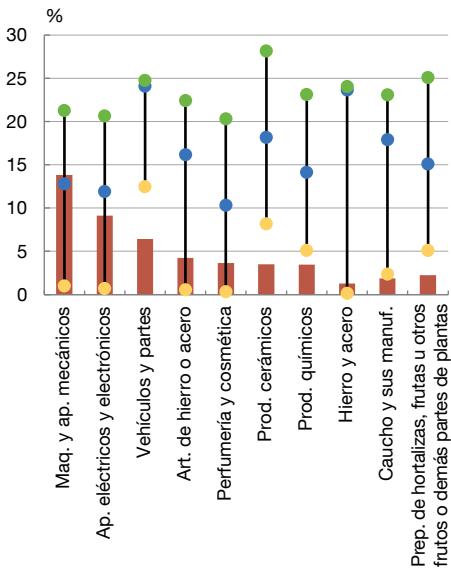
4 Están exentos los flujos comerciales que califican para la aplicación del tratado comercial USMCA, con la excepción del acero y el aluminio. Están sujetos a un arancel reducido las exportaciones de energía y potasa de Canadá y las de potasa de México. Están exentos los productos publicados en el anexo II de la orden ejecutiva que regula los aranceles recíprocos, como algunos productos farmacéuticos y electrónicos. Todos los demás productos suportan un arancel del 25 %.

5 Estos sectores constituyen, respectivamente, el 23 % y el 21 % de las exportaciones alemanas a Estados Unidos y están sujetos en la actualidad a subidas arancelarias de 21 pp y 12 pp.

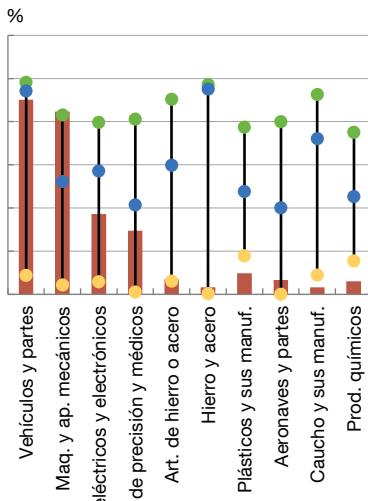
Gráfico 4.3

Productos que más contribuyen al cambio de aranceles

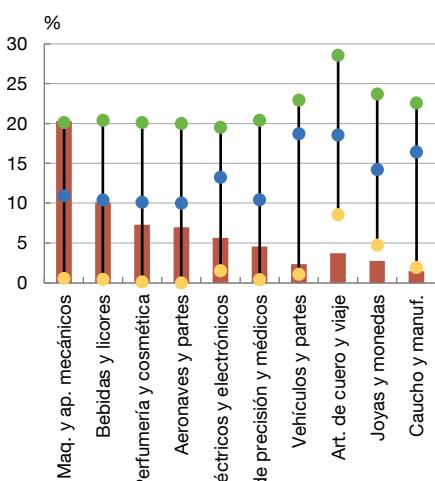
4.3.a España



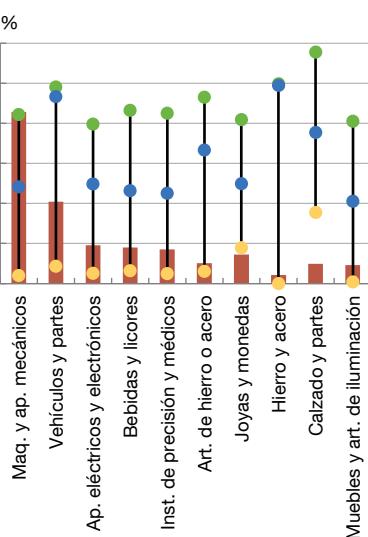
4.3.b Alemania



4.3.c Francia



4.3.d Italia



FUENTES: CEPII-BACI, Organización Mundial del Comercio, US Trade Census y Banco de España.

- a Nivel del arancel en caso de activación de los «aranceles recíprocos» anunciados el 2 de abril.
- b Nivel del arancel actual, calculado suponiendo: i) un arancel universal del 10% aplicado a la mayoría de los productos —con excepciones para algunos productos publicados en el anexo II de la orden ejecutiva que regula los aranceles recíprocos, como los farmacéuticos y los electrónicos—; ii) aranceles del 25% sobre el aluminio y el acero, así como sobre los coches y sus componentes, y iii) diversas salvaguardias que afectan a Canadá y México (exenciones para los flujos comerciales que califican para la aplicación del tratado comercial USMCA, con la excepción del acero y el aluminio; aranceles del 10% para la energía y la potasa de Canadá y la potasa de México; exenciones sobre productos del anexo II de la orden ejecutiva que regula los aranceles recíprocos, como los farmacéuticos y los electrónicos; los demás productos están sujetos al 25%).
- c Nivel del arancel efectivo vigente en 2023.



- Como se expuso en la sección 2.1, en dicho escenario todos los países de la UE afrontarían un arancel específico del 20 %, 10 pp superior al considerado en el escenario anterior.
- Como consecuencia de ello, el arancel efectivo medio de la economía española aumentaría hasta el 18 % (véase gráfico 4.2.a). De entre las cuatro principales economías de la UEM que estarían sometidas a un arancel efectivo medio mayor que el del promedio de la región, Alemania sería la que experimentaría un menor incremento arancelario en este escenario. Esto es así debido a que sus exportaciones se concentran, en mayor medida, en las categorías de vehículos y componentes, que ya están afectadas en la actualidad por aranceles del 25 %.
- Aunque no se muestra en el gráfico 4.2.a, es importante reseñar que, en todos los casos contemplados anteriormente, China es la economía mundial que enfrenta un mayor arancel efectivo medio en sus exportaciones hacia Estados Unidos. Así, en 2023 dicho arancel ascendía al 10 %, mientras que, tras los últimos anuncios de la Administración estadounidense, este se situaría por encima del 120 %.

En cualquier caso, el impacto final de un incremento de los aranceles sobre el volumen de exportaciones de las empresas españolas dependerá, entre otros factores, de la sensibilidad de la demanda de bienes estadounidense al precio, de la capacidad de las empresas españolas (y de las del resto del mundo) para ajustar sus márgenes y de la posibilidad de que estas encuentren mercados de exportación alternativos a Estados Unidos o puedan recomponer su oferta de productos.

- En cuanto a la elasticidad de la demanda al precio, la literatura académica sugiere que esta es relativamente reducida cuando se trata de productos con un mayor valor añadido o más diferenciados, que, por tanto, son más difíciles de sustituir⁶. En este sentido, Rauch (1999) categoriza los productos en el comercio internacional según su grado de diferenciación. De acuerdo con esta categorización, entre los productos más exportados por España a Estados Unidos se encuentran algunos productos diferenciados, como los farmacéuticos y los aparatos eléctricos, pero también otros con mayor sustituibilidad, como el vino y el aceite de oliva. No obstante, hay diferencias dentro de cada producto. Por ejemplo, en el caso del aceite de oliva, la elasticidad es más elevada para aquellos exportadores cuya estrategia competitiva se basa en los precios.
- La capacidad de las empresas para ajustar sus márgenes también presentará, previsiblemente, una considerable heterogeneidad por tipo de empresa, sector y producto. En todo caso, un trabajo del Banco de España (Gutiérrez y Martín Machuca, 2021) que analiza la elasticidad de las exportaciones nominales españolas a cambios en los aranceles durante el período 1995-2019 pone de manifiesto que, en promedio, el impacto negativo de

⁶ Véanse, por ejemplo, Fontagné, Guimbard y Orefice (2022) y Soderberry (2018).

un aumento arancelario sobre las ventas nominales se concentra fundamentalmente en la cantidad exportada y no en el precio⁷.

- Por otra parte, algunos estudios sugieren que las empresas exportadoras tienen, en general, una notable capacidad de adaptación a los incrementos arancelarios. Así, por ejemplo, Gutiérrez, Lacuesta y Martín-Machuca (2024) estudian el impacto del *brexit* en los flujos comerciales de las empresas españolas y encuentran que aquellas más expuestas al mercado británico consiguieron una sustitución de mercados casi completa, principalmente hacia otros países europeos. En el mismo sentido, Minondo (2023) y Gutiérrez (2023) también observan una elevada capacidad de adaptación de las empresas españolas en respuesta a los aranceles que Estados Unidos impuso a la UE entre octubre de 2019 y marzo de 2021, mediante reajustes en los productos ofertados.

Por último, es importante destacar que, si bien el conflicto arancelario actual está centrado, por el momento, en los bienes, esto no implica que la actividad de los servicios no vaya a verse afectada.

- En efecto, aun cuando no se apliquen aranceles al comercio internacional de servicios, un incremento de los aranceles a los bienes también afectará, probablemente, al nivel de actividad en las ramas de los servicios (véase sección 4.1.3). Esto es así porque el contenido de servicios en las exportaciones de manufacturas es significativo. En particular, de acuerdo con la última información disponible de la base de datos [Trade in Value Added \(TiVA\)](#), de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, el contenido de servicios nacionales en las exportaciones de manufacturas españolas ascendió a algo más del 20 % en 2020 —cifra que compara con algo más del 25 % en las exportaciones de manufacturas de la UEM—, mientras que el contenido de servicios extranjeros supuso casi el 15 % —5 pp más que en la UEM—.
- Por otra parte, los acontecimientos recientes también podrían afectar al sector turístico, ámbito en el que la economía española registra un amplio superávit tanto con respecto al resto del mundo como en relación con Estados Unidos⁸ —del 4,2 % y el 0,3 %⁹ del PIB, respectivamente, en 2024—.

7 En esta línea, diversos estudios muestran que, en respuesta a los aranceles, los precios de los exportadores no suelen experimentar variaciones significativas. Véanse, por ejemplo, Amiti, Redding y Weinstein (2019) y Fajgelbaum, Goldberg, Kennedy y Khandelwal (2020). No obstante, los resultados obtenidos por Cavallo, Gopinath, Neiman y Tang (2021), al analizar el impacto de los aranceles impuestos por China en 2018, revelan que los exportadores estadounidenses sí respondieron ajustando sus precios. Este ajuste se atribuye a que los aranceles se dirigieron a productos no diferenciados.

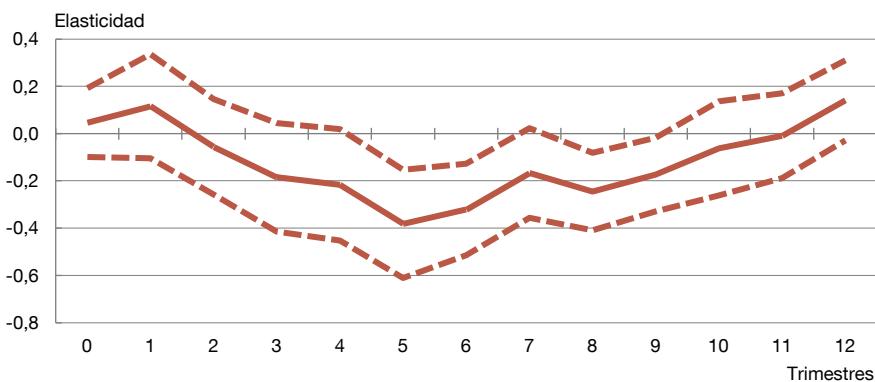
8 De acuerdo con Frontur y Egatur, en 2024 llegaron a España más de cuatro millones de turistas estadounidenses —la cifra más alta registrada desde 1999 y que convierte a Estados Unidos en el principal país no europeo emisor de turistas hacia España—; unos turistas para los que el gasto medio por persona y la estancia media en España son mayores que los que se observan para el turista promedio en nuestro país.

9 El superávit de España frente a Estados Unidos en términos de la balanza comercial de servicios no turísticos es incluso mayor —del 0,4 % (véase gráfico 4.1.a)—. Así, de acuerdo con los datos de Balanza de Pagos, del total de servicios exportados a Estados Unidos en 2024, un 68 % correspondieron a servicios no turísticos. Los servicios empresariales supusieron casi el 40 % de las exportaciones de servicios no turísticos a Estados Unidos, seguidos de los servicios de telecomunicaciones e informática —23 % del total— y de los servicios de transporte —10 % del total—.

Gráfico 4.4

Los flujos turísticos hacia España se ven influidos por las dinámicas del tipo de cambio

4.4.a Respuesta de las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros en España a una apreciación del tipo de cambio (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Apreciación del tipo de cambio del 1 % frente al dólar, en impacto. Metodología de *local projections* con bandas de confianza al 90 %.



- En primer lugar, en la medida en que dichos acontecimientos pueden acabar teniendo un impacto adverso sobre la actividad económica mundial (véase sección 4.1.3) y, por ende, sobre la demanda global de los servicios turísticos.
- En segundo lugar, ya que, como consecuencia principalmente del actual conflicto arancelario, se ha producido recientemente una notable apreciación del euro frente al dólar —del 7,5 % en lo que va de año—, pero también en términos efectivos nominales —del 2 % el mismo período—. Esto podría suponer una cierta pérdida de competitividad para el sector turístico español, que afectaría negativamente a las llegadas de turistas extranjeros a nuestro país o a su nivel de gasto durante su estancia. En efecto, la evidencia empírica apunta a que una apreciación del euro suele incidir negativamente, si bien con un retardo de aproximadamente un año y medio, sobre el volumen de pernoctaciones hoteleras de los turistas extranjeros en nuestro país, un efecto que es particularmente acusado en el caso de los turistas estadounidenses (véase gráfico 4.4).

4.1.3 Impacto macroeconómico de distintos escenarios comerciales hipotéticos

En esta sección se ilustra, de forma tentativa, el potencial impacto que distintos escenarios comerciales hipotéticos podrían tener sobre el PIB y la inflación de Estados Unidos, el área del euro, España y China.

- Para ello se emplean dos modelos multipaís de equilibrio general:

- el modelo NiGEM, que incluye a la mayoría de las economías del planeta, pero que no tiene desglose sectorial, y

- el modelo multisectorial del Banco de España¹⁰, que considera un número más reducido de países o bloques —concretamente, ocho países/regiones en los ejercicios que se muestran a continuación—, pero que dispone de un detallado desglose sectorial, que permite incorporar en el análisis el papel que desempeñan los consumos intermedios y las cadenas de producción.
- Se consideran cuatro escenarios comerciales alternativos¹¹:
- Escenario 1 (o «10 % universal»): se fija un arancel del 10 % a todas las importaciones de bienes que hace Estados Unidos del resto del mundo, excepto a las relacionadas con productos energéticos. Este es un escenario que no difiere significativamente del que está vigente en la fecha de cierre de este Informe —salvo por los aranceles que afectan a las exportaciones chinas a Estados Unidos, que se sitúan en el 145 %—, durante el período de 90 días en el que los aranceles recíprocos que se anunciaron el pasado 2 de abril están en suspenso.
 - Escenario 2 (o «2-abril»): se consideran los aranceles recíprocos que la Administración estadounidense anunció el día 2 de abril. Así, por ejemplo, el arancel se fija en el 54 % para las importaciones procedentes de China, en el 20 % para las de la UE y en cerca del 50 % para las del resto del sudeste asiático. Nótese que, bajo este escenario, si bien las exportaciones europeas/españolas perderían una considerable competitividad en el mercado estadounidense frente a los productores nacionales, la ganarían, en cambio, en dicho mercado frente a los exportadores de China y del sudeste asiático, cuyos aranceles recíprocos son mayores.
 - Escenario 3 (o «con represalias»): a partir del escenario 2, se asume que, en respuesta a los aranceles establecidos por Estados Unidos, el resto de las economías mundiales elevan de forma simétrica sus aranceles frente a las exportaciones estadounidenses.
 - Escenario 4 (o «guerra comercial EEUU-China»): a partir del escenario 3, se añade una escalada en el conflicto arancelario entre Estados Unidos y China, de forma que, solo entre estas dos economías, se fija un arancel recíproco del 145 %.
- Además, por separado, se simulan con el NiGEM dos escenarios alternativos en los que, como sucedió en las primeras semanas de abril, se produce un acusado incremento de la incertidumbre y un marcado deterioro de las condiciones financieras a escala global¹². Fenómenos, ambos, que pueden amplificar el impacto adverso del conflicto comercial sobre la actividad.

10 Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana (2025).

11 Estos escenarios alternativos se construyen a partir de un escenario base en el que se asume lo siguiente: i) los aranceles se mantienen en su nivel anterior a marzo de 2025; ii) no se produce un endurecimiento de las condiciones financieras, y iii) los agentes económicos no modifican sus decisiones de consumo e inversión en respuesta a la creciente incertidumbre.

12 Estos escenarios de amplificación se formulan de manera independiente. No obstante, en realidad, es frecuente que el canal financiero y el de confianza/incertidumbre estén interrelacionados. Así, un aumento de la incertidumbre no solo afecta a las decisiones de consumo e inversión de los agentes económicos, sino que también suele provocar una reacción en los mercados financieros. De manera similar, una perturbación financiera negativa en los mercados de capitales puede influir de forma adversa en los niveles de confianza de los agentes económicos y en sus decisiones de consumo e inversión.

- Escenario «canal de amplificación financiera»: se calibra a partir del aumento observado entre los días 2 y 8 de abril en las rentabilidades de las deudas soberanas y en los diferenciales corporativos, y de las caídas que registraron los principales índices bursátiles durante el mismo período. Como se menciona en la sección 2.2.2, en este episodio de turbulencias, el endurecimiento de las condiciones financieras fue más pronunciado en Estados Unidos que en otras economías avanzadas y emergentes.
- Escenario «canal de amplificación vía incertidumbre»: se calibra a partir del aumento observado en el índice de incertidumbre sobre las políticas económicas en Estados Unidos y en Europa durante el mes de abril.

Los resultados de estas simulaciones permiten extraer las siguientes conclusiones:

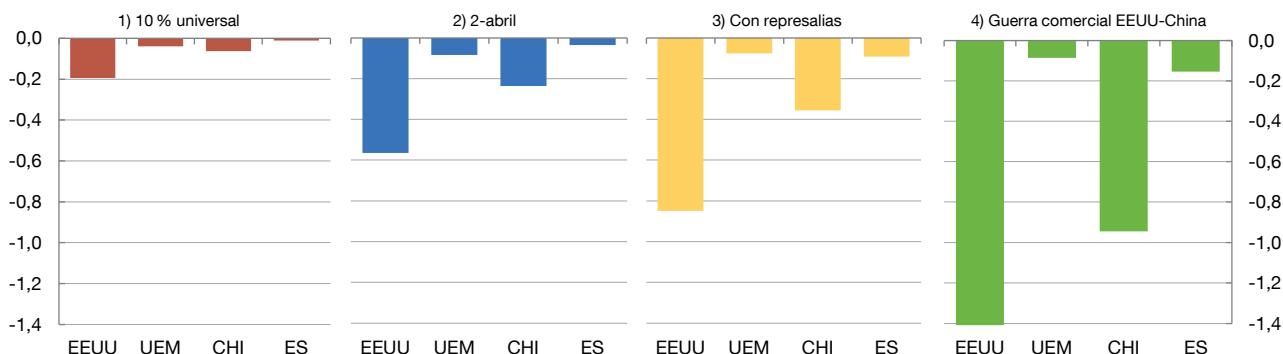
- En los cuatro escenarios comerciales contemplados, el aumento de los aranceles ejerce una presión a la baja sobre el dinamismo de la actividad económica global (véase gráfico 4.5.a)¹³; un impacto adverso que, en general, crece con el nivel de los aranceles y que, por tanto, es más negativo —todo lo demás constante— cuando los países afectados por los aranceles estadounidenses despliegan represalias.
- El impacto negativo sobre la actividad del conflicto comercial es significativamente mayor en Estados Unidos que en el resto de las economías consideradas, excepto en el caso de una guerra comercial entre Estados Unidos y China, en el que China también experimentaría una sensible contracción del PIB. En cambio, el impacto sobre el PIB de la UEM y de la economía española sería relativamente acotado en los escenarios 1-4.
- La imposición de aranceles por parte de Estados Unidos genera un retroceso tanto de sus importaciones como, dado su tamaño, del comercio global. En particular, en el escenario «2-abril», este factor explicaría en torno a la mitad del empeoramiento de la balanza comercial de la UEM y un tercio del registrado en la de España. Por otro lado, los modelos prevén un desplazamiento del comercio entre países fuera de Estados Unidos. Así, se moderarían las exportaciones de España y de la UEM a China, mientras que aumentarían las importaciones europeas de este país, en parte por la depreciación del renminbi frente al euro.
- En todo caso, para España y la UEM, el impacto negativo sobre el PIB de un endurecimiento de las condiciones financieras o de un incremento de la incertidumbre, que fueran provocados —como a principios de abril— por la escalada del conflicto comercial, sería cuantitativamente más importante que el deterioro de la actividad que causaría el aumento de los aranceles si esta perturbación solo se transmitiera a través del canal comercial (véanse gráficos 4.5.a y 4.6.a). Este resultado pone de relieve la importancia de los canales

13 Los gráficos muestran el impacto promedio de los dos modelos considerados y durante los tres primeros años tras la aprobación de los aranceles.

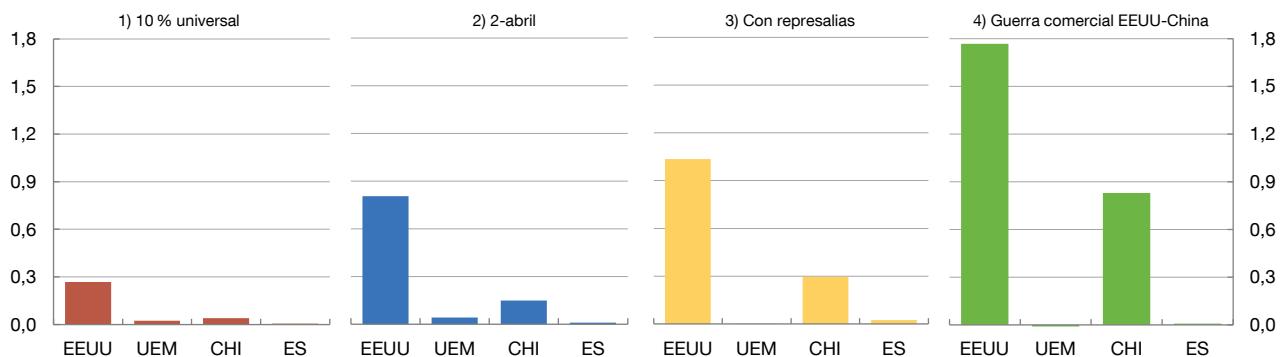
Gráfico 4.5

El aumento de aranceles reduce de forma significativa el crecimiento e incrementa la inflación de Estados Unidos y, aunque en menor medida, de China. El efecto sobre España y la UEM es mucho menor (a)

4.5.a Impacto sobre el PIB (desviación porcentual respecto al escenario base)



4.5.b Impacto sobre la tasa de inflación (desviación porcentual respecto al escenario base)



FUENTE: Banco de España usando los modelos NiGEM y multisectorial [Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana (2025)].

a) El impacto sobre el PIB y la inflación es el promedio del impacto de los dos modelos considerados durante los tres años posteriores al aumento de los aranceles.



de amplificación de una perturbación por la vía de los mercados financieros o de la confianza/certidumbre de los agentes económicos.

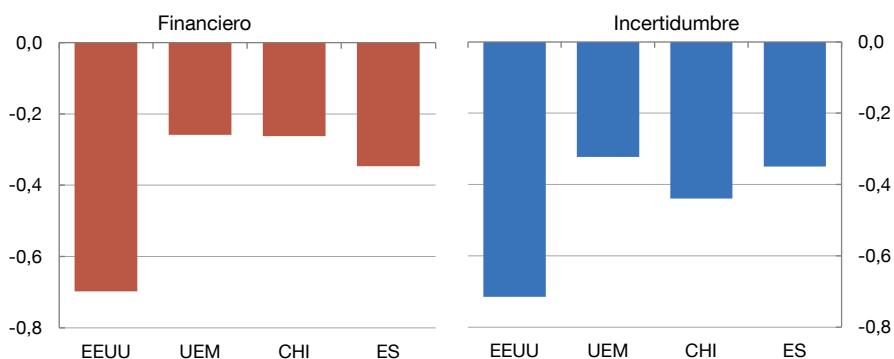
- En relación con la inflación, de nuevo, en los cuatro escenarios comerciales planteados, Estados Unidos experimentaría un impacto más adverso, en forma de mayores presiones inflacionistas (véase gráfico 4.5.b). En el área del euro y en España, en cambio, dichas presiones al alza —que vendrían motivadas, principalmente, por la depreciación que experimentaría el euro¹⁴ serían relativamente limitadas. Esto es así, fundamentalmente,

14) Si bien la depreciación del euro es un resultado común a todas las simulaciones realizadas del canal comercial y a las regularidades históricas observadas en otros episodios de turbulencias financieras, es importante tener en cuenta que uno de los aspectos más inusuales en el reciente episodio de turbulencias en los mercados financieros internacionales —tras el anuncio de los aranceles recíprocos por parte de Estados Unidos— ha sido la depreciación del dólar frente a las principales divisas mundiales. Esto respondería, fundamentalmente, al funcionamiento de los canales de amplificación financiera / confianza que también se discuten en esta sección.

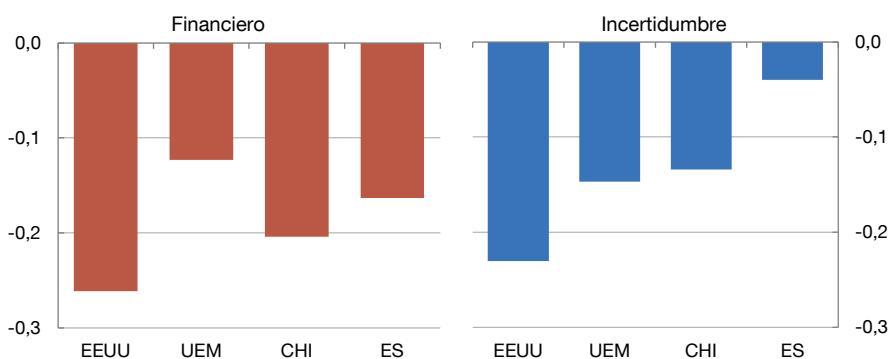
Gráfico 4.6

Los canales financiero y de incertidumbre reducen de forma significativa el PIB y la inflación en todos los países (a)

4.6.a Impacto sobre el PIB (desviación porcentual respecto al escenario base)



4.6.b Impacto sobre la tasa de inflación (desviación porcentual respecto al escenario base)



FUENTE: Banco de España usando el modelo NiGEM.

a El impacto sobre el PIB y la inflación es el promedio del impacto durante los tres años posteriores al aumento de los aranceles.



por dos factores que inducirían presiones sobre los precios en sentido contrario: los menores niveles de actividad y los efectos desviación de comercio, que desplazarían hacia España y la UEM parte de las exportaciones que otros países dejan de enviar a Estados Unidos.

- En cualquier caso, cuando el *shock* comercial se ve amplificado por el canal financiero o de incertidumbre, las presiones deflacionistas dominan en la UEM y en la economía española, mientras que el repunte de la inflación se vería mitigado parcialmente en Estados Unidos y China (véase gráfico 4.6.b).

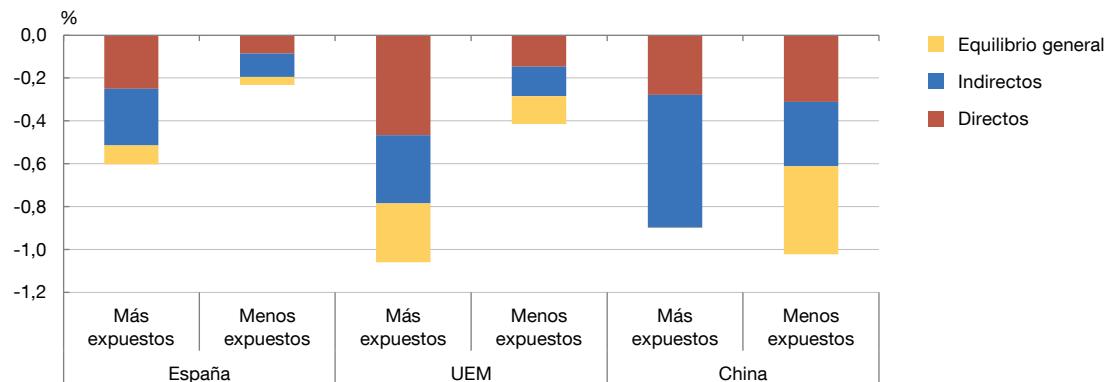
Con una perspectiva más desagregada, el aumento de aranceles de Estados Unidos afectaría de forma diferente a los distintos sectores económicos de cada país, a través de canales directos, indirectos y de equilibrio general.

- Los modelos multisectoriales que incorporan explícitamente la producción de bienes intermedios permiten distinguir entre los efectos directos —sobre las exportaciones a

Gráfico 4.7

La producción de la industria en el escenario «2-abril» se vería afectada de manera dispar en función del grado de exposición de los sectores que operan en ella, con mayores caídas en la UEM y en China que en España (a)

4.7.a Caída de la producción en distintos sectores de la industria, por canales de transmisión



FUENTE: Banco de España.

a Los sectores más expuestos de la industria son los siguientes: químico, farmacéutico, metales básicos, equipo eléctrico y maquinaria. Todos los demás sectores de la industria se incluyen dentro de los menos afectados.



Estados Unidos—, los indirectos —que reflejan efectos de segunda vuelta, a través de las cadenas de producción, provocados por la caída de la demanda en Estados Unidos— y los de equilibrio general —que incluyen los efectos económicos posteriores al ajuste de los precios relativos—.

- Las simulaciones realizadas con estos modelos confirman, en línea con lo descrito en la sección 4.1.2, que los sectores más afectados en el escenario «2-abril» son el farmacéutico —con caídas del 3 % en su producción en la UEM y del 1,5 % en España—, el químico —con caídas del 0,9 % en la UEM y del 0,5 % en España— y el de metales básicos —con caídas del 0,8 % en la UEM y del 0,5 % en España—.
- Estos sectores más afectados directamente reajustan a la baja su demanda de insumos intermedios, tanto nacionales como producidos en terceros países, propagando así el impacto económico de los aranceles a través de las cadenas de producción. Este canal indirecto afecta en mayor medida a los sectores situados en las fases iniciales de la cadena de producción, como el de los metales básicos, ya que están más expuestos a cambios en la demanda de bienes intermedios por parte de otros sectores (véase gráfico 4.7). Por el contrario, este efecto amplificador tiende a ser menor en sectores situados al final de la cadena de producción, como la industria farmacéutica. Dentro del sector servicios, las ramas más expuestas a los canales indirectos a través de las cadenas de valor son aquellas que proveen de servicios intermedios a las exportaciones de bienes, es decir, aquellas cuyo valor añadido se incorpora a dichas exportaciones. Este es el caso, por ejemplo, del transporte o de los servicios profesionales.
- Los efectos de equilibrio general, que recogen las consecuencias de los ajustes en los precios, también afectan de forma asimétrica a los distintos sectores productivos. Con

carácter general, la incidencia de estos efectos de equilibrio general en un determinado sector depende, entre otros factores, de su posición relativa en las cadenas de valor, de su grado de exposición internacional y de su capacidad para ajustar precios/márgenes.

4.1.4 Un mayor gasto en defensa e infraestructuras en la Unión Europea: factores que pueden condicionar su impacto macroeconómico

En los últimos meses, en un contexto geopolítico crecientemente complejo y en el que Estados Unidos parece querer reducir su papel como principal garante de la seguridad, defensa y orden mundial, ha ganado una considerable relevancia la necesidad de incrementar el gasto en defensa en la UE, al objeto de aumentar la autonomía europea en materia de seguridad.

- En este ámbito se enmarcan, por ejemplo, iniciativas comunitarias como los proyectos de la Estructura Permanente de Cooperación, el Fondo Europeo de Defensa, el Instrumento para el Refuerzo de la Industria Europea de Defensa mediante la Adquisición Común, la Estrategia Industrial de Defensa Europea y, más recientemente, el plan ReArm Europe Plan / Readiness 2030, cuyo objetivo principal es aumentar las capacidades militares de la UE y reforzar la industria europea de defensa.
- Este último plan se instrumenta, principalmente, mediante una flexibilización temporal del marco de reglas fiscales para acomodar un aumento del gasto en defensa, que podría generar, según la Comisión Europea, un espacio fiscal de 650.000 millones de euros en cuatro años, así como mediante un nuevo instrumento europeo de préstamo, conocido como Security Action for Europe, con una capacidad de financiación de hasta 150.000 millones de euros.
- En la fecha de cierre de este Informe, 16 países han decidido solicitar formalmente a la Comisión Europea la activación de la cláusula nacional de escape para acomodar el aumento del gasto en defensa: Alemania, Bélgica, Bulgaria, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, Estonia, Finlandia, Grecia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Portugal y República Checa. De entre el resto de las grandes economías de la región, Francia e Italia han anunciado una posible negativa a solicitar la activación de dicha cláusula, mientras que España y Países Bajos aún no han adoptado una decisión definitiva al respecto.
- Por otra parte, al margen de las iniciativas anteriores, también se están debatiendo en la actualidad algunas propuestas de financiación alternativas, como la introducción de vehículos especiales de inversión para adquisiciones conjuntas, mecanismos mixtos de subvención y préstamo al estilo NGEU; o la creación del Mecanismo Europeo de Defensa, una nueva institución europea, inspirada en el Mecanismo Europeo de Estabilidad, con el objetivo de fomentar inversiones estratégicas, aprovechar economías de escala y construir un mercado único europeo de la industria de defensa¹⁵.

15 Wolff, Steinbach y Zettelmeyer (2025).

A la vez, en respuesta a estas mismas inquietudes geopolíticas, pero también a la notable debilidad que la economía alemana viene arrastrando en los últimos años, la nueva coalición de gobierno de este país ha acordado un fuerte impulso fiscal de cara a los próximos años, que estaría centrado en el gasto en defensa e infraestructuras.

- En concreto, el acuerdo introduce una reforma parcial del denominado «freno a la deuda» —una norma constitucional alemana que limita al 0,35 % del PIB el endeudamiento anual del Gobierno federal— para permitir que todo el gasto en defensa por encima del 1 % del PIB quede exento de dicha regla. Además, se elimina la restricción al endeudamiento de las regiones (*Länder*), hasta equipar su límite a la referida ratio del Gobierno federal.
- Por otra parte, se crea un fondo especial de 500.000 millones de euros, con una duración de 12 años, para la modernización de las infraestructuras y del capital productivo, reservándose parte de este fondo, hasta 100.000 millones de euros, para proyectos ligados a la transición climática.

En línea con estos desarrollos a nivel europeo, en España el Gobierno presentó el pasado 22 de abril el **Plan Industrial y Tecnológico para la Seguridad y la Defensa**, con un volumen de recursos cercano al 0,6 % del PIB, con el objetivo de alcanzar, ya en 2025, una ratio de gasto en defensa sobre PIB del 2 %, según los criterios establecidos por la OTAN.

- Como se apunta en la sección 3.6.3, este plan incluye la modificación de créditos presupuestarios contemplados en los Presupuestos Generales del Estado de 2023 y la reubicación de partidas inicialmente asignadas al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia para financiar distintos proyectos relacionados con la seguridad y la defensa.
- En concreto, los fondos asociados a este plan —10.471 millones de euros— se destinarán a: i) la mejora de las condiciones laborales, la preparación y el equipamiento de las Fuerzas Armadas; ii) el desarrollo y adquisición de nuevas tecnologías de telecomunicación y ciberseguridad; iii) la fabricación o compra de nuevos instrumentos de defensa y disuasión; iv) el refuerzo de las Fuerzas Armadas para la gestión de emergencias y desastres naturales, y v) la mejora de las condiciones de seguridad de las misiones de paz que actualmente España realiza en el exterior.

El impacto que este conjunto de iniciativas podría tener sobre la evolución de la actividad y los precios en la UE y en España durante los próximos trimestres vendrá determinado, además de por el gasto adicional efectivamente realizado, por una serie de factores sobre los que aún existe una considerable incertidumbre.

- Por un lado, en cuanto al gasto en defensa, la literatura académica sugiere que un mayor gasto militar tendría un impacto multiplicador sobre el crecimiento del PIB que oscilaría entre 0,6 y 1,5 —a un horizonte de 2-4 años¹⁶, mientras que su incidencia sobre las tasas

¹⁶ Véanse, por ejemplo, Antolin-Díaz y Surico (2022), Nakamura y Steinsson (2014), Ramey (2011) y Ramey y Zubairy (2018).

de inflación de los bienes y servicios de consumo sería relativamente reducida —especialmente en la medida en que este impulso fiscal podría estar más concentrado en la inversión pública, que tiene un mayor impacto positivo sobre la oferta en términos relativos—.

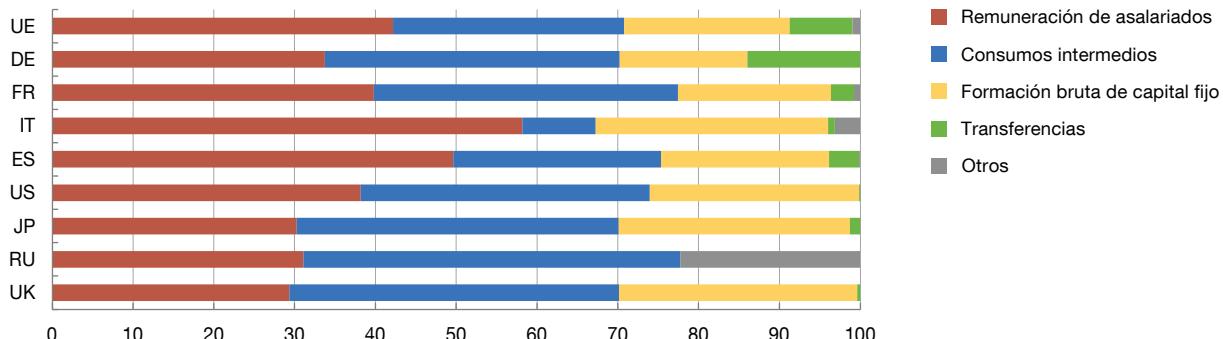
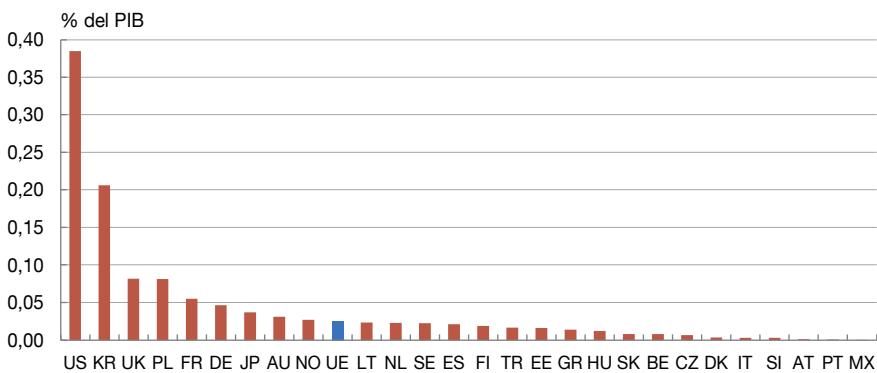
- No obstante, esta misma literatura señala que dichos impactos se ven muy condicionados, entre otros factores, por el momento en el que se materializa dicho gasto y la forma en que se financia, así como por su composición y contenido importador. En particular, el impacto de un mayor gasto en defensa es más positivo sobre los niveles de actividad cuando existe una cierta capacidad productiva infrautilizada en la economía —que puede reorientarse hacia las nuevas necesidades productivas sin que se generen cuellos de botella en el resto— y cuando este mayor gasto se financia vía deuda, se destina en un elevado porcentaje a bienes y servicios producidos nacionalmente y se concentra en actividades de investigación y desarrollo¹⁷. En relación con este último aspecto, cabe reseñar que el gasto público en defensa en la UE y en España presenta, en comparación con otras potencias mundiales, una asignación de recursos mayor hacia el gasto en personal y menor hacia la inversión en actividades de investigación y desarrollo (véase gráfico 4.8).
- En todo caso, además del volumen y de la composición del gasto en defensa que podría desplegarse en la UE en los próximos años, otro factor clave desde el punto de vista de su eficiencia y potencial impacto es el grado de coordinación europea que se alcance en todas las cuestiones relativas a esta materia —por ejemplo, en su provisión, financiación y planificación—; un aspecto que es particularmente relevante dado el carácter de bien público que tienen la defensa y la seguridad europeas¹⁸.
- Por otro lado, en cuanto al mayor gasto público en Alemania, conviene señalar dos aspectos. En primer lugar, que el tamaño del impulso fiscal anunciado, de ejecutarse plenamente, sería considerable. Así, solo el fondo para infraestructuras ya supondría un estímulo cercano al 1 % del PIB cada año. Por lo tanto, esta iniciativa podría tener un impacto apreciable al alza sobre la actividad y los precios en esta economía y también en el conjunto de la UEM. No obstante, de nuevo, el rango de los posibles multiplicadores fiscales asociados a este mayor gasto es muy amplio y depende, en gran medida, de los mismos factores mencionados anteriormente para el gasto en defensa. Así, por ejemplo, Alloza, Burriel y Pérez (2019) estiman que el efecto multiplicador sobre el PIB de las principales economías de la UEM de un impulso fiscal en Alemania —efecto desbordamiento— se situaría entre 0,2 y 0,6 al cabo de 1-3 años.
- En segundo lugar, cabe destacar que, cuando se anunció este plan fiscal en Alemania, se produjo un aumento de la rentabilidad de la deuda soberana alemana —si bien los precios de los contratos CDS mantuvieron una cierta estabilidad—¹⁹ y también del coste de la

17 Véanse, por ejemplo, Dupor y Guerrero (2017) o Ioannou et al. (2023, recuadro 16).

18 López Vicente, Rodríguez Vives y Rojas (2024).

19 Petroulakis y Saidi (2025).

Gráfico 4.8

Clasificación del gasto en defensa por categorías de gasto**4.8.a Gasto público en defensa según partida económica de destino (a)****4.8.b Gasto público presupuestado en I+D de defensa (b)**

FUENTE: Banco de España a partir de datos de Eurostat, FMI y OCDE.

- a Los datos del gráfico corresponden a 2023, excepto los de Rusia (2019) y Reino Unido (2022). El concepto «Transferencias» incluye transferencias de capital y otras transferencias corrientes. «Otros» se refiere al resto de las categorías contables, y en el caso de Rusia incluye también inversión y transferencias.
- b Los datos del gráfico corresponden a 2023, excepto los del Reino Unido (2022).



deuda de otros países europeos (véase sección 2.2.2), lo que podría mitigar los efectos desbordamiento positivos sobre el crecimiento de este estímulo fiscal. Por otra parte, dado el papel central que los títulos alemanes desempeñan en los mercados de deuda europeos, no puede descartarse que un aumento sustancial de su oferta llegue a afectar también al propio funcionamiento de dichos mercados.

4.1.5 Posibles implicaciones a largo plazo del actual contexto internacional

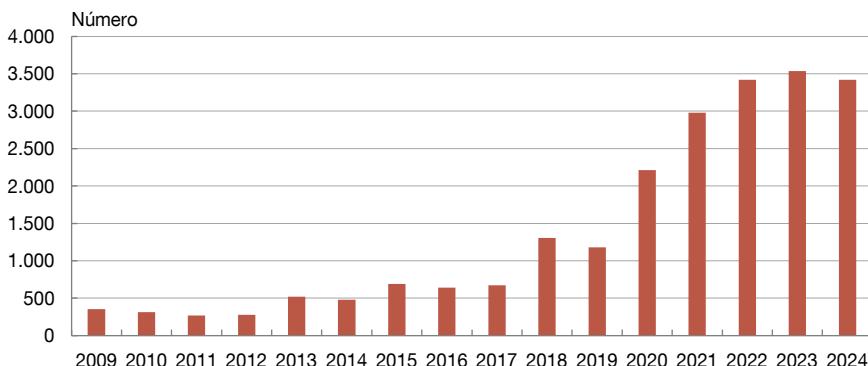
El proceso de globalización de la actividad económica mundial que ha tenido lugar en las últimas décadas ha impulsado los flujos internacionales de comercio e inversión y la difusión de tecnología, lo que ha favorecido no solo el crecimiento económico global, sino también el desarrollo de las economías emergentes²⁰. Sin embargo, en los últimos años se han venido

20 Véanse, por ejemplo, Wolf (2005) y Bhagwati (2005).

Gráfico 4.9

Medidas restrictivas del comercio y de la inversión

4.9.a Número de nuevas medidas



FUENTE: Global Trade Alert.



observando diversas dinámicas que parecen cuestionar este proceso de globalización, así como un sistema de relaciones internacionales basado en la cooperación y el multilateralismo...

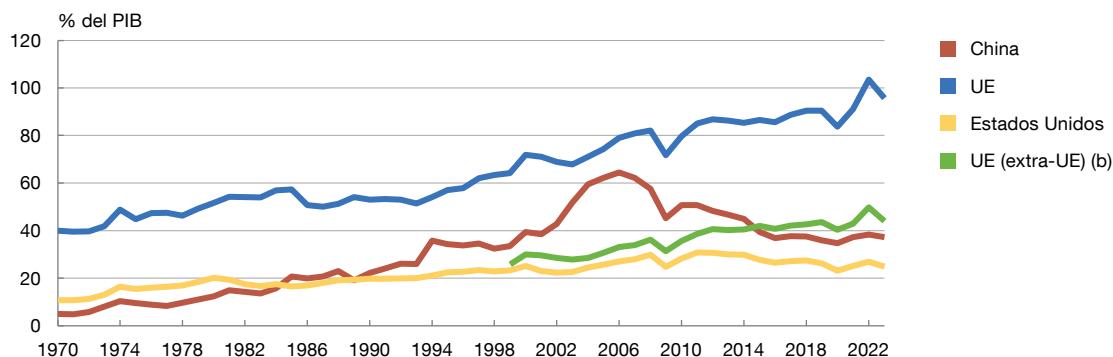
- Por un lado, en los últimos años, y especialmente desde la pandemia, las consideraciones de seguridad económica y alimentaria y de seguridad y defensa están aumentando en las decisiones de política económica. Esto ha llevado a muchos Gobiernos a adoptar medidas orientadas a reducir las dependencias comerciales, fomentar la producción nacional de bienes considerados estratégicos y establecer controles más estrictos sobre las entradas de inversiones directas desde el exterior (véase gráfico 4.9)²¹. Estas intervenciones públicas, si bien justificables en determinados casos por razones estratégicas, podrían dar lugar a efectos adversos no deseados. Así, además de tener el potencial para incidir en la configuración de los flujos comerciales y financieros globales a medio y largo plazo, dichas actuaciones también podrían introducir algunas distorsiones significativas en el desarrollo tanto de la actividad económica internacional como de la puramente nacional.
- Por otro lado, el cambio en el peso económico relativo de los distintos países y regiones mundiales que se viene produciendo en las últimas décadas²² está llevando a la aparición de nuevas estructuras multilaterales alternativas a las de Bretton Woods y a un cuestionamiento de las reglas de gobernanza y de los procesos de toma de decisión en estas. Un ejemplo es el grupo de los BRICS, que nace como resultado del ascenso de nuevos actores globales —como China e India— y que está conduciendo a una transición hacia un sistema económico más multipolar.

21 Véanse Ioannou et al. (2023) y Attinassi et al. (2024).

22 De acuerdo con datos del FMI —medidos en paridad de poder de compra—, las economías emergentes y en desarrollo han pasado de suponer un tercio del PIB global en 1990 a superar el 60 % en 2024.

Gráfico 4.10
Apertura comercial de las principales economías

4.10.a Apertura comercial (a)



FUENTES: Banco Mundial y Eurostat.

a Calculada como la suma de exportaciones e importaciones de bienes y servicios en porcentaje del PIB.

b Calculada como la suma de exportaciones e importaciones de bienes y servicios en porcentaje del PIB de la UE frente a los países extra-UE.



— Además, el cuestionamiento del sistema multilateral basado en reglas está ganando terreno también dentro de las principales economías avanzadas. Uno de los posibles factores de este fenómeno es la percepción, por amplias capas de la sociedad, de que se ha producido un aumento significativo en la desigualdad de la renta y de la riqueza dentro de estas economías a pesar de la enorme reducción de la desigualdad que se ha observado a nivel global²³. De acuerdo con algunas narrativas, esto se achaca, en parte, a la globalización y a los procesos de deslocalización industrial que esta ha llevado. Como reflejo de estas tendencias, se aprecian un menor apoyo a la integración multilateral y un aumento de la fragmentación y polarización política dentro de los países avanzados, incluyendo algunos del área del euro (véase recuadro 9).

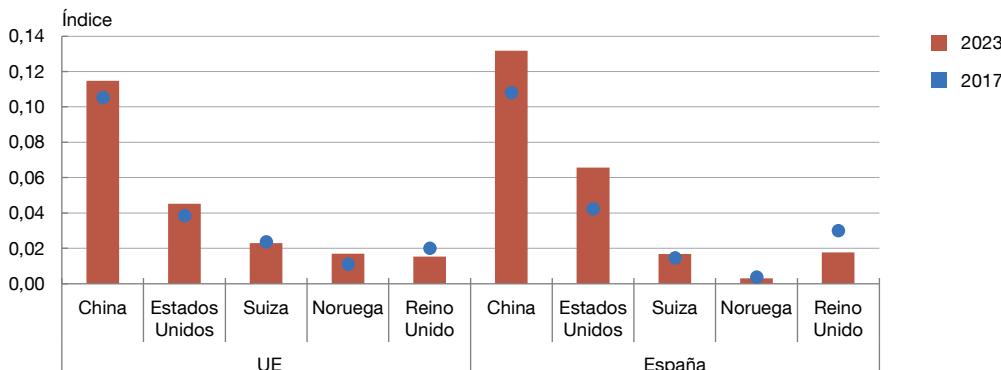
... con implicaciones adversas que serían potencialmente más acusadas para la UE y España, que son economías relativamente abiertas y que están muy integradas en las cadenas globales de valor.

— Las economías de la UE, incluyendo la española, se encuentran muy interconectadas con el resto del mundo a través de los flujos comerciales, financieros y migratorios; por tanto, son especialmente vulnerables a disrupciones de naturaleza comercial y geopolítica. De hecho, la apertura comercial de la UE es mayor que la de las otras grandes economías mundiales, como Estados Unidos o China (véase gráfico 4.10). Además, el peso de las exportaciones e importaciones en el PIB ha ido aumentando en la UE de forma sostenida tras la crisis financiera global, mientras que este se ha ralentizado en Estados Unidos y ha bajado significativamente en China como consecuencia de la reorientación parcial de su economía hacia el mercado nacional.

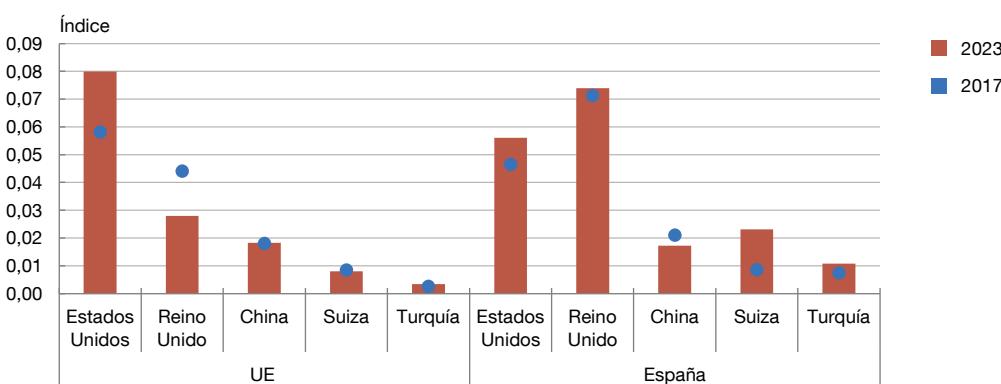
23 Lang y Tavares (2023).

Gráfico 4.11
Concentración bilateral de los flujos comerciales de bienes

4.11.a Concentración de las importaciones (a)



4.11.b Concentración de las exportaciones



FUENTE: Banco de España a partir de datos de CEpii-BACI.

a Para cada producto, identificado según la clasificación HS a seis dígitos, la concentración de las importaciones (exportaciones) extra-UE de un país se mide a través del índice de Herfindahl-Hirschman como la suma de las cuotas al cuadrado de todos los mercados de destino de dicho producto. Valores mayores del índice denotan importaciones (exportaciones) más concentradas. Los índices de concentración a nivel de producto se agregan a nivel de país importador (exportador) usando como peso el valor de las importaciones (exportaciones) de cada producto en las importaciones (exportaciones) totales de bienes del país. Finalmente, el índice de concentración se descompone en términos bilaterales, asignando cada producto al mayor proveedor (mercado de destino). Intuitivamente, valores de concentración bilateral elevados identifican una situación en la que el socio comercial en cuestión constituye el mayor proveedor (mercado de destino) para muchos productos importados (exportados) por un país; las importaciones (exportaciones) de dichos productos están muy concentradas en el proveedor (mercado de destino); y dichos bienes constituyen una cuota importante de las importaciones (exportaciones del país). Para más detalles, véase Baiteanu et al. (2025).

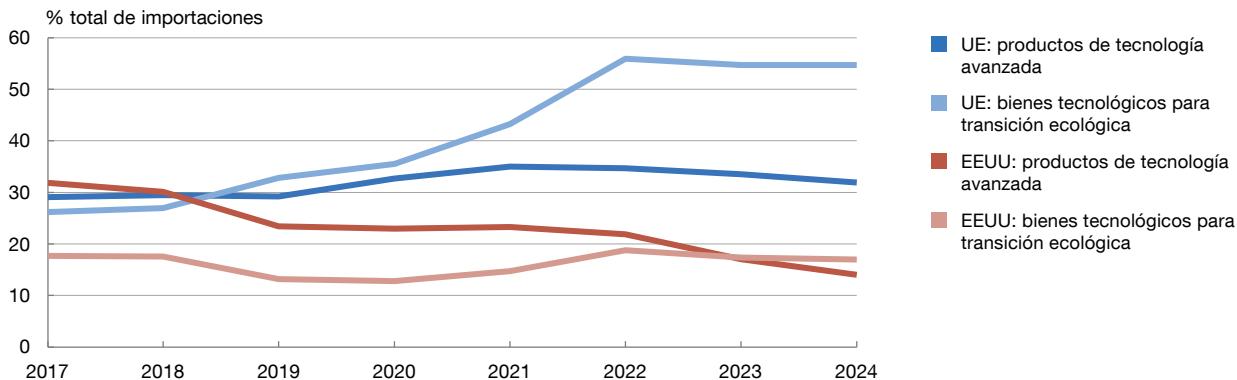


- Por otra parte, si bien el mercado interno europeo contribuye a moderar la vulnerabilidad de los países de la UE ante el riesgo de interrupciones bruscas de los flujos comerciales —dado que una gran proporción del comercio exterior de los países de la UE se realiza entre ellos mismos—, estos mantienen dependencias comerciales muy relevantes con el resto del mundo y, de manera muy particular, con Estados Unidos y China (véase gráfico 4.11). En relación con este último país, cabe mencionar, por ejemplo, lo siguiente:
 - La cuota de China en las importaciones de la UE de productos tecnológicamente avanzados —un conjunto de bienes producidos por industrias de alta tecnología, como semiconductores, bienes relacionados con la tecnología de la información y productos farmacéuticos— no se ha reducido apreciablemente en los últimos años, aunque sí lo ha hecho en el caso de Estados Unidos (véase gráfico 4.12).

Gráfico 4.12

Cuota de China en las importaciones de productos de tecnología verde y de tecnología avanzada

4.12.a Peso de las importaciones provenientes de China sobre el total de las importaciones: productos de tecnología verde y de tecnología avanzada (a)



FUENTE: Banco de España a partir de datos de Eurostat.

a Los productos de alta tecnología y los productos tecnológicos para la transición ecológica son identificados siguiendo la clasificación adoptada en Balteanu et al. (2025).



- Del mismo modo, desde 2017 el peso de las importaciones provenientes de China de los bienes tecnológicos relacionados con la transición ecológica ha aumentado significativamente en la UE, al tiempo que se ha mantenido prácticamente estable en Estados Unidos (véase gráfico 4.12).
- Existen limitadas posibilidades de diversificación comercial en lo relativo a las llamadas «materias primas críticas y estratégicas», un conjunto de minerales caracterizados por su elevada relevancia económica y por la concentración de sus reservas en unos pocos países exportadores. China es el mayor exportador global de 34 de los 51 minerales relacionados con dichas materias primas, proveyendo porcentajes que llegan al 100 % en el caso de algunas tierras raras²⁴.

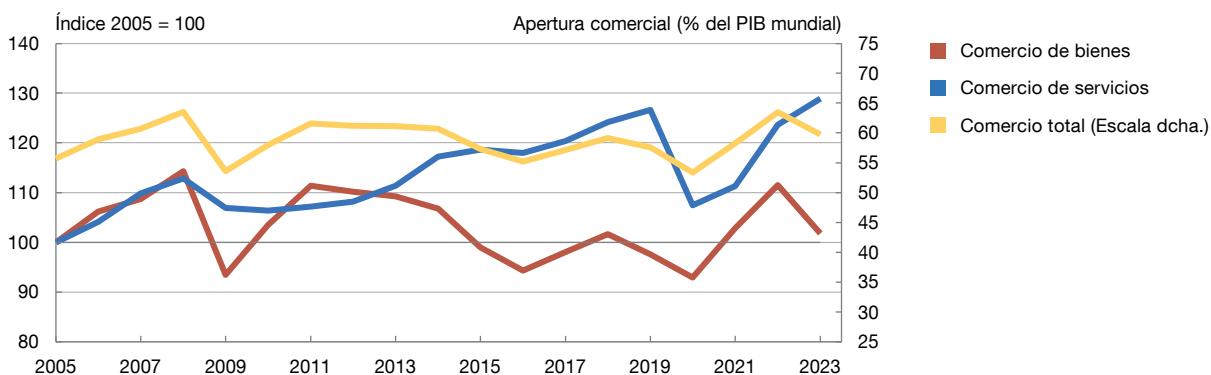
Ya en los últimos años se vienen observando algunos procesos muy acusados de redireccionamiento de los flujos comerciales bilaterales entre diversas economías, que podrían intensificarse y generalizarse en un futuro en función de cómo evolucione el conflicto arancelario actual.

- A nivel agregado, a pesar de las tensiones geopolíticas y comerciales de los últimos años, no se ha observado una disminución significativa del grado de integración comercial a escala global. Así, por ejemplo, entre 2017 y 2023, la apertura comercial mundial —medida a través de la ratio de los flujos comerciales totales sobre el PIB global— se mantuvo relativamente estable (véase gráfico 4.13). Cabe destacar, incluso, que el comercio global

24 Comisión Europea (2023).

Gráfico 4.13
Evolución del comercio global de bienes y servicios (2005-2023)

4.13.a Evolución del comercio y el PIB mundiales



FUENTES: Federal Reserve Bank of St. Louis y Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo.

NOTA: El comercio de bienes y el de servicios son la suma de exportaciones mundiales sobre PIB. La apertura comercial es la suma del comercio de bienes y de servicios.



de servicios, que crecía a tasas similares al comercio de bienes a principios de siglo, se ha acelerado en la última década y aumenta ahora a un mayor ritmo que el de bienes²⁵.

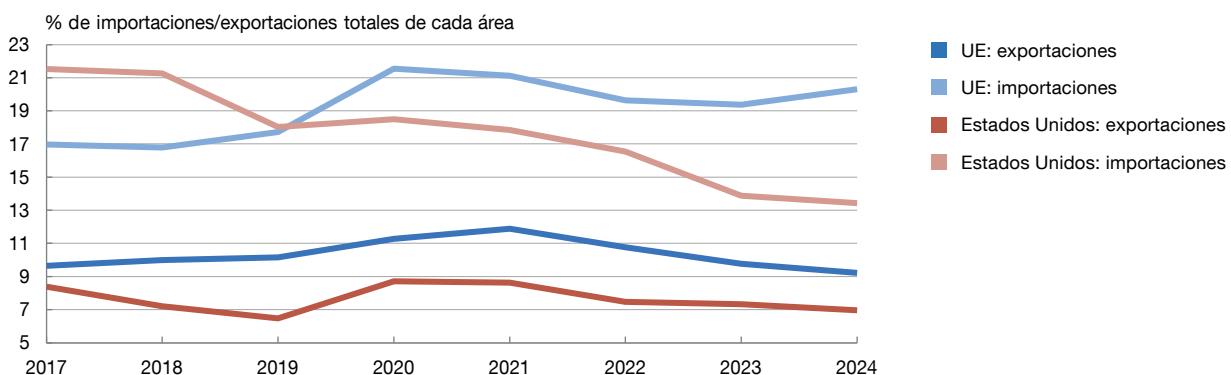
- No obstante, sí se aprecian, entre algunas de las principales economías mundiales, procesos muy intensos de recomposición de sus flujos comerciales bilaterales.
 - Un primer ejemplo es la marcada disminución de la cuota de China en las importaciones de bienes de Estados Unidos que se ha producido desde la guerra comercial que tuvo lugar entre ambos países durante el primer mandato del presidente Trump (véase gráfico 4.14); una disminución que no se extiende, por el momento, a los flujos comerciales entre China y la UE.
 - Otro ejemplo es la acusada caída de las importaciones europeas de productos energéticos provenientes de Rusia que se ha producido como consecuencia de la invasión rusa de Ucrania y de las sanciones desplegadas por la UE en respuesta a esta (véanse gráficos 4.15.a y 4.15.b).
 - La salida del Reino Unido de la UE es otro ejemplo de cómo este tipo de disruptivas geopolíticas pueden alterar apreciablemente la composición y magnitud de los flujos comerciales internacionales. En este sentido, Springford (2024) sugiere que, si desde finales de 2020 las exportaciones de bienes del Reino Unido a la Unión Europea hubieran crecido en línea con las de los países miembros, estas habrían sido un 27 % más elevadas

25 Esta aceleración se enmarca en la liberalización del comercio de servicios a través del desarrollo del Acuerdo General sobre el Comercio de Servicios, establecido en 1995 por la Organización Mundial del Comercio, y otros acuerdos bilaterales, y en la desregularización del sector. Además, los cambios tecnológicos —como la automatización y digitalización— han favorecido la expansión del comercio electrónico, las plataformas globales y la deslocalización de servicios profesionales y financieros.

Gráfico 4.14

Evolución del comercio con China de Estados Unidos y de la UE

4.14.a Cuota de China en los flujos comerciales de Estados Unidos y de la UE (a)



FUENTES: Trade Data Monitor y Eurostat.

a Para la UE, las cuotas se expresan en porcentaje de los flujos comerciales extracomunitarios.



en el tercer trimestre de 2023²⁶. Además, si en el mismo período las exportaciones británicas de servicios hubieran crecido en línea con las de otras economías avanzadas similares, estas habrían sido un 11 % mayores que las observadas. En contraposición a estas tendencias contrafactualas, las exportaciones del Reino Unido a la UE se han reducido significativamente desde el *brexit*.

- Estos procesos de recomposición y fragmentación de los flujos comerciales internacionales probablemente se intensificarían sensiblemente en el futuro de materializarse algunos de los escenarios de riesgo que se pueden atisbar en la actual coyuntura de elevadas tensiones arancelarias. En particular, a medio plazo, en respuesta a unos aranceles más elevados y muy heterogéneos entre países, los flujos de comercio de bienes se resentirían y se profundizarían las tendencias ya perfiladas de redirección de comercio, mayor regionalización y menor fragmentación de las cadenas de valor. Previsiblemente, todo ello implicaría un notable impacto negativo sobre la actividad económica global y, al mismo tiempo, generaría mayores presiones inflacionistas a medio plazo y una menor resiliencia de la economía mundial ante perturbaciones adversas.

Además, más recientemente, han surgido dudas en cuanto al papel central que el dólar estadounidense desempeña actualmente en el sistema monetario y financiero internacional. Si bien no es evidente que el dólar pueda dejar de actuar a corto plazo como ancla de dicho sistema, cualquier cambio brusco en esta situación —o en la percepción de los agentes económicos sobre esta— podría generar riesgos significativos para la estabilidad financiera global.

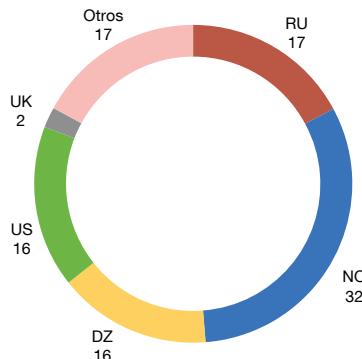
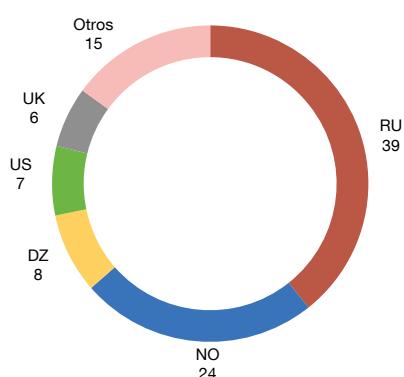
26 Otros estudios confirman el impacto negativo sobre el comercio de bienes del Reino Unido con la UE, como Lewis y Tolva (2025), que lo estiman en una caída del 17 %.

Gráfico 4.15

Principales proveedores de gas natural y petróleo para la UE en 2021 y el cuarto trimestre de 2024

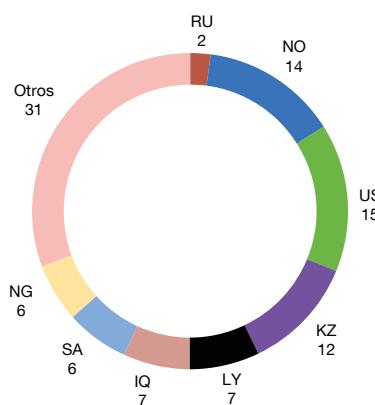
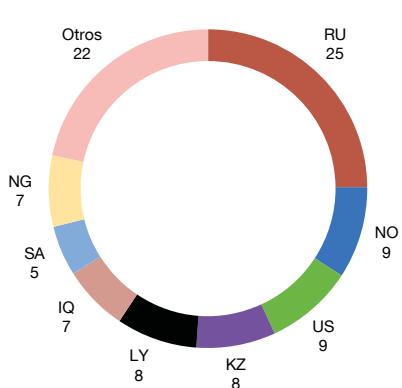
4.15.a Principales proveedores de gas natural para la UE en 2021 y el cuarto trimestre de 2024

% de importaciones



4.15.b Principales proveedores de aceites crudos del petróleo para la UE en 2021 y el cuarto trimestre de 2024

% de importaciones



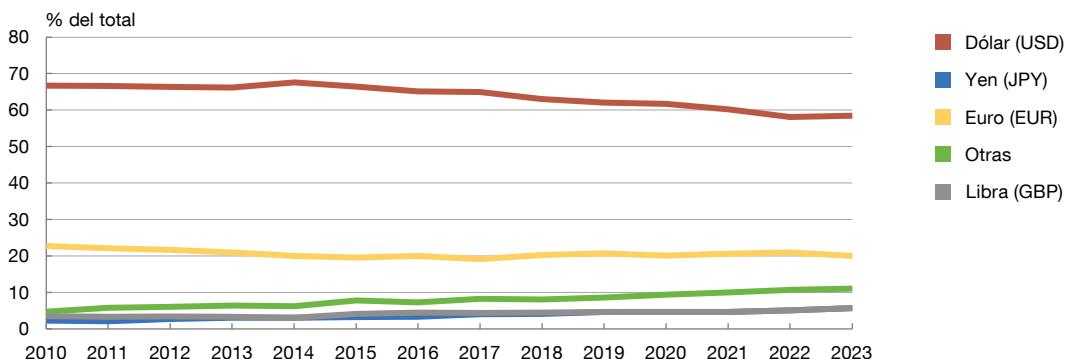
FUENTE: Banco de España a partir de datos de la Comisión Europea.



- En el actual sistema monetario y financiero internacional, surgido de Bretton Woods, el dólar es la moneda de reserva global, un papel que incluso se reforzó con el abandono del patrón oro y del sistema de tipos de cambio fijo a principios de los años setenta del siglo pasado. En este contexto, aunque en las últimas décadas ha disminuido el peso económico y comercial de Estados Unidos y ha aumentado el papel internacional de otras monedas alternativas de reserva —en parte, por los intentos de internacionalización del renminbi chino—, el dólar apenas ha visto reducido su extraordinario liderazgo en el comercio y las finanzas mundiales (véase gráfico 4.16)²⁷.

27 Mientras que Estados Unidos representa en torno al 25% del PIB y el 11% del comercio mundial, el peso del dólar en la facturación del comercio global es del 50%; en las reservas internacionales, del 57%, y en las transacciones financieras globales, del 88%.

Gráfico 4.16
Reservas internacionales por divisa



FUENTE: Banco Central Europeo.



- La posición del dólar como moneda de reserva global supone una demanda, elevada y estructural, de dólares por parte de los agentes privados y del sector oficial del resto del mundo. Entre otras implicaciones, esta fuerte demanda de dólares por motivos financieros repercute en un mayor valor del dólar en relación con el de otras divisas internacionales²⁸, permite a Estados Unidos financiarse a un coste menor en los mercados de capitales y evita que, a diferencia de lo que sucede en el resto de las economías mundiales, un déficit exterior elevado y creciente se traduzca en una mayor debilidad del dólar en un futuro —o lo hace en mucha menor medida de lo que es habitual en otros países—.
- Asimismo, el dólar ha servido históricamente como divisa refugio en tiempos de inestabilidad, aspecto al que también han contribuido el tamaño y la tradicional estabilidad de la economía estadounidense.
- Sin embargo, en el episodio de turbulencias financieras que se desencadenó el pasado día 2 de abril tras el anuncio de los posibles aumentos de aranceles por parte del Gobierno de Estados Unidos, el dólar no desempeñó su habitual papel como activo refugio; más bien al contrario, experimentó una notable depreciación (véase sección 2.2.2). Todo ello en un contexto en el que, desde hace algún tiempo, circulan algunas propuestas que persiguen reducir el valor del dólar, pero sin comprometer su papel como moneda de reserva ni aumentar el coste de la financiación para Estados Unidos²⁹.
- Si las tensiones actuales en las relaciones comerciales y geopolíticas internacionales escalasen y llegasen a poner seriamente en cuestión el papel del dólar como moneda de

28 Todo lo demás constante, un dólar fuerte abarata las importaciones y encarece las exportaciones, lo que se traduce en un mayor sesgo hacia un déficit comercial con el resto del mundo.

29 En particular, destaca la iniciativa conocida como «acuerdo Mar-a-Lago». Esta fue planteada en noviembre de 2024 por Stephen Miran, actual presidente del Consejo de Asesores Económicos de Estados Unidos, en el artículo «A User's Guide to Restructuring the Global Trading». La propuesta contempla una batería de medidas para corregir la valoración del dólar y el déficit comercial estadounidense, complementaria a la imposición de aranceles.

reserva global, el sistema financiero internacional podría resentirse de manera muy significativa —en estos momentos, no existen activos alternativos que pudieran desempeñar el papel de los activos en dólares— y a través de múltiples canales —entre otros, mediante flujos de salida de capitales de Estados Unidos potencialmente elevados—³⁰. Todo ello tendría, indudablemente, un notable impacto adverso también para la economía real, tanto en Estados Unidos como a escala global.

³⁰ En junio de 2024, el valor de los activos financieros de Estados Unidos en manos de extranjeros alcanzó los 30,9 billones de dólares, lo que representa el 33 % del mercado de deuda pública estadounidense, el 27 % de la deuda corporativa y el 18 % de la renta variable. Véase US Department of the Treasury (2025).

4.2 El papel de las políticas europeas

En un contexto económico y geopolítico extraordinariamente complejo, las políticas europeas deben responder de forma decidida —tanto en el ámbito externo como en el interno— en una dirección clara: reforzar la unidad del proyecto europeo, su marco institucional y la competitividad y resiliencia de la economía.

- Como se pudo comprobar con el estallido de la pandemia de COVID-19 y de la guerra de Ucrania —dos perturbaciones adversas de una naturaleza y magnitud sin precedentes en muchas décadas—, un factor determinante en la respuesta de las políticas económicas —además de aquellas desplegadas a nivel nacional por las distintas autoridades nacionales— fue el de avanzar de manera decidida, con instrumentos novedosos —entre otros, los programas NGEU, SURE y REPowerEU—, hacia una Europa más fuerte y unida.
- En la coyuntura actual, en la que la incertidumbre sobre las políticas económicas y las tensiones geopolíticas y comerciales son muy elevadas, y donde siguen estando pendientes retos de un extraordinario calado —como la transición ecológica y la transición digital—, la respuesta de las políticas europeas debería mantener la misma dirección y un elevado grado de ambición.

En el ámbito externo, la UE debe seguir perfilándose como defensora de un marco multilateral en la toma de decisiones a escala global basado en reglas y, al mismo tiempo, ha de reforzar sus alianzas internacionales y diversificar sus exposiciones comerciales.

- La UE debe seguir desempeñando a nivel internacional un papel central como defensora de un marco multilateral abierto basado en reglas. Desde su creación, la UE ha sido un motor de la apertura comercial y financiera global, de la que, además, se ha beneficiado de manera sustancial. Un significativo retroceso de este proceso de integración de los flujos de bienes, servicios y personas a escala mundial, como consecuencia de consideraciones geopolíticas de diversa índole, pondría en peligro los beneficios mutuos y el aumento de la capacidad de crecimiento de la actividad económica que se han logrado en las últimas décadas.
- Al mismo tiempo, como forma de incrementar su autonomía estratégica, sería deseable que la UE reforzase y diversificase sus alianzas y exposiciones internacionales. Algunos pasos recientes en esta dirección —en la que sería preciso abundar— incluyen, por ejemplo, la modernización de los acuerdos comerciales bilaterales con México y Chile acordada en enero de 2025 y en septiembre de 2024, respectivamente³¹. Además, en diciembre de 2024, se cerraron con éxito las negociaciones para el acuerdo entre la UE y Mercosur —una unión aduanera formada por Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay y Bolivia—. De ratificarse, este

³¹ Véase el acuerdo con México y el acuerdo con Chile. Por otra parte, en la actualidad, la UE se encuentra inmersa en un proceso de negociación con India para tratar de alcanzar un acuerdo de libre comercio.

acuerdo, que supondría la creación de una zona de libre comercio para más de 700 millones de personas, podría implicar un incremento apreciable de los flujos comerciales entre las dos áreas³². También podría ayudar, entre otros aspectos, a reducir la elevada dependencia actual que muchas economías europeas tienen con respecto a China en el aprovisionamiento de distintas materias primas críticas, de las cuales los países de Mercosur son importantes productores.

Los retos no son menores en el ámbito interno, en el que es necesario que la UE implemente de forma ágil una ambiciosa agenda de reformas estructurales con el propósito de incrementar la integración, el dinamismo, la resiliencia y la competitividad de las economías europeas³³. Entre otras dimensiones, sería deseable avanzar en las siguientes:

- Plena integración del mercado único en sus diferentes vertientes. Una integración que se ve limitada, entre otros factores, por una carga regulatoria y burocrática que no solo es excesiva y podría simplificarse, sino que, con elevada frecuencia, se encuentra fragmentada según fronteras nacionales. Un mercado de mayor tamaño y menos fragmentado ayudaría a las empresas europeas a alcanzar una escala óptima para poder competir con éxito a nivel global.
- Mayor coordinación entre las distintas políticas europeas, y entre estas y las nacionales, con un reforzamiento de los programas europeos de inversión pública. Todo ello con el propósito de facilitar que se logren, de la manera más eficiente posible, los objetivos comunes y un correcto funcionamiento del mercado único —en particular, con normas sobre ayudas de Estado no distorsionantes—.
- Mejoras en la canalización del ahorro agregado en la UE hacia proyectos de inversión privada, tanto por la vía de la financiación bancaria —por ejemplo, revitalizando el mercado de titulizaciones con la creación de una plataforma europea de titulizaciones— como a través de los mercados de capitales (véase recuadro 10). Esto es especialmente relevante en ámbitos clave y con grandes requerimientos de inversión, como las infraestructuras, la energía y la defensa, donde la inversión pública solo puede cubrir una pequeña parte de las necesidades existentes. En este sentido, una deficiencia bien conocida del entorno económico de la UE tiene que ver con la elevada dependencia que muestran las empresas europeas de la financiación bancaria y con el reducido papel que desempeña el capital riesgo en el desarrollo de las empresas innovadoras y startups, actores que son fundamentales a la hora de impulsar las nuevas tecnologías y los aumentos de productividad.
- Revisión holística del marco normativo y supervisor del sistema bancario y, si se cree necesario, una racionalización de este. Existe un cierto consenso en que el nivel de complejidad regulatoria para el sector bancario en Europa podría ser excesivo. Un aspecto

32 Véanse, por ejemplo, Timini y Viani (2022) y Berganza, Campos, Estevadeordal, Talvi y Timini (2025).

33 Véanse Letta (2024) y Draghi (2024) para una recopilación exhaustiva de muchas de las deficiencias que han lastrado la economía europea en las últimas décadas.

que sobrecarga la función supervisora, dificulta la operativa de las entidades financieras y podría fragmentar el mercado. En este sentido, sin reducir en ningún caso las exigencias regulatorias que garantizan la estabilidad financiera y la fortaleza del sistema bancario —un activo que resulta imprescindible proteger—, sería oportuno realizar una evaluación en profundidad para tratar de identificar si el marco regulatorio y supervisor actual se puede simplificar y hacer más estable, predecible y eficiente³⁴.

- **Euro digital.** Ante la creciente digitalización de la actividad económica y del uso del dinero, el desarrollo de una moneda digital por parte del Eurosistema es crucial. Un euro digital dotaría a los ciudadanos europeos de un medio de pago digital con la confianza y seguridad que proporciona su respaldo por parte del banco central y contribuiría al objetivo de reforzar la autonomía estratégica del área (véase [recuadro 11](#)).

La nueva Comisión Europea ha planteado una agenda de trabajo multidisciplinar para abordar muchos de estos retos estructurales —externos e internos— de la UE. Resulta fundamental que todos los actores implicados en hacer avanzar esta agenda muestren ambición, altura de miras y un enfoque pragmático para poder conseguir mejoras apreciables en el actual marco económico y de gobernanza europeo.

- A partir de ejercicios de diagnóstico relativamente exhaustivos —como los proporcionados por Letta (2024) y Draghi (2024)— y de un consenso muy generalizado en cuanto a cuáles son las principales deficiencias que han lastrado la economía europea durante las últimas décadas, la Comisión ha puesto en marcha, a lo largo de los últimos meses, una agenda de trabajo muy amplia.
- Una gran parte de las iniciativas planteadas por la Comisión se enmarcan en la [Brújula de la Competitividad](#), que constituye una hoja de ruta estratégica para abordar los factores que obstaculizan el dinamismo de la productividad en Europa. Esta establece un marco general de actuación en tres áreas consideradas prioritarias:
 - En primer lugar, cerrar la brecha en productividad e innovación frente a otras potencias mundiales, creando condiciones de mercado adecuadas con iniciativas como la estrategia EU Startup y Scaleup, y otras dirigidas a sectores específicos, como el de la inteligencia artificial (IA). En este terreno, tras el desarrollo de las supercomputadoras, orientadas a la experimentación para la ciencia, se están lanzando las factorías IA, que incluyen experimentación para la industria. Serán siete en Europa, una de ellas en España, asentada en el Barcelona Supercomputing Center. El siguiente paso es el desarrollo de capacidades de computación para aplicaciones industriales, donde se enmarca la recién lanzada iniciativa InvestAI para construir al menos cuatro gigafactorías de IA en Europa.
 - En segundo lugar, avanzar en la digitalización y en la descarbonización y fomentar la competitividad, con la implementación de la Brújula Digital y del Plan Industrial del Pacto

³⁴ Escrivá (2025).

Verde como referentes para crear un entorno propicio para la innovación industrial y la tecnología limpia. En este ámbito, la iniciativa de la Comisión de establecer un mecanismo de ajuste en frontera por carbono permitiría, además, establecer un precio justo a las emisiones de carbono y acelerar la transición verde.

- En tercer lugar, en el marco de la [Estrategia de Seguridad Económica](#), la Comisión Europea pretende profundizar en su agenda de autonomía estratégica abierta con el objetivo de aumentar la seguridad económica y reducir dependencias externas, mediante la protección y diversificación de las cadenas de suministros, el refuerzo de la cooperación comercial en tecnologías y materias primas esenciales para la descarbonización y el desarrollo de la industria de defensa europea a través de una estrategia coordinada entre los países miembros. En este último ámbito, la Comisión ha publicado recientemente el [Libro Blanco sobre la defensa europea](#), que desgrana su estrategia para impulsar las capacidades de defensa de los Estados miembros, así como su financiación.
- Además, la estrategia identifica ciertas herramientas facilitadoras de la actuación en dichas áreas, como una reducción significativa de las cargas administrativas y regulatorias, así como de las barreras al mercado único, el fortalecimiento de la financiación privada y la mejora en la coordinación de las políticas a escala europea y nacional. Estas herramientas se concretan en múltiples iniciativas, entre las que destacan el primer [paquete Ómnibus](#) de simplificación regulatoria, la [Estrategia para el Mercado Único](#), la propuesta de la [Unión de Ahorros e Inversiones](#) —que, entre otras actuaciones, integra la unión de los mercados de capitales y la unión bancaria— y el programa para [proyectos importantes de interés común europeo](#).
- En cualquier caso, al margen de todas las iniciativas anteriores, es importante destacar que aún existe margen de mejora en algunas dimensiones importantes. En especial, dado el espacio fiscal reducido en muchos de los países europeos y las necesidades de inversión pública en ámbitos comunes como la defensa, las infraestructuras energéticas, la transición ecológica o el apoyo a determinadas industrias consideradas estratégicas, sería importante introducir en la UE un instrumento de financiación común permanente, aplicando las lecciones extraídas del programa temporal NGEU. Dicho instrumento permitiría financiar proyectos de gran envergadura que proporcionarían bienes públicos a escala europea, evitando, al mismo tiempo, un impacto excesivo o desigual de estos sobre las finanzas públicas y los costes de financiación nacionales, y un deterioro del mercado único.

4.3 Principales retos de la economía española

La economía española ha mostrado un perfil de crecimiento robusto en los últimos años (véase sección 3), y las perspectivas de cara a los próximos trimestres, en un escenario global extremadamente incierto, siguen siendo relativamente favorables, si bien presentan evidentes riesgos a la baja en cuanto al posible dinamismo futuro de la actividad (véase sección 4.1).

- A finales de 2024, el PIB de la economía española se situó un 7,6 % por encima del observado antes del comienzo de la pandemia, una brecha que excede en 2,9 pp la que se aprecia en el área del euro.
- Entre los factores que han contribuido al mayor vigor reciente de la actividad económica española, que ha sido relativamente generalizado, cabe singularizar un aumento poblacional muy significativo —del 3,7 % en el acumulado del período 2019-2024, muy por encima del 1,5 % observado en la UEM—. Un crecimiento poblacional que, en un contexto de reducción de la población nativa —que ha caído un 1,5 % en los últimos cinco años—, se explica exclusivamente por unos flujos migratorios netos hacia España particularmente intensos.
- Estos flujos migratorios, que no pueden interpretarse como un fenómeno puramente exógeno a nuestra economía (véase [recuadro 6](#)), han constituido una palanca fundamental para atender las demandas crecientes del mercado laboral español y, de esta manera, incrementar la capacidad de crecimiento de nuestra economía. En cualquier caso, tomando en consideración este mayor aumento poblacional en España, el PIB per cápita en nuestro país habría crecido un 3,7 % desde finales de 2019, 0,3 pp por encima de lo observado en el promedio de la UEM.
- Otros factores que también ayudan a explicar el mayor dinamismo de la actividad económica española en los últimos años en comparación con la UEM incluyen, por ejemplo:
 - El mayor peso relativo de los fondos NGEU en nuestro país, que se ha visto reflejado en un notable vigor de la inversión pública, pero no de la inversión privada.
 - El crecimiento del consumo público, que, en términos acumulados, ha contribuido a elevar el PIB un 3,6 %, frente a un 2,5 % en el área del euro.
 - La menor exposición relativa de España al conflicto bélico de Ucrania, especialmente en el ámbito energético —gracias, en parte, a la capacidad de regasificación de la economía española y al aumento reciente del peso de las energías renovables en el mix energético de nuestro país—.

- El proceso observado a escala global tras la pandemia consistente en una cierta recomposición de la actividad económica —y de la cesta de consumo de los hogares— desde las manufacturas hacia los servicios, parcela en la que la economía española presenta algunas ventajas comparativas relevantes que no solo se circunscriben al sector turístico, relativas, por ejemplo, a sus altos niveles de conectividad, superiores a los del promedio europeo.
- En todo caso, es importante destacar que estos factores no son exclusivos de la economía española y que también han contribuido a la expansión de la actividad en otras economías del sur de Europa con un peso apreciable de los servicios en su tejido productivo. Así, por ejemplo, desde finales de 2019, Portugal y Grecia han crecido más que España en términos absolutos —un 8,9% y un 10,6%, respectivamente, frente a un 7,6% en el caso España— y, especialmente, en términos per cápita —un 5,4% y un 12,6%, respectivamente, frente a un 3,7% en nuestro país—³⁵. Todo ello exhibiendo dinámicas de la productividad y de la actividad manufacturera similares o incluso más favorables que las observadas en la economía española³⁶.

En este contexto, resulta fundamental entender, en primer lugar, qué parte de las dinámicas recientes de la actividad económica española se debe a factores puramente coyunturales —y que, por tanto, podrían revertirse en el futuro— y qué parte se debe a cambios verdaderamente estructurales —que hayan incrementado de forma sostenible la resiliencia y la capacidad de crecimiento de nuestro país—.

- Responder a esta pregunta, en una coyuntura como la actual, sometida a perturbaciones globales muy significativas y de muy diversa índole (véase sección 4.1), pero también a numerosos cambios en las políticas económicas europeas y españolas (véase sección 4.2), resulta extraordinariamente complejo y requerirá de más tiempo; especialmente si se trata de identificar verdaderos efectos causales —y no meras correlaciones— y si se tiene en cuenta que los efectos de muchos de estos desarrollos y políticas tardan tiempo en filtrarse por completo a la actividad económica e interactúan con esta de distinta manera en fases expansivas del ciclo que en fases recesivas.
- En este sentido, desde una perspectiva nacional, es imprescindible seguir avanzando en una evaluación continua y rigurosa de las distintas políticas que las autoridades españolas han venido desplegando, en múltiples ámbitos, a lo largo de los últimos años, la mayor parte de las cuales se encuentran enmarcadas en el contexto del [Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia](#) acordado con las autoridades europeas.

³⁵ Desde finales de 2019, el PIB también se ha incrementado con mayor intensidad en otros países del sur de Europa, como Eslovenia o Croacia, que en España, así como en algunas otras economías relevantes del área del euro, como los Países Bajos.

³⁶ Por ejemplo, en comparación con los niveles previos a la pandemia, en 2024 las exportaciones de bienes apenas habían crecido un 1,2% en España, frente a un 7% en Portugal y a un 24% en Grecia. En sentido contrario, las exportaciones de servicios, que han aumentado un 37% en España en los últimos cinco años, han crecido un 23% en Portugal y un 3% en Grecia.

- Para ello, sería deseable, por un lado, acelerar algunas de las iniciativas actualmente en curso³⁷ cuyo propósito es facilitar el acceso de la comunidad investigadora a un mayor volumen de información granular, con una riqueza excepcional, que proviene de la fusión de distintas bases de datos en manos de las Administraciones Públicas (AAPP).
- Por otro lado, si bien la creación de organismos como el [Consejo de la Productividad de España](#) o la Agencia Estatal de Evaluación de las Políticas Públicas han de considerarse pasos en la dirección adecuada, su eficacia dependerá de la independencia y de la competencia profesional de sus miembros, así como de los recursos de los que dispongan para poder efectuar análisis rigurosos. En este sentido, la ausencia de una dotación presupuestaria adecuada para los organismos recientemente creados o la persistencia en el tiempo de excesivas restricciones presupuestarias que afecten a otros organismos independientes más consolidados pueden suponer un serio obstáculo para el correcto ejercicio de sus funciones.

En segundo lugar, es preciso tener en cuenta que, a pesar de los avances recientes, la economía española aún se enfrenta a numerosos retos estructurales de una extraordinaria envergadura. Algunos de estos retos han sido bien conocidos durante décadas, como los relacionados con la productividad y el mercado de trabajo...

- Desde el estallido de la pandemia, el comportamiento de la productividad (véase sección 3.4) y del empleo (véase sección 3.3) ha sido más favorable en España que en el promedio de la UEM y que en algunos de los principales países de la región, como Francia y Alemania. A pesar de ello, con una perspectiva temporal más amplia, aún se mantienen, en ambas dimensiones, brechas considerables con respecto al área del euro.
- Así, por ejemplo, en términos de la productividad por hora trabajada, la brecha negativa que nuestro país ha acumulado con respecto a la UEM, Alemania y Francia desde 1998 apenas se habría reducido desde los 25 pp, 34 pp y 36 pp, respectivamente, en 2019 hasta los 24 pp, 33 pp y 32 pp en 2024.
- Del mismo modo, en el cuarto trimestre de 2024, para la población de entre 15 y 64 años, la tasa de empleo en España aún era 4,2 pp menor que en el conjunto de la UEM —66,4 % frente a 70,6 %—. Todo ello en un contexto en el que:
 - a pesar de la importante reducción que se ha producido en los últimos años en la tasa de temporalidad, la rotación laboral y las transiciones del empleo al desempleo siguen

³⁷ Entre estas iniciativas, destaca el [laboratorio de datos ES_DATALAB](#), que busca contribuir al desarrollo de la investigación facilitando a la comunidad investigadora el acceso conjunto a las bases de datos de las instituciones participantes, en un entorno que garantiza la confidencialidad de la información. La capacidad de poder cruzar las bases de datos de las instituciones participantes maximiza el valor que estos datos pueden ofrecer al desarrollo de la investigación. Las instituciones que participan en este proyecto son el Instituto Nacional de Estadística, la Agencia Estatal de Administración Tributaria, la Secretaría de Estado de Seguridad Social y Pensiones, la Tesorería General de la Seguridad Social, el Instituto Nacional de la Seguridad Social, el Instituto Social de la Marina, la Gerencia de Informática de la Seguridad Social, el Servicio Público de Empleo Estatal y el Banco de España.

siendo elevadas en España en comparación con las de otros países de nuestro entorno;

- la coexistencia de problemas de disponibilidad de mano de obra por parte de las empresas y de una tasa de paro aún relativamente elevada sugiere que el desempleo en nuestro país presenta un apreciable componente estructural, y
 - recientemente está adquiriendo una creciente relevancia el notable incremento que han experimentado las bajas laborales por incapacidad temporal (véase [recuadro 5](#)), con considerables implicaciones adversas para las AAPP y las empresas, en términos tanto económicos como operativos.
- Por el lado de la productividad, sería deseable abundar en políticas que, entre otros aspectos: i) favorezcan el crecimiento empresarial; ii) faciliten la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas; iii) promuevan la acumulación y atracción de capital humano; iv) impulsen la inversión privada —más aún en una coyuntura, como la actual, en la que esta partida muestra un comportamiento especialmente débil— y, en particular, las actividades más innovadoras aprovechando el despliegue de nuevas tecnologías, y v) mejoren la eficiencia de las AAPP y la calidad del marco regulatorio e institucional actual (véase [recuadro 8](#)).
- Asimismo, por el lado del mercado de trabajo, en un contexto en el que los cambios tecnológicos y demográficos en curso —así como la transición ecológica— van a dar lugar a una profunda reasignación sectorial y ocupacional del empleo, es fundamental mejorar el funcionamiento de las políticas activas y pasivas de empleo en nuestro país, que presentan algunas deficiencias importantes con respecto a las desplegadas en otras economías de nuestro entorno³⁸. En particular, resulta imprescindible que las políticas pasivas de empleo ofrezcan un nivel adecuado de protección a los desempleados y, al mismo tiempo, les proporcionen los suficientes incentivos para retornar al empleo. También debe desempeñar un papel central en el aumento de la empleabilidad de los trabajadores el reforzamiento tanto del sistema educativo reglado como de la formación ocupacional y profesional —y, especialmente, de la formación profesional dual—.
- Como ya se ha mencionado, en los últimos años las autoridades han introducido diversas medidas, de muy distinta naturaleza, enfocadas a dinamizar el crecimiento de la productividad y el funcionamiento del mercado de trabajo en la economía española³⁹. Una evaluación rigurosa y holística de los efectos de estas normativas sigue estando pendiente.

38 Por ejemplo, con una perspectiva temporal amplia y en comparación internacional, en España el grado de cobertura/protección de los desempleados a través de las políticas pasivas ha sido relativamente bajo, mientras que la tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo ha sido relativamente elevada. Por otra parte, tanto la participación de los desempleados en las políticas activas como el gasto en ellas son reducidos en España, en comparación con otros países de nuestro entorno, cuando se ponen en relación con la tasa de paro. Para más detalles, véase el capítulo 3 del *Informe Anual 2023* del Banco de España.

39 Entre las medidas aprobadas más relevantes cabe mencionar, por ejemplo, el [Proyecto de Ley de Industria y Autonomía Estratégica](#), la [reforma de la Ley Concursal](#), el [Plan de Digitalización de PYMEs \(2021-2025\)](#), la [Reforma Laboral](#), la [Ley Crea y Crece](#), la [Ley de Startups](#), la propuesta del denominado [Régimen 20](#), la [Ley de Formación Profesional](#), la [Ley de Empleo](#) y el [Real Decreto-ley 2/2024](#), que introdujo varias modificaciones al subsidio de desempleo.

... mientras que otros de los desafíos que condicionan el devenir, presente y futuro, de la economía española están adquiriendo una creciente relevancia en los últimos años. Por ejemplo, los vinculados al mercado de la vivienda...

- Como se discutió en detalle en el [capítulo 4 del Informe Anual 2023 del Banco de España](#), los problemas asociados al acceso a la vivienda para determinados colectivos y en ciertas áreas de nuestro país vienen aumentando a lo largo de los últimos años y presentan considerables efectos sociales y económicos adversos.
- En 2024, a pesar de algunos avances incipientes por el lado de la oferta, siguió observándose un crecimiento de la demanda de vivienda mayor que el de la oferta, lo que ha contribuido a que no se hayan registrado, en estos últimos meses, mejoras apreciables en las dinámicas de los precios de la vivienda o de los indicadores de accesibilidad (véase [recuadro 4](#)).
- De este modo, los desequilibrios en el mercado de la vivienda, que aún están lejos de reducirse de forma significativa a corto plazo, tienen la capacidad de convertirse, si no se abordan de manera decidida y holística, en un evidente cuello de botella para la economía española por el lado de la oferta y en un problema social de primera magnitud en nuestro país.
- Todo ello en un contexto en el que:
 - la desigualdad de la renta en España, aunque ha disminuido recientemente, sigue siendo elevada en perspectiva europea⁴⁰;
 - la desigualdad de la riqueza neta se ha incrementado de forma apreciable en las últimas décadas, si bien desde niveles relativamente reducidos⁴¹, y,
 - además, desde una perspectiva intergeneracional, en los últimos años, se viene observando una evolución más dinámica de la renta y de la riqueza en los grupos poblacionales de mayor edad en comparación con los más jóvenes⁴².

40 Con la última información disponible, en 2023 la desigualdad de la renta disponible de los hogares españoles se situó en niveles mínimos desde 2007, en parte gracias al dinamismo mostrado por el empleo, al aumento del salario mínimo interprofesional y a la introducción del ingreso mínimo vital. No obstante, dentro de la UEM, este nivel de desigualdad es relativamente elevado y solo Letonia, Lituania y Estonia presentan una mayor desigualdad que España, medida esta como la ratio entre el percentil 90 y el percentil 10 de la renta disponible anual del hogar (*European Survey of Living Conditions 2023*).

41 De acuerdo con la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España, en 2002 el 10% de los hogares más ricos de nuestro país poseían el 42,9% de la riqueza total, un porcentaje que aumentó hasta el 53,6% en 2022. En todo caso, como se documenta en el capítulo 2 del *Informe Anual 2023* del Banco de España, según el *World Inequality Report* de 2022, esta concentración de la riqueza en España en manos del 10% de los hogares más ricos aún se encuentra 22 pp por debajo del promedio mundial.

42 Según la EFF, la riqueza mediana de los hogares en el grupo de edad de más de 74 años ha pasado de ser 1,3 veces mayor que la del colectivo de entre 35 y 44 años en 2011 a ser 2,9 veces mayor a finales de 2022. En el conjunto del Eurosistema, según la *Household Finance and Consumption Survey*, la riqueza del grupo de más de 74 años ha pasado de ser 1,4 veces mayor que la del grupo de 35 a 44 años en 2010 a ser 1,6 veces mayor en 2021. Este aumento ha sido especialmente notable en Alemania, Finlandia, Francia y España, pero no en Italia.

... a los flujos migratorios...

- En los últimos años están ganando relevancia los desafíos vinculados a los elevados flujos migratorios que nuestro país está recibiendo. Estos flujos, como ya se ha mencionado, han permitido elevar sensiblemente la capacidad de crecimiento de la economía española y mitigar, al menos parcialmente, el acusado proceso de envejecimiento en el que se encuentra inmersa la población española⁴³.
 - Con todo, el peso de la población residente en España nacida en el extranjero habría alcanzado un 19,1 % del total a finales de 2024 —5,7 pp más que en 2011—, un porcentaje que, previsiblemente, seguirá aumentando de manera notable en las próximas décadas.
 - Las consecuencias económicas y sociales de la inmigración dependen, entre otros factores, de la composición de estos flujos —por ejemplo, por edad, nivel educativo y país de origen—⁴⁴ y de la capacidad de los países de destino para integrarlos en la sociedad y en su mercado laboral.
 - En este sentido, sería deseable, por un lado, analizar cómo se está produciendo el proceso de integración y asimilación de los nuevos flujos de inmigrantes en nuestro país, e identificar si existe algún margen de mejora en las políticas públicas para facilitar dicho proceso, si bien se han hecho importantes reformas en este ámbito recientemente.
- Cabe señalar que, de acuerdo con el índice **MIPEX**, en 2019 las barreras a la inmigración en nuestro país eran menores que en el promedio de la UE. En particular, España presentaba un mejor acceso relativo de los inmigrantes a los servicios de sanidad, a la residencia permanente y a la reunificación familiar, mientras que, en sentido contrario, la política general de obtención de la nacionalidad era más restrictiva. Un aspecto que algunos trabajos recientes han vinculado con la posibilidad de que los inmigrantes puedan acelerar su proceso de integración en el mercado de trabajo, transitando de forma más rápida hacia oportunidades laborales más productivas y ventajosas⁴⁵.
 - En cualquier caso, en la medida en que las políticas migratorias de nuestro país han experimentado algunos cambios importantes desde 2019 —por ejemplo, a través de las

43 A modo de ilustración, en España, durante el período 2000-2023, la natalidad ha seguido disminuyendo —desde 9,8 nacimientos por cada 1.000 habitantes hasta 6,6—, la longevidad ha continuado creciendo —así, la esperanza de vida al nacer ha pasado de 79,3 a 83,8 años— y la edad media de la población ha seguido aumentando —desde los 39,5 hasta los 44,4 años—. Para un mayor detalle sobre la magnitud del proceso de envejecimiento poblacional en España, y de las profundas y variadas implicaciones que este proceso tiene sobre el conjunto de la actividad económica, véanse el capítulo 4 del *Informe Anual 2018* del Banco de España y el capítulo 3 del *Informe Anual 2023* del Banco de España.

44 Para un análisis comparado acerca de la composición de los flujos migratorios recientes hacia España y hacia otros países de nuestro entorno, véase Cuadrado, Gómez y Sastre (2024).

45 Véase Domenella (2025), que muestra que demoras en el proceso de adquisición de la nacionalidad tienen efectos negativos duraderos en los ingresos laborales de los inmigrantes, causados tanto por salarios más bajos como por menores tasas de ocupación (menos días trabajados).

modificaciones introducidas en el Reglamento de Extranjería tanto en 2022 como en 2024—, sería necesario reevaluar rigurosamente todos estos aspectos.

- Por otro lado, en paralelo, también resultaría conveniente estudiar en qué medida el Catálogo de Ocupaciones de Difícil Cobertura en nuestro país está cumpliendo con sus objetivos de manera eficiente —facilitar la captación de los inmigrantes en sus países de origen en función de las necesidades no cubiertas en el mercado laboral español—. En este sentido, una plena operacionalización de los cambios introducidos en este catálogo a partir de la reforma de 2022 debería permitir que este fuera un buen reflejo de los sectores que requieren la incorporación de trabajadores extranjeros. A este respecto, existe evidencia de que la flexibilización de este catálogo en Francia permitió reducir las rigideces laborales en determinados sectores e impulsar la productividad de las empresas⁴⁶.
- Finalmente, como pone de manifiesto el [capítulo 3 del World Economic Outlook del FMI de abril de 2025](#), el endurecimiento de las políticas migratorias en un determinado país puede tener efectos *spillover* apreciables sobre los movimientos migratorios hacia otros países. En este sentido, será preciso analizar en qué medida los recientes cambios en las políticas migratorias adoptados en Estados Unidos —donde existe una elevada presencia de inmigrantes latinoamericanos— podrían afectar en el futuro a la magnitud y/o composición de los flujos de migrantes hacia nuestro país.

... y al cambio climático y la transición ecológica.

- La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible representan dos de los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad. En 2024, sin embargo, la temperatura global marcó un récord —superando los 1,5 °C sobre los niveles preindustriales—, y las emisiones de CO₂ alcanzaron un máximo histórico a nivel mundial.
- Todo ello pone de manifiesto la urgencia de que, a nivel global, europeo y español, se adopten de manera ambiciosa y diligente las medidas de mitigación y adaptación necesarias para reducir nuestra vulnerabilidad al cambio climático y asegurar un desarrollo sostenible.
- No obstante, el cumplimiento en tiempo y forma de los objetivos medioambientales globales que se han venido acordando en los últimos años —que ya era cuestionable unos meses atrás—⁴⁷ podría verse comprometido adicionalmente por la reducción del compromiso mostrado por algunos Gobiernos y empresas recientemente. En particular, a principios de 2025, la nueva Administración de Estados Unidos inició los [trámites para su retirada del Acuerdo de París](#), una situación que ya se vivió entre 2020 y 2021.
- En cualquier caso, como señalan diversos estudios⁴⁸, y como se pudo observar con la terrible catástrofe causada por la DANA que afectó a varias provincias españolas a finales

46 Signorelli (2020).

47 Véanse, por ejemplo, los informes de la World Meteorological Organization y del Global Carbon Project.

48 Véase, por ejemplo, el noveno informe sobre cohesión económica, social y territorial de la Comisión Europea, que utiliza el modelo JRC Peseta V.

de 2024 (véase [recuadro 3](#)), nuestro país está particularmente expuesto a los riesgos físicos asociados al calentamiento global y a la materialización más frecuente de episodios meteorológicos más intensos —que, además, pueden tener distinta naturaleza, como, por ejemplo, inundaciones, sequías, olas de calor e incendios forestales—.

- Por lo tanto, sería conveniente que España, en línea también con sus socios europeos, continúe avanzado de forma ágil y eficiente en el ámbito de la transición ecológica. En este sentido, conviene señalar que la [Actualización del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2023-2030](#), publicada a finales de septiembre de 2024, establece una serie de objetivos para 2030 muy ambiciosos⁴⁹. Si bien se están dando pasos positivos para alcanzar dichos objetivos, el desafío sigue siendo de un enorme calado⁵⁰.

En tercer lugar, en una coyuntura —presente y futura— en la que el gasto público enfrenta crecientes presiones al alza, la política fiscal ha de aprovechar la oportunidad que proporcionan los fondos europeos y un patrón de crecimiento robusto para planificar, con una perspectiva de medio plazo, un reforzamiento de la sostenibilidad de las cuentas públicas y, al mismo tiempo, una mejora en su composición, de forma que los ingresos y gastos públicos presenten una contribución más favorable al crecimiento económico.

- A pesar de los avances logrados en los últimos años (véanse secciones 3.6.1 y 3.6.2), la situación de las finanzas públicas en España sigue estando caracterizada por un desequilibrio estructural apreciable y por una elevada ratio de endeudamiento. En este sentido, si bien a corto plazo se han alcanzado los objetivos fiscales establecidos, cumplir con ellos a medio y largo plazo, en el contexto del nuevo marco fiscal europeo (véase sección 3.6.3), sigue siendo un hito fundamental para la economía española, lo que también implica una ejecución y evaluación rigurosa de las inversiones y reformas acordadas con la Comisión Europea para la extensión del período de ajuste en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025.
- Al mismo tiempo, en una coyuntura en la que los ingresos públicos en nuestro país han cerrado recientemente una parte importante de la brecha negativa que mantenían con respecto a los observados en el promedio de la UEM⁵¹, se aprecian crecientes presiones sobre el gasto público que presentan una naturaleza más estructural que coyuntural. Dichas presiones provienen tanto de las partidas de gasto social —especialmente de las pensiones— como de otras que resultan imprescindibles para abordar la transición digital

49 Entre otros, la reducción del 32 % de las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) respecto a 1990, el despliegue de las energías renovables de forma que terminen representando el 48 % del consumo de energía final y el 81 % de la generación de electricidad, la mejora de la eficiencia energética que reduzca el consumo de energía final en un 44 % y la reducción de la dependencia energética hasta el 50 %.

50 De acuerdo con las [Cuentas Trimestrales de Emisiones a la Atmósfera](#) del Instituto Nacional de Estadística, en España las emisiones de GEI en 2024 se redujeron un 0,8 % en comparación con 2023, situándose aún en un nivel cercano al observado en 1990. Al mismo tiempo, según los datos más recientes de Red Eléctrica Española, las energías renovables generaron el 56 % del mix eléctrico español en 2024, 5 pp más que en 2023.

51 En 2019, la ratio de los ingresos públicos sobre PIB era 7,5 pp menor en España que en la UEM. En 2024, sin embargo, esta brecha negativa se ha reducido hasta los 4 pp.

y ecológica —inversión y gasto en educación— y los retos asociados a un cambio significativo en el panorama geopolítico global —gasto en defensa—. Todo ello sin olvidar las presiones al alza para el gasto sanitario que suponen el envejecimiento de la población y el deterioro de la salud detectado en los últimos años.

- En este entorno, construir márgenes de seguridad que permitan a la política fiscal responder de forma efectiva y de manera contracíclica ante eventuales perturbaciones adversas en el futuro y, al mismo tiempo, atender las crecientes presiones de gasto no es un desafío menor. Abordarlo requiere el diseño y la comunicación de un ejercicio de planificación de medio plazo que aporte certidumbre a los agentes económicos no solo en cuanto a la sostenibilidad de las cuentas públicas, sino también acerca de la evolución prevista de los ingresos y gastos públicos futuros.
- Como parte de este ejercicio, debería llevarse a cabo una revisión integral de todas las partidas de gastos e ingresos públicos para valorar si, en conjunto, estas partidas alcanzan sus objetivos de la manera más eficaz y eficiente posible. Un punto de partida útil para este análisis serían, por el lado de los ingresos, el *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria* —presentado en marzo de 2022— y, por el lado del gasto, las distintas piezas que forma parte de la *Spending Review* de la AIReF.
- Otros elementos o principios generales que pueden ayudar a guiar este análisis serían los siguientes⁵²:
 - En un contexto de reducido margen fiscal, es fundamental que las medidas desplegadas, ya sea por el lado del gasto o por el de los ingresos, estén particularmente focalizadas; una característica que no presentaron muchas de las medidas desplegadas por las autoridades españolas y europeas en respuesta a la crisis energética⁵³.
 - En un país con un alto grado de descentralización como es España, es importante que el necesario ejercicio de planificación a medio plazo y de revisión integral de los gastos e ingresos públicos involucre activamente al conjunto de las AAPP y esté basado en amplios consensos económicos, políticos y sociales.
 - En este sentido, como también señala la AIReF, sería conveniente que las autoridades fiscales aprovecharan la transposición del nuevo marco fiscal europeo a la normativa nacional para unificar los distintos marcos que restringen la actuación de las AAPP en nuestro país —la regla de gasto nacional, la proveniente del marco europeo y la regla de gasto de pensiones—, de modo que mejore su coherencia y se garantice su cumplimiento simultáneo.

52 Para otras recomendaciones más concretas en materia de ingresos y gastos públicos, véase el capítulo 2 del *Informe Anual 2023* del Banco de España.

53 Véanse, por ejemplo, García-Miralles (2023) y Amores et al. (2025).

Bibliografía

- Aghion, Philippe, y Peter Howitt. (1992). "A Model of Growth through Creative Destruction". *Econometrica*, 60(2), pp. 323-351. <https://doi.org/10.2307/2951599>
- Aguilar, Pablo, Rubén Domínguez-Díaz, José Elías Gallegos y Javier Quintana. (2025). "The transmission of foreign shocks in a networked economy". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Akcigit, Ufuk, John Grigsby, Tom Nicholas y Stefanie Stantcheva. (2022). "Taxation and Innovation in the Twentieth Century". *The Quarterly Journal of Economics*, 137(1), pp. 329-385. <https://doi.org/10.1093/qje/qjab022>
- Akcigit, Ufuk, Douglas Hanley y Stefanie Stantcheva. (2022). "Optimal taxation and R&D policies". *Econometrica*, 90(2), pp. 645-684. <https://doi.org/10.3982/ECTA15445>
- Alloza, Mario, Pablo Burriel y Javier J. Pérez. (2019). "Fiscal policies in the euro area: Revisiting the size of spillovers". *Journal of Macroeconomics*, 61(103132). <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2019.103132>
- Alonso, Irma, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela. (2023). "Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 06. <https://doi.org/10.53479/35612>
- Amiti, Mary, Stephen J. Redding y David E. Weinstein. (2019). "The Impact of the 2018 Tariffs on Prices and Welfare". *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), pp. 187-210. <https://doi.org/10.1257/jep.33.4.187>
- Amores, Antonio F., Henrique Basso, Simeon Bischi, Paola De Agostini, Silvia De Poli, Emanuele Dicarlo, Maria Flevotomou, Maximilian Freier, Sofia Maier, Esteban García-Miralles, Myroslav Pidkuyko, Mattia Ricci y Sara Riscado. (2025). "Inflation, Fiscal Policy, and Inequality: The Impact of the Post-Pandemic Price Surge and Fiscal Measures on European Households". *The Review of Income and Wealth*, 71(1), e12713. <https://doi.org/10.1111/roiw.12713>
- Amundsen, Alexander, Amélie Lafrance-Cooke y Danny Leung. (2025). "Firm Performance, Business Supports and Zombification over the Pandemic". IMF Working Papers, 25/29, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400298776.001>
- Andrino López, Iván, Esther López Espinosa, César Martín Machuca y Olga Matos Celemín. (2025). "La inversión extranjera directa en España en un contexto de fragmentación de las relaciones internacionales". *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.
- Anghel, Brindusa, Cristina Barceló y Ernesto Villanueva. (2023). "El aumento de los contratos indefinidos y su posible impacto en el gasto". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 19. <https://doi.org/10.53479/29780>
- Anghel, Brindusa, Pilar Cuadrado y Federico Tagliati. (2021). "Why are cognitive test scores of Spanish adults so low? The role of schooling and socioeconomic background". *Education Economics*, 30(4), pp. 364-383. <https://doi.org/10.1080/09645292.2021.1978935>
- Anghel, Brindusa, y Aitor Lacuesta. (2025). "Los rendimientos salariales de la educación en las cuatro mayores economías europeas". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T1, 03. <https://doi.org/10.53479/39178>
- Antolin-Diaz, Juan, y Paolo Surico. (2022). "The Long-Run Effects of Government Spending". CEPR Discussion Papers, 17433, Centre for Economic Policy Research. <https://cepr.org/system/files/publication-files/DP17433.pdf>
- Antonova, Anastasia, Ralph Luettkie y Gernot Müller. (2025). "The military multiplier". Mimeo. https://www.ralphluettkie.com/files/ALM_MilitaryMultiplier_March25.pdf
- Attinassi, Maria Grazia, Michele Mancini, Lukas Boeckelmann, Marco Bottone, Francesco Paolo Conteduca, Claire Giordano, Baptiste Meunier, Ludovic Panon, Ana M. Almeida, Irina Balteanu, Marta Bañbara, Elena Bobeica, Oscar Borgogno, Alessandro Borin, Peonare Caka, Rodolfo Campos, Juan Carluccio, ... Francesca Viani. (2024). "Navigating a fragmenting global trading system: insights for central banks". Occasional Paper Series, 365, European Central Bank. <https://doi.org/10.2866/9822653>
- Autoridad Bancaria Europea (ABE). (2023). "2023 EU-wide stress test". https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Risk%20Analysis%20and%20Data/EU-wide%20Stress%20Testing/2023/Results/1061374/2023-EU-wide-stress-test-Results.pdf
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF). (2024). "Informe sobre el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028". Informe 51/24. <https://www.airef.es/wp-content/uploads/2024/11/INFORME-PLAN-FISCAL-LINEAS-FUNDAMENTALES/Informe-Plan-Fiscal-y-Estructural-de-Medio-Plazo-2025-2028.pdf>

- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF). (2025). "Segunda Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones públicas a largo plazo". <https://www.airef.es/es/centro-documental/opiniones/segunda-opinion-sobre-la-sostenibilidad-de-las-administraciones-publicas-a-largo-plazo/>
- Baker, Scott R., Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). "Measuring Economic Policy Uncertainty". *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Balladares, Sofía, y Esteban García-Miralles. (2024). "Progresividad en frío: el impacto heterogéneo de la inflación sobre la recaudación por IRPF". Documentos Ocasionales, 2422, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/36733>
- Balteanu, Irina, Katja Schmidt y Francesca Viani. (2025). "Sourcing all the eggs from one basket: trade dependencies and import prices". Documentos de Trabajo, 2503, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/38920>
- Banco de España. (2019). "Capítulo 4. Consecuencias económicas de los cambios demográficos". En Banco de España, *Informe Anual 2018*, pp. 227-272. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10080>
- Banco de España. (2022). "Los fondos Next Generation EU (NGEU): cómo se contabilizan en la Balanza de Pagos/Posición de Inversión Internacional". <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/docs/notaNGEU.pdf>
- Banco de España. (2023). "Capítulo 2. Retos y oportunidades para crecer y converger con la Unión Económica y Monetaria de manera robusta y sostenible". En Banco de España, *Informe Anual 2022*, pp. 78-151. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29656>
- Banco de España. (2024a). "Capítulo 1. La resiliencia de la economía española en el contexto europeo". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 47-103. https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/23/Fich/InfAnual_2023_Cap1.pdf
- Banco de España. (2024b). "Capítulo 2. Retos estructurales de la economía española". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 104-177. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36553>
- Banco de España. (2024c). "Capítulo 3. El mercado de trabajo español: situación actual, tendencias estructurales y políticas de empleo". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 178-229. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36472>
- Banco de España. (2024d). "Recuadro 2.1. Los efectos heterogéneos de la inflación sobre la recaudación por IRPF". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 169-172. <https://doi.org/10.53479/36512>
- Banco de España. (2024e). "Recuadro 2.1. Evaluación prospectiva de la capacidad de resistencia del sistema bancario español". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2024*, pp. 105-112. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/37977>
- Banco de España. (2025). "Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Marzo de 2025". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T1. <https://doi.org/10.53479/39318>
- Basso, Henrique S., y Marina Gómez. (2025). "La evolución de la propensión marginal a consumir de los hogares españoles entre 2017 y 2022". *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.
- Berganza, Juan Carlos, Rodolfo G. Campos, Antoni Estevadeordal, Ernesto Talvi y Jacopo Timini. (2025). "UE-MERCOSUR: ¿plataforma hacia una nueva era de integración transatlántica e intrarregional latinoamericana?". Real Instituto Elcano. <https://www.realinstitutoelcano.org/analisis/ue-mercosur-plataforma-hacia-una-nueva-era-de-integracion-transatlantica-e-intraregional-latinoamericana/>
- Berson, Clémence, Vasco Botelho, António Dias da Silva, Claudia Foroni, Matthias Mohr, Christofer Schroeder y Marco Weissler. (2024). "Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024". *ECB Economic Bulletin*, 8/2024. <https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/html/eb202408.en.html#toc25>
- Bhagwati, Jagdish. (2005). *En defensa de la globalización*. Debate.
- Bloom, Nicholas, John Van Reenen y Heidi Williams. (2019). "A toolkit of policies to promote innovation". *Journal of Economic Perspectives*, 33(3), pp. 163-184. <https://doi.org/10.1257/jep.33.3.163>
- Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez y Francesca Viani. (2024). "A New Supply Bottlenecks Index Based on Newspaper Data". *International Journal of Central Banking*, 20(2), pp. 17-69. <http://www.ijcb.org/journal/ijcb24q2a2.pdf>
- Caldara, Dario, y Matteo Iacoviello. (2022). "Measuring Geopolitical Risk". *American Economic Review*, 112(4), pp. 1194-1225. <https://doi.org/10.1257/aer.20191823>
- Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino y Andrea Raffo. (2020). "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty". *Journal of Monetary Economics*, 109, pp. 38-59. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.11.002>

- Cavallo, Alberto, Gita Gopinath, Brent Neiman y Jenny Tang. (2021). "Tariff Pass-Through at the Border and at the Store: Evidence from us US Trade Policy". *American Economic Review: Insights*, 3(1), pp. 19-34. <https://doi.org/10.1257/aeri.20190536>
- Comin, Diego, Javier Quintana, Tom Schmitz y Antonella Trigari. (2025). "Revisiting Productivity Dynamics in Europe: A New Measure of Utilization - Adjusted TFP Growth". *Journal of the European Economic Association*, jvaf003. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvaf003>
- Comisión Europea. (2022). "Digital Economy and Society Index (DESI) 2022". <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/digital-economy-and-society-index-desi-2022>
- Comisión Europea. (2023). "Study on the Critical Raw Materials for the EU 2023 - Final Report". https://single-market-economy.ec.europa.eu/publications/study-critical-raw-materials-eu-2023-final-report_en
- Comisión Europea. (2024a). *European Innovation Scoreboard 2024*. <https://doi.org/10.2777/779689>
- Comisión Europea. (2024b). "Interim Agreement on Trade between the European Union and the Republic of Chile". <https://circabc.europa.eu/ui/group/09242a36-a438-40fd-a7af-fe32e36cbd0e/library/7668ad45-b14f-4ef6-823d-8899fbac72d2/details?download=true>
- Comisión Europea. (2024c). *Ninth report on economic, social and territorial cohesion*. https://ec.europa.eu/regional_policy/information-sources/cohesion-report_en
- Comisión Europea. (2025a). "EU-India Free Trade Agreement, Investment Protection Agreement and Geographical Indications Agreement". https://policy.trade.ec.europa.eu/eu-trade-relationships-country-and-region/countries-and-regions/india/eu-india-agreement_en
- Comisión Europea. (2025b). "Negotiators conclude on modernised Global Agreement with Mexico". https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/en/ip_25_248/IP_25_248_EN.pdf
- Correia, Isabel. (2010). "Consumption Taxes and Redistribution". *American Economic Review*, 100(4), pp. 1673-1694. <https://doi.org/10.1257/aer.100.4.1673>
- Cuadrado, Pilar, Ángel Luis Gómez y Teresa Sastre. (2024). "Una caracterización de los flujos migratorios hacia España y otros países de la Unión Europea". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T3, 06. <https://doi.org/10.53479/37372>
- Cuadrado, Pilar, Enrique Moral-Benito e Iruna Solera. (2020). "A sectoral anatomy of the Spanish productivity puzzle". Documentos Ocasionales, 2006, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10454>
- Dejuán, Daniel, Álvaro Menéndez y Maristela Mulino. (2018). "La inversión y la financiación de las empresas no financieras españolas: un análisis con datos a nivel empresa". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2018, Artículos Analíticos. <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2018/T3/Fich/beaa1803-art19.pdf>
- Demmou, Lilas, y Franco Guido. (2021). "Mind the financing gap: Enhancing the contribution of intangible assets to productivity". OECD Economics Department Working Papers, 1681, Organisation for Economic Co-operation and Development. <https://doi.org/10.1787/7aefd0d9-en>
- Domenella, Yanina. (2025). "The Cost of Waiting for Nationality: Impact on Immigrant's Labor Market Outcomes in Spain". Manuscrito. <https://drive.google.com/file/d/1TR4ZV84GNyDfwHqJW6nWT2iSCegyCczu/view?pli=1>
- Draghi, Mario. (2024). "The Draghi report: A competitiveness strategy for Europe". https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059
- Dupor, Bill, y Rodrigo Guerrero. (2017). "Local and aggregate fiscal policy multipliers". *Journal of Monetary Economics*, 92, pp. 16-30. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2017.07.007>
- Escrivá, José Luis. (2025). "Desafíos y oportunidades para el futuro financiero de Europa". Encuentro Bancario AEB/Fundación Rafael del Pino. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/actualidad-banco-espana/gobernador-encuentro-bancario-aeb-desafios-y-oportunidades-para-el-futuro-financiero-de-europa.html>
- Eurostat. (2024). "Which occupations are the most sought on the web?". <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-eurostat-news/w/ddn-20241210-2>
- Fajgelbaum, Pablo D., Pinelopi K. Goldberg, Patrick J. Kennedy y Amit K. Khandelwal. (2020). "The Return to Protectionism". *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), pp. 1-55. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz036>
- Federal Reserve Bank of New York. (2024). "Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities". <https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/shla2023r.pdf>

- Fernández, José Luis, Enrique Moral-Benito y Alberto Urtasun. (2024). "Rasgos básicos de la evolución de la economía española desde la pandemia, en comparativa europea, tras las revisiones de la Contabilidad Nacional". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T4, 05. <https://doi.org/10.53479/38437>
- Fernández Cerezo, Alejandro, Sergio Puente Díaz y Rubén Veiga Duarte. (2025). "La debilidad de la inversión empresarial en España tras la pandemia: un análisis basado en la EBAE". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T1, 02. <https://doi.org/10.53479/38946>
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2024). "Spain: Financial System Stability Assessment". IMF Staff Country Reports 2024, 154, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400277887.002>
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2025). "Global Growth: Divergent and Uncertain". World Economic Outlook. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/01/17/world-economic-outlook-update-january-2025>
- Fontagné, Lionel, Houssein Guimbard y Gianluca Orefice. (2022). "Tariff-based product-level trade elasticities". *Journal of International Economics*, 137(103593). <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103593>
- Fuster, Luisa. (2022). "Macroeconomic and distributive effects of increasing taxes in Spain". *SERIEs*, 13, pp. 613-648. <https://doi.org/10.1007/s13209-022-00269-5>
- García Esteban, Coral, y Blanca Jiménez García. (2024). "La bonanza de las exportaciones españolas desde 2008: ¿qué exportamos y a qué destinos?". El blog del Banco de España, 13 de septiembre. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/la-bonanza-de-las-exportaciones-espanolas-desde-2008-que-exportamos-y-a-que-destinos.html>
- García-Miralles, Esteban. (2023). "Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- García-Miralles, Esteban, Maximilian Freier, Sara Riscado, Chrysa Leventi, Alberto Mazzon, Glenn Abela, Laura Boyd, Baiba Brusbārde, Marion Cochard, David Cornille, Emanuele Dicarlo, Ian Debattista, Mar Delgado-Téllez, Mathias Dolls, Ludmila Fadejeva, Maria Flevotomou, Florian Henne, Alena Harrer-Bachleitner, Viktor Jaszberenyi-Kiraly, ... Lara Wemans. (2025). "Fiscal Drag in theory and in practice: a European perspective". Working Paper Series, European Central Bank. De próxima publicación.
- Global Carbon Project. (2024). "Fossil fuel CO₂ emissions increase again in 2024". <https://globalcarbonbudget.org/fossil-fuel-co2-emissions-increase-again-in-2024/>
- González-Simón, Miguel Ángel, Blanca Jiménez-García y Carmen Martínez-Carrascal. (2024). "Un análisis desagregado de la inversión empresarial desde el inicio de la pandemia". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T2, 04. <https://doi.org/10.53479/36638>
- Guner, Nezih, Martín Lopez-Daneri y Gustavo Ventura. (2023). "The looming fiscal reckoning: Tax distortions, top earners, and revenues". *Review of Economic Dynamics*, 50, pp. 146-170. <https://doi.org/10.1016/j.red.2023.07.003>
- Gutiérrez, Eduardo. (2023). *Trade Barriers and Spanish Exports* [Tesis de doctorado]. Universidad Complutense de Madrid. <https://docta.ucm.es/rest/api/core/bitstreams/25ddc9db-9f3b-4faa-9428-dc1187877f26/content>
- Gutiérrez, Eduardo, Aitor Lacuesta y César Martín-Machuca. (2024). "Brexit: Trade Diversion due to Trade Policy Uncertainty". *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 86(5), pp. 1058-1088. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/obes.12606>
- Gutiérrez, Eduardo, y César Martín Machuca. (2021). "The effect of tariffs on Spanish goods exports". Documentos de Trabajo, 2121, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16672>
- Instituto Nacional de Estadística. (2025a). Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR). <https://www.ine.es/dyngs/Prensa/EGATUR0325.htm>
- Instituto Nacional de Estadística. (2025b). Estadística de Movimientos Turísticos en Fronteras (FRONTUR). <https://www.ine.es/dyngs/Prensa/FRONTUR0325.htm>
- Ioannou, Demosthenes, Javier J. Pérez, Hans Geeroms, Isabel Vansteenkiste, Pierre-François Weber, Ana M. Almeida, Irina Balteanu, Iván Kataryniuk, Daniel Alonso, María Grazia Attinasi, Lorenzo Bencivelli, Oscar Borgogno, Fructuoso Borrallo, Kristel Buysse, Rodolfo Campos, Daragh Clancy, Lucía Cuadro-Sáez, Enrica Di Stefano, Andreas Esser, ... Pierre-François Weber. (2023). "The EU's Open Strategic Autonomy from a central banking perspective. Challenges to the monetary policy landscape from a changing geopolitical environment". Occasional Paper Series, 311, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op311~5065ff588c.en.pdf>

- Jiménez-García, Blanca, y Coral García Esteban. (2024). "La reciente diversificación de los flujos turísticos internacionales hacia España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T2, 03. <https://doi.org/10.53479/36593>
- Koenig, Felix, Alan Manning y Barbara Petrongolo. (2024). "Reservation wages and the wage flexibility puzzle". *The Review of Economics and Statistics*, 29 de octubre de 2024, pp. 1-32. https://doi.org/10.1162/rest_a_01523
- Lang, Valentin, y Marina Mendes Tavares. (2023). "The global distribution of gains from globalization". *The Journal of Economic Inequality*, 22, pp. 357-381. <https://link.springer.com/article/10.1007/s10888-023-09593-7>
- Letta, Enrico. (2024). "Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens". <https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>
- Lewis, John, y Edoardo Tolve. (2025). "Brexit and Goods Trade: A Trending Topic". CFM Discussion Paper Series, CFM-DP2025-02, London School of Economics and Political Science. <https://www.lse.ac.uk/CFM/assets/pdf/CFM-Discussion-Papers-2025/CFMDP2025-02-Paper.pdf>
- López Vicente, Fernando, Marta Rodríguez Vives y Juan Rojas. (2024). "El gasto público en defensa, orden público y seguridad en España y en la Unión Europea". *Boletín económico - Banco de España*, 2024/T3, 05. <https://doi.org/10.53479/37332>
- Lucas, Robert E. (1988). "On the mechanics of economic development". *Journal of Monetary Economics*, 22(1), pp. 3-42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- Macnamara, Patrick, Myroslav Pidkuyko y Raffaele Rossi. (2023). "Taxing consumption in unequal economies". Documentos de Trabajo, 2331, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/34646>
- Manera, Carles, Ferran Navinés, Javier Franconetti, Miguel Quetglas y José A. Pérez-Montiel. (2025). "Panorama regional de la productividad aparente del trabajo en España, 2000-2022". https://portal.mineco.gob.es/es-es/economiaempresa/ConsejoProductividad/Documents/Panorama-productividad-trabajo-Espana_2000-2022.pdf
- Martínez-Carrascal, Carmen. (2023). "El dinamismo reciente del mercado laboral y su impacto sobre el consumo de los trabajadores". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 07. <https://doi.org/10.53479/30850>
- Martínez-Carrascal, Carmen. (2025). "Algunos factores explicativos de la debilidad del consumo de los hogares después de la pandemia". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T1, 01. <https://doi.org/10.53479/38945>
- Martínez Martín, Jaime. (2023). "¿Cuál es el tipo de interés del BCE relevante para mi crédito o hipoteca?". El blog del Banco de España, 25 de octubre. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/cual-es-el-tipo-de-interes-del-bce-relevante-para-mi-credito-o-hipoteca-.html>
- Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. (2024). Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028. https://portal.mineco.gob.es/es-es/economiaempresa/EconomiaInformesMacro/Documents/Informes%20de%20previsi%C3%B3n%20y%20programaci%C3%B3n/Plan_fiscal_y_structural_de_medio_plazo_2025_2028.pdf
- Ministerio de Educación, Formación Profesional y Deportes. (2025). "Explotación de las variables educativas de la Encuesta de Población Activa. Año 2024. Nota resumen". <https://www.educacionfpdeportes.gob.es/dam/jcr:43237823-e07f-47b6-93b9-a008e5ef2cbc/nota-resu.pdf>
- Minondo, Asier. (2023). "How exporters neutralised an increase in tariffs". *The World Economy*, 47(3), pp. 1274-1296. <https://doi.org/10.1111/twec.13492>
- Miran, Stephen. (2024). "A User's Guide to Restructuring the Global Trading System". Hudson Bay Capital. https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf
- Nakamura, Emi, y Jón Steinsson. (2014). "Fiscal Stimulus in a Monetary Union: Evidence from US Regions". *American Economic Review*, 104(3), pp. 753-792. <https://doi.org/10.1257/aer.104.3.753>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2023). *Retaining Talent at All Ages. Ageing and Employment Policies*, OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/00dbdd06-en>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2024). *Survey of Adult Skills – Reader's Companion*. OECD Skills Studies, OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/3639d1e2-en>
- Petroulakis, Filippos, y Farzad Saidi. (2025). "In Merz We Truss: Financial Market Reaction to Germany's Fiscal Package". Kiel Policy Brief, 185, Kiel Institute for the World Economy. https://www.ifw-kiel.de/fileadmin/Dateiverwaltung/IfW-Publications/fis-import/00fc1d9b-0299-421e-a028-a3a91baba3af-Policy_Brief_Farzad_englisch.pdf

- Puente Díaz, Sergio, y Maristela Mulino Ríos. (2024). "Una primera aproximación a la relación entre margen e inversión a nivel de empresa en la economía española". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T4, 04. <https://doi.org/10.53479/37916>
- Quintana, Javier. (2024). "El impacto de las energías renovables sobre el precio mayorista de la electricidad". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T3, 09. <https://doi.org/10.53479/37593>
- Ramey, Valerie. (2011). "Can Government Purchases Stimulate the Economy?". *Journal of Economic Literature*, 49(3), pp. 673-685. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jel.49.3.673>
- Ramey, Valerie, y Sarah Zubairy. (2018). "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data". *Journal of Political Economy*, 126(2), pp. 850-901. <https://doi.org/10.1086/696277>
- Rauch, James E. (1999). "Networks versus markets in international trade". *Journal of International Economics*, 48(1), pp. 7-35. [https://doi.org/10.1016/S0022-1996\(98\)00009-9](https://doi.org/10.1016/S0022-1996(98)00009-9)
- Romer, Paul M. (1986). "Increasing Returns and Long-Run Growth". *Journal of Political Economy*, 94(5), pp. 1002-1037. <https://www.jstor.org/stable/1833190>
- Signorelli, Sara. (2020). "Too Constrained to Grow Analysis of Firms' Response to the Alleviation of Skill Shortages". PSE Working Papers, halshs-02961493, HAL. <https://shs.hal.science/halshs-02961493/document>
- Soderbery, Anson. (2018). "Trade elasticities heterogeneity, and optimal tariffs". *Journal of International Economics*, 114, pp. 44-62. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2018.04.008>
- Springford, John. (2024). "Brexit, four years on: answers to two trade paradoxes". Centre for European Reform. <https://www.cer.eu/insights/brexit-four-years-answers-two-trade-paradoxes>
- Timini, Jacopo, y Francesca Viani. (2022). "A highway across the Atlantic? Trade and welfare effects of the EU-Mercosur agreement". *International Economics*, 169, pp. 291-308. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2022.02.003>
- US Department of the Treasury. (2025). "Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities". <https://ticdata.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Documents/shl2024r.pdf>
- Viani, Francesca. (2024). "El impacto económico de las tensiones en el mar Rojo. Qué nos dice el índice de cuellos de botella del Banco de España". El blog del Banco de España, 31 de enero. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/el-impacto-economico-de-las-tensiones-en-el-mar-rojo--que-nos-dice-el-indice-de-cuellos-de-botella-del-banco-de-espana.html>
- Wolf, Martin. (2005). *Why globalization works*. Yale University Press.
- Wolff, Guntram B., Armin Steinbach y Jeromin Zettelmeyer. (2025). "The governance and funding of European rearmament". Policy Brief, 15/25. Bruegel. <https://www.bruegel.org/sites/default/files/2025-04/PB%2015%202020.pdf>
- World Meteorological Organization. (2024). *WMO Global Annual to Decadal Climate Update (2024-2028)*. <https://wmo.int/publication-series/wmo-global-annual-decadal-climate-update-2024-2028>

Recuadro 1

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE 2024 Y LA PARTE TRANSCURRIDAS DE 2025, Y SU IMPACTO MACRO

El episodio inflacionista que se inició, a escala global, en 2021 dio lugar a un ciclo de endurecimiento extraordinario de la política monetaria por parte de los principales bancos centrales¹. En el caso del área del euro, entre julio de 2022 y septiembre de 2023, el Banco Central Europeo (BCE) elevó el tipo de interés de la facilidad de depósito² desde el -0,5% —nivel en el que había permanecido desde septiembre de 2019— hasta el 4%.

Como resultado de esta reacción decidida del BCE, a pesar de que las tasas de inflación general en el área del euro llegaron a situarse por encima del 10% en octubre y noviembre de 2022 (10,6% y 10,1%, respectivamente), las expectativas de inflación a medio plazo de los agentes económicos permanecieron ancladas en torno a la tasa objetivo del 2%. Un factor que fue clave para que, una vez que algunas de las perturbaciones negativas de oferta que habían contribuido al repunte inicial de la inflación empezaron a disiparse³, la inflación en el área del euro comenzara a moderarse. Así, por ejemplo, a finales de 2023, la inflación general retrocedió hasta el 2,9%, y la inflación subyacente, que había alcanzado un máximo del 5,7% en marzo de ese año, se redujo hasta el 3,4%.

Ante esta ralentización de las presiones inflacionistas —proceso que continuó durante la primera mitad de 2024—, en su reunión de junio del año pasado, el BCE redujo sus tipos de interés oficiales en 25 puntos básicos (pb) e inició una senda de moderación gradual del tono restrictivo de su política monetaria (véase esquema 1).

Esta senda ha sido compatible, a lo largo de los últimos trimestres, con una convergencia paulatina de la inflación del área del euro hacia la tasa objetivo del BCE del 2% a medio plazo (véase sección 2.1). De hecho, durante este período, el BCE ha mantenido un enfoque dependiente de los datos y ha ido ajustando sus decisiones sobre los tipos de interés, reunión a reunión, en función de su valoración de las perspectivas de inflación, teniendo en cuenta los nuevos datos económicos y financieros, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria. Todo ello sin

comprometerse de antemano con ninguna senda concreta para los tipos de interés.

De este modo, entre junio de 2024 y marzo de 2025, el BCE redujo el tipo de interés de la facilidad de depósito en 150 pb, hasta el 2,5% (véase gráfico 1).

En paralelo, el BCE ha proseguido con la normalización del balance del Eurosistema que se inició en 2022. Esta reducción del balance, que se ha realizado de manera gradual y predecible, se ha apoyado tanto en la amortización anticipada y el vencimiento de las TLTRO —operaciones de refinanciación a más largo plazo con objetivo específico— como, de manera creciente, en los vencimientos de la cartera de activos de política monetaria (véase gráfico 2).

Así, por ejemplo, en el Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés), los vencimientos de activos dejaron de reinvertirse desde julio de 2023. Por su parte, la cartera del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) se redujo a un ritmo de 7,5 mm de euros mensuales durante la segunda mitad de 2024, y las reinversiones cesaron por completo a principios de 2025.

Como resultado de estos desarrollos, en abril de 2025, el balance del Eurosistema había disminuido casi un 30% desde su máximo alcanzado a mediados de 2022. Del mismo modo, el exceso de liquidez se redujo casi un 40% durante este mismo período, si bien se mantiene una situación de reservas bancarias amplias.

Por otra parte, en marzo de 2024, el BCE introdujo una serie de cambios en su marco operativo para la ejecución de la política monetaria, con el propósito de asegurar que este continúa siendo adecuado durante el proceso de normalización del balance del Eurosistema. En particular, los cambios introducidos afectarán al modo en que se proporcionará la liquidez del banco central en un contexto de reducción gradual del exceso de liquidez en el sistema bancario —aunque este seguirá siendo significativo en los próximos años—⁴.

1 Banco de España. (2023). “Capítulo 3. El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos”. En Banco de España, *Informe Anual 2022*, pp. 152-200. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29657>

2 El tipo de interés de la facilidad de depósito es actualmente el relevante para determinar el tono de la política monetaria en el área del euro.

3 Por ejemplo, en forma de moderación de los precios de la energía y de reducción de los cuellos de botella que durante un tiempo condicionaron el funcionamiento de las cadenas globales de producción y suministros.

4 También redujo el diferencial entre el tipo de interés de las operaciones principales de financiación y el tipo de interés de la facilidad de depósito de 50 pb a 15 pb, con el objetivo de limitar la volatilidad de los tipos de interés en el mercado monetario, decisión que no tenía implicaciones sobre la orientación de la política monetaria y que se activó en septiembre de 2024.

Recuadro 1

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE 2024 Y LA PARTE TRANSCURRIDAS DE 2025, Y SU IMPACTO MACRO (cont.)

Esquema 1

Medidas de política monetaria y otras medidas del BCE tomadas desde 2024

Enero 2024	Mantenimiento de los tipos de interés oficiales (DFR: 4 %).
Marzo 2024	<p>Cambios en el marco operativo para la implementación de la política monetaria:</p> <ul style="list-style-type: none"> El Consejo de Gobierno continuará guiando la orientación de su política monetaria mediante el ajuste del tipo de interés de la facilidad de depósito. La provisión de liquidez será flexible a través de una amplia gama de instrumentos. Las operaciones principales de financiación (OPF) desempeñarán un papel fundamental para atender las necesidades de liquidez de las entidades de crédito y continuarán ejecutándose mediante procedimientos de subasta a tipo de interés fijo con adjudicación plena. El diferencial entre el tipo interés de las OPF y el de la facilidad de depósito se reducirá a 15 pb desde el 18 de septiembre de 2024. Se prevé una revisión de los parámetros fundamentales del marco en 2026, basada en la experiencia adquirida en el período transcurrido, o antes si fuera necesario.
Abril 2024	Mantenimiento de los tipos de interés oficiales (DFR: 4 %).
Junio 2024	Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb (DFR: 3,75 %).
Julio 2024	Mantenimiento de los tipos de interés oficiales (DFR: 3,75 %).
Agosto 2024 (ad hoc)	<p>El BCE armoniza las normas para la gestión de activos de garantía del Eurosistema:</p> <ul style="list-style-type: none"> La armonización constituye un paso más hacia la unión de mercados de capitales europeos. Las nuevas normas entrarán en vigor coincidiendo con la puesta en marcha del Sistema de Gestión de Activos de Garantía del Eurosistema (18 de noviembre de 2024).
Septiembre 2024	Reducción del tipo de interés de la facilidad de depósito en 25 pb (DFR: 3,5 %). Reducción de 60 pb en las OPF y en la facilidad marginal de crédito al aplicarse los nuevos diferenciales sobre el DFR.
Octubre 2024	Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb (DFR: 3,25 %).
Diciembre 2024	Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb (DFR: 3 %).
Enero 2025	Se confirma el fin de las reinversiones del PEPP a partir de 2025.
Marzo 2025	Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb (DFR: 2,50 %).
Abril 2025	Reducción de los tipos de interés oficiales en 25 pb (DFR: 2,25 %).

Tipos de interés oficiales del BCE
Marco operativo
Medidas de balance

FUENTE: Banco de España.

NOTA: DFR se refiere al tipo de interés de la facilidad de depósito (por sus siglas en inglés) y PEPP al Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia. Durante el período de referencia, el BCE también ha extendido y renovado líneas de swaps y de repos con bancos centrales fuera de la zona del euro con el objetivo de atender posibles necesidades de liquidez en euros. Además, en abril de 2024 el BCE confirmó que el límite máximo de la remuneración de los depósitos de las AAPP de la zona del euro es el tipo a corto plazo del euro (ESTR) menos 20 pb y ajustó la remuneración de otros depósitos no relacionados con la política monetaria, de forma que el reducido volumen de depósitos no relacionados con la política monetaria que aún no se han alineado con este tipo uniforme deberán alinearse con él.

Recuadro 1

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE 2024 Y LA PARTE TRANSCURRIDAS DE 2025, Y SU IMPACTO MACRO (cont.)**Decisiones más recientes del Banco Central Europeo**

Desde principios de abril, la escalada de las tensiones comerciales a nivel global y su impacto sobre los mercados financieros internacionales (véase sección 2.2.2) han supuesto una extraordinaria perturbación, que ha

distorsionado de forma notable el escenario macrofinanciero y geopolítico mundial y ha complicado la conducción de la política monetaria del BCE.

Como se apunta en la sección 4.1 de este Informe, en estos momentos existe una elevada incertidumbre: i) sobre la

Gráfico 1

Tipo de interés de la facilidad de depósito, euríbor y expectativas de mercados (a)



Gráfico 2

Balance del Eurosistema y exceso de reservas (b)

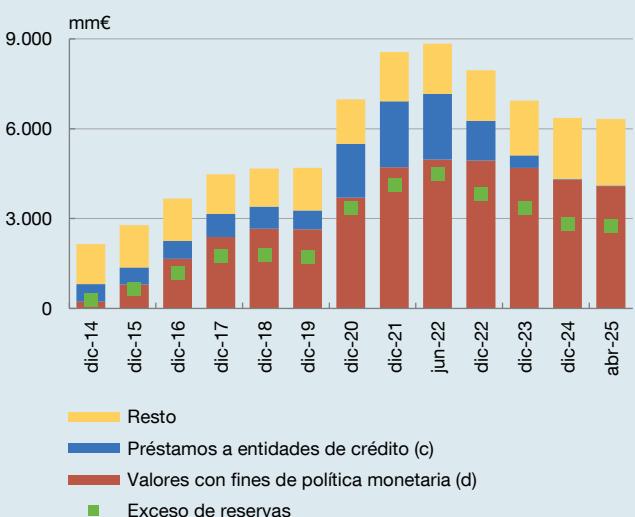
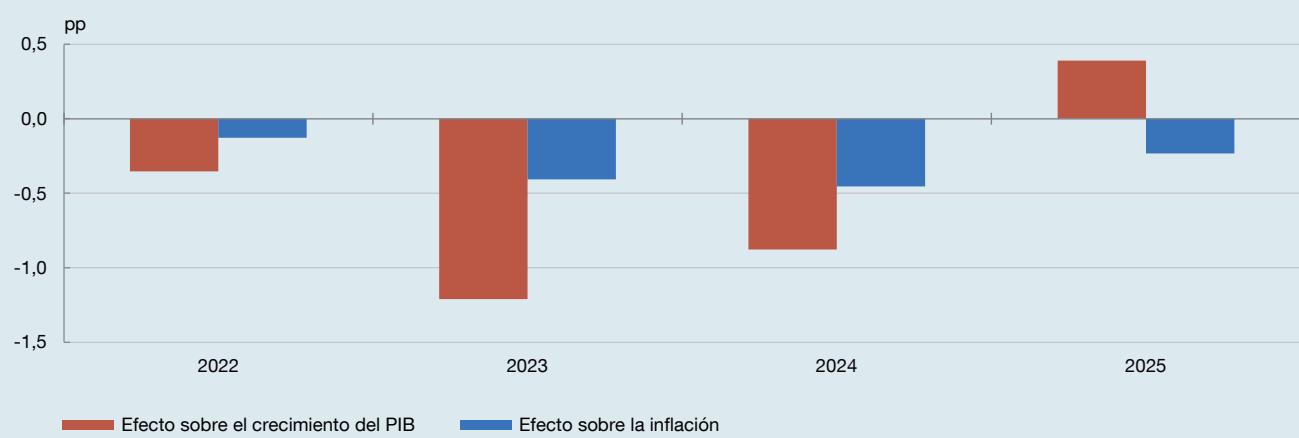


Gráfico 3

Impacto estimado del endurecimiento de la política monetaria del BCE desde 2021 sobre el PIB y la inflación en España (e)



FUENTES: Banco Central Europeo, Banco de España y LSEG Datastream.

a Forwards instantáneos estimados a partir de los OIS (*overnight index swaps*) a distintos plazos utilizando el modelo paramétrico de Svensson (1994) y añadiendo el diferencial entre el tipo oficial y el tipo de interés a un día en la fecha de estimación.

b Datos a fin de año, salvo junio de 2022 (que recoge el nivel máximo del 23 de junio de 2022) y último dato disponible (abril de 2025).

c Incluyen las operaciones principales de financiación, las operaciones de financiación a plazo más largo y la facilidad marginal de crédito.

d Programas de compra de activos del BCE: SMP, CBPP3, ABSPP, PSPP, CSPP y PEPP.

e Estimaciones realizadas con el MTBE.

Recuadro 1

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE 2024 Y LA PARTE TRANSCURRIDAS DE 2025, Y SU IMPACTO MACRO (cont.)

magnitud y el alcance de los aranceles que imperarán en los próximos trimestres entre las principales economías mundiales, y ii) sobre los principales canales de transmisión (oferta frente a demanda) a través de los cuales estas medidas comerciales podrían afectar a la actividad económica global en un futuro —lo que depende, en gran medida, de la respuesta (incierta) de los mercados financieros y de los agentes económicos a dichas medidas—.

En este sentido, de acuerdo con la literatura económica, la reacción de la política monetaria podría ser diferente si los canales de transmisión dominantes son los de oferta —que, en este caso, reducirían el crecimiento, pero elevarían las presiones inflacionistas— o los de demanda —que presionarían a la baja tanto la actividad como los precios—.

En estas circunstancias, el Consejo de Gobierno del BCE acordó, en su reunión del pasado 17 de abril, una reducción adicional de 25 pb en los tipos oficiales, lo que situó el tipo de interés de la facilidad de depósito en el 2,25 %.

En cualquier caso, como subrayó la presidenta del BCE en la rueda de prensa posterior al Consejo, en la coyuntura actual, la preparación y la agilidad son atributos clave para responder de manera adecuada y rápida a los nuevos acontecimientos. Asimismo, ahora más que nunca, es importante mantener un enfoque dependiente de los datos en el que las decisiones se tomen reunión a reunión, sin que el Consejo de Gobierno del BCE se comprometa de antemano a ninguna senda concreta de tipos de interés.

Impacto macroeconómico de la política monetaria del Banco Central Europeo

En el resto de este recuadro se ilustra el impacto que la política monetaria desplegada por el BCE desde 2021 —descrita anteriormente— habría tenido sobre el PIB y la inflación de la economía española en los últimos años⁵.

Este ejercicio es una actualización del presentado en el epígrafe 4.4 del capítulo 3 del *Informe Anual 2022* del Banco

de España. El ejercicio consiste en introducir en el Modelo Trimestral del Banco de España (MTBE)⁶ shocks a los tipos de interés, la renta de los hogares, el tipo de cambio y las cotizaciones bursátiles calibrados de manera que recojan los efectos de los cambios en la política monetaria del BCE entre diciembre de 2021 y marzo de 2025.

A partir de estas perturbaciones, el MTBE genera un escenario contrafactual en el que los distintos canales por los que la política monetaria afecta a la economía en el modelo —efecto sustitución intertemporal, efecto tipo de cambio, efecto riqueza, efecto renta y canal comercial con el resto del área del euro— operan de acuerdo con las regularidades empíricas que se han observado históricamente en España, en un entorno de equilibrio general⁷.

En cuanto a estos canales, como se expuso en el *capítulo 3 del Informe Anual 2022 del Banco de España*, es importante recordar que la transmisión de las decisiones de política monetaria sobre la actividad económica y la inflación discurre en dos etapas. La primera afecta a las condiciones financieras y se manifiesta de forma relativamente rápida. De hecho, esta etapa comienza con cierta antelación con respecto a las decisiones de política monetaria, en la medida en que el precio de los activos financieros incorpora las expectativas de los inversores acerca de los posibles cambios en la política monetaria en el futuro. Así, por ejemplo, las rentabilidades en los mercados interbancarios y de deuda a distintos plazos reflejan, en parte, las expectativas de los inversores sobre la evolución futura de los tipos de interés oficiales.

En una segunda etapa, los cambios en las condiciones financieras afectan a la actividad real y, en última instancia, a los precios de consumo y a la inflación. Estos efectos suelen manifestarse con un cierto retardo, que puede llegar a alcanzar los dos años⁸.

Teniendo en cuenta estos canales y etapas, las simulaciones realizadas con el MTBE —que deben

5 Para un ejercicio similar realizado, con múltiples modelos, para el conjunto de la UEM, véase Philip R. Lane. (2024). *The 2021-2022 inflation surges and the monetary policy response through the lens of macroeconomic models*. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp241118_1~2c31ddbaa8.en.html

6 Se utiliza la versión más actualizada del MTBE. Véase Pablo Aguilar, Corinna Ghirelli y Samuel Hurtado. (2025). “MTBE v2025: New version of the Quarterly Model of the Banco de España”. Documentos Opcionales, Banco de España. De próxima publicación.

7 Nótese que este ejercicio recoge solo parcialmente el impacto positivo —para el desarrollo de la actividad económica y la estabilidad de los precios a medio plazo— del endurecimiento de la política monetaria del BCE entre 2022 y 2023 por la vía de mantener ancladas las expectativas de inflación a medio plazo en torno al 2 %.

8 Por ejemplo, véase Philip R. Lane. (2022). *The transmission of monetary policy*. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221011~5062b44330.en.html>

Recuadro 1

LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO DURANTE 2024 Y LA PARTE TRANSCURRIDAS DE 2025, Y SU IMPACTO MACRO (cont.)

tomarse con la cautela habitual con la que se interpretan los resultados de modelos que solo pueden capturar parcialmente relaciones económicas muy complejas— sugieren que los efectos contractivos del endurecimiento de la política monetaria desplegada por el BCE en los últimos años habrían restado en torno a 1 punto porcentual (pp) al crecimiento del PIB español tanto en 2023 como en 2024 (véase gráfico 3). En 2025, en cambio, el efecto neto de la política monetaria sobre la actividad económica de nuestro país sería ligeramente positivo, fruto de la relajación monetaria reciente.

Por otra parte, la política monetaria del BCE habría reducido la tasa de inflación anual promedio en nuestro país en aproximadamente 0,5 pp en 2023 y en 2024. En línea con las regularidades históricas, dicha política también estaría mitigando las presiones inflacionistas durante el año en curso, si bien ya en una menor magnitud.

Un rasgo destacado de este episodio de desinflación, tanto en España como en la UEM y en otras economías avanzadas, es que la «ratio de sacrificio» —esto es, el coste en términos de un menor PIB que resulta de reducir la inflación a través de un endurecimiento de la política monetaria— habría sido relativamente baja en comparación con las regularidades históricas y con lo que esperaba el consenso de los analistas^{9, 10}.

Entre los posibles factores que podrían haber contribuido a esta menor ratio de sacrificio en España y en la UEM, cabe destacar, especialmente, dos: i) el hecho de que las expectativas de inflación a medio plazo permanecieran ancladas en el objetivo del BCE del 2 % durante todo el episodio de repunte de los precios, y ii) la mayor frecuencia con la que las empresas habrían ajustado sus precios durante dicho episodio, lo que podría haber incrementado la pendiente de la curva de Phillips¹¹.

⁹ Corinna Ghirelli, Javier J. Pérez y Daniel Santabárbara. (2025). “Inflation and growth forecast errors and the sacrifice ratio of monetary policy in the euro area”. Documentos de Trabajo, 2516, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/39441>

¹⁰ Véase Deutsche Bundesbank (2024) (“The global disinflation process and its costs”. *Monthly Report - July 2024*), cuyos datos de estimación terminan en el cuarto trimestre de 2023. <https://publikationen.bundesbank.de/publikationen-en/reports-studies/monthly-reports/monthly-report-july-2024-935476?article=the-global-disinflation-process-and-its-costs-935482>

¹¹ Sobre evidencia relacionada con la frecuencia de ajuste de los precios, véase, por ejemplo, Eduardo Gutiérrez Chacón y Pau Roldán Blanco. (2024). “El repunte inflacionario en España entre 2021 y 2023: evidencia con microdatos”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 05. <https://doi.org/10.53479/36132>. Véase también Alberto Cavallo, Francesco Lippi y Ken Miyahara. (2023). “Large Shocks travel Fast”. Discussion Paper Series, 18413, Centre for Economic Policy Research. <https://cepr.org/system/files/publication-files/DP18413.pdf>

Recuadro 2

UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2024

En 2024, el crecimiento del PIB en España se situó en el 3,2% en promedio anual, significativamente por encima del ritmo de avance previsto tanto por el Banco de España como por el consenso de los analistas a principios de 2024 (véase gráfico 1). Este recuadro analiza los diferentes

factores que explican la desviación —de 1,3 puntos porcentuales (pp)— entre la tasa de crecimiento prevista para el promedio de 2024 en el ejercicio de proyecciones publicado por el Banco de España en marzo de 2024¹ —del 1,9%— y la tasa finalmente registrada —del

Gráfico 1

Evolución de las previsiones para 2024 a lo largo del año. Tasas de variación del PIB (a)

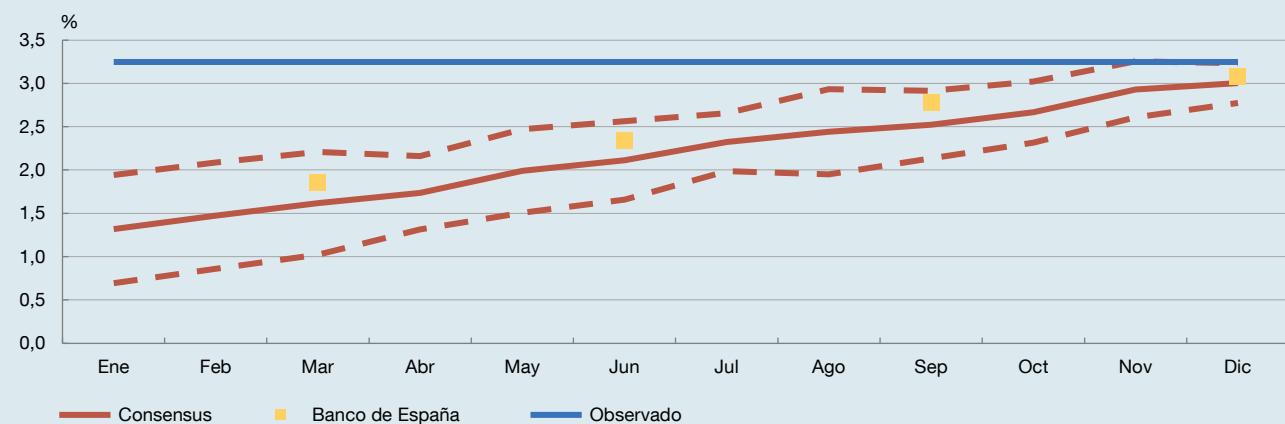
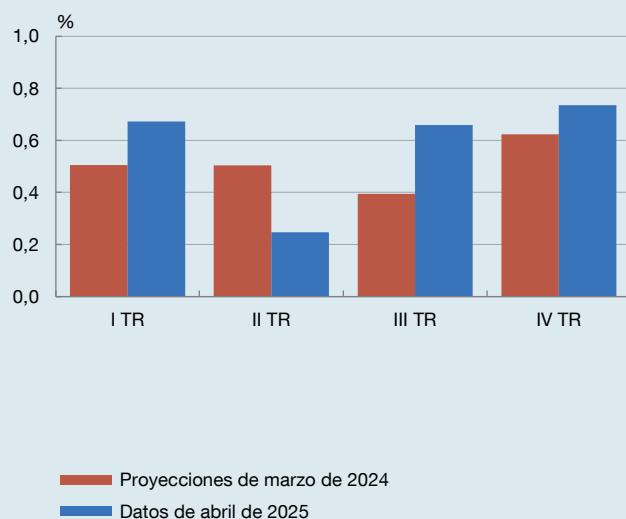


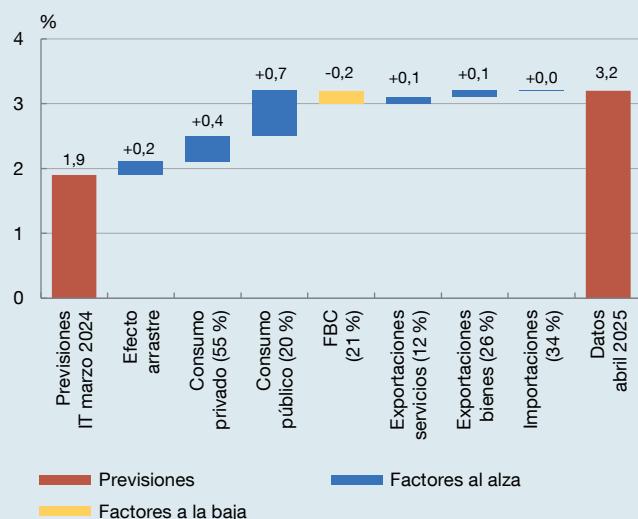
Gráfico 2

Factores explicativos de las revisiones en la tasa de crecimiento del PIB de 2024

2.a Crecimientos trimestrales del PIB en 2023



2.b Revisión respecto a las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2024 (b)



FUENTES: Banco de España, Consensus Economics e Instituto Nacional de Estadística.

- a Las líneas discontinuas representan el máximo y el mínimo entre las instituciones que forman parte del panel de Consensus.
b Entre paréntesis, el peso de cada componente en el PIB de 2023.

1 Se considera la previsión de marzo porque es la primera en la que se disponía de información completa sobre el año 2023.

Recuadro 2

UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2024 (cont.)

3,2%—. En particular, se cuantifican las contribuciones de los diferentes componentes de la demanda interna y de la demanda externa a las sorpresas registradas en el crecimiento del PIB en 2024, una vez descontado el efecto procedente de las revisiones estadísticas.

En primer lugar, una parte de la diferencia entre la tasa de crecimiento promedio del PIB de 2024 disponible actualmente y la prevista en marzo de 2024 se debe a las revisiones en las tasas trimestrales de crecimiento del PIB de 2023, que se conocieron después de cerrar el ejercicio de proyecciones de marzo de 2024². El impacto sobre la expansión del PIB en 2024 de dichas revisiones, conocido como «efecto arrastre», depende no solo de la corrección del crecimiento promedio de 2023, sino también del perfil trimestral a lo largo de dicho año³.

En este sentido, de acuerdo con la última información disponible, el ritmo de avance del PIB en el promedio de 2023 fue del 2,7% —frente al 2,5% que se contemplaba, según la información disponible, en marzo de 2024—. Además, las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB en los dos últimos trimestres de 2023 se corrigieron significativamente al alza (véase gráfico 2.a).

Como consecuencia de estas revisiones, incluso si las tasas de crecimiento intertrimestral de 2024 hubieran sido las previstas en marzo, el crecimiento del PIB habría sido 0,2 pp superior al contemplado al inicio del año (véase gráfico 2.b).

En segundo lugar, una vez descontado el efecto de estas revisiones estadísticas, algunos componentes de la demanda interna evolucionaron de forma diferente a lo que se había previsto.

El consumo privado registró, en el conjunto de 2024, un dinamismo mayor que el anticipado inicialmente. Entre los diversos factores que explican esta sorpresa, cabe destacar dos:

- Por un lado, el crecimiento de la renta disponible real fue mayor de lo esperado (4,5%, frente al 1,5% contemplado a principios de año). Respecto a las rentas laborales, la sorpresa se explica principalmente por el avance de la remuneración por asalariado (5%, frente al 3,9% previsto), ya que el empleo estuvo en línea con lo proyectado (creció un 2,2%, frente al 2,1% avanzado en marzo). Por su parte, las rentas no laborales crecieron intensamente, muy por encima de lo proyectado inicialmente (11,2%, frente al 1,6% esperado a principios de año).
- Por otro lado, la población volvió a ejercer como un soporte del consumo, al crecer un 1%, 0,4 pp más de lo anticipado en marzo.

Con todo, el mayor dinamismo del consumo privado respecto a lo contemplado en marzo explicaría en torno a 0,4 pp del mayor crecimiento del PIB en 2024 (véase gráfico 2.b). Esta sorpresa positiva se produjo por segundo año consecutivo, ya que en el *Informe Anual 2023* se estimaba que la contribución del consumo privado a la sorpresa del PIB había sido de 0,2 pp⁴.

El consumo público también mostró en 2024 un dinamismo mayor de lo previsto a principios de año. La sorpresa se debió, en parte⁵, a la expansión del consumo público en términos nominales, que, si bien fue generalizada por componentes, resultó especialmente destacable en el consumo de capital fijo y en los consumos intermedios y transferencias en especie.

Como resultado de estos desarrollos, la desviación al alza en la evolución del consumo público explicaría en torno a 0,7 pp de la sorpresa en el crecimiento del PIB en 2024 (véase gráfico 2.b). A este respecto, conviene mencionar que el elevado dinamismo del consumo público también contribuyó de forma similar a explicar la sorpresa registrada en el crecimiento del PIB en 2023.

2 José Luis Fernández, Enrique Moral-Benito y Alberto Urtasun. (2024). "Rasgos básicos de la evolución de la economía española desde la pandemia, en comparativa europea, tras las revisiones de la Contabilidad Nacional". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T4, 05. <https://doi.org/10.53479/38437>

3 En concreto, tasas de crecimiento más elevadas en la segunda parte del año tienen un impacto mayor sobre la actividad en el año siguiente. Para más detalles, José González Mínguez y Carmen Martínez Carrascal. (2019). "La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2019, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/9691>

4 Banco de España. (2024). "Recuadro 1.1. Una cuantificación de los determinantes de las sorpresas en la previsión de crecimiento del PIB en 2023". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 97-100. <https://doi.org/10.53479/36512>

5 Otra parte de la sorpresa al alza en el crecimiento del consumo público real en el pasado ejercicio se debe al menor avance de su deflactor, que fue 2,2 pp inferior al previsto a comienzos de año.

Recuadro 2

UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2024 (cont.)

En sentido contrario, a lo largo de 2024 —y descontando el efecto de las revisiones estadísticas relativas a 2023—, la inversión exhibió una fortaleza menor que la esperada. Varios factores podrían explicar este desempeño de la inversión por debajo de las expectativas, un fenómeno que se viene repitiendo desde el estallido de la pandemia.

Por un lado, de acuerdo con los resultados recogidos en la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) del segundo trimestre de 2024⁶, los principales obstáculos a la inversión serían la incertidumbre sobre las políticas económicas, la subcontratación de procesos productivos —de forma que la externalización de parte de la producción de una empresa limita su actividad de inversión— y la regulación empresarial —y la elevada carga burocrática asociada—.

Por otro lado, en el contexto del uso de los fondos *Next Generation EU*, aunque de los resultados de esa misma encuesta se desprende una aditividad relativamente elevada, hasta un 24 % de las empresas declaran que hubieran ejecutado las inversiones incluso sin el apoyo de este programa. Esto se traduce en que el incremento de la inversión productiva privada ha podido ser menor que el esperado inicialmente, ya que una parte de esta se hubiera realizado igualmente en ausencia de esos fondos.

En conjunto, la atonía de la inversión habría restado en torno a 0,2 pp al crecimiento del PIB observado en 2024 con respecto a lo previsto al inicio del año. Una sorpresa a la baja en la evolución de la inversión que también se produjo en las previsiones de crecimiento del PIB relativas a 2023.

En tercer lugar, en lo referente a la evolución de la demanda externa, cabe destacar que las exportaciones de servicios avanzaron en 2024 con una mayor intensidad de lo esperado. El elevado dinamismo en esta rúbrica se debió, principalmente, a las exportaciones de servicios turísticos, favorecidas por el continuado proceso de diversificación en términos de destino entre las diferentes

regiones españolas y por la mayor afluencia de turistas extranjeros en los meses de temporada baja.

En cualquier caso, las ventas al exterior de servicios no turísticos han mostrado también una fortaleza significativa, en un contexto de ganancias de competitividad y de aprovechamiento de las infraestructuras digitales de nuestro país. Con todo, el crecimiento de las exportaciones de servicios explicaría en torno a 0,1 pp de la sorpresa positiva en la tasa de crecimiento del PIB en 2024 (véase gráfico 2.b).

En resumen, más allá del efecto arrastre positivo que se produjo por las revisiones estadísticas de las tasas de crecimiento en los últimos trimestres del año 2023, la economía española registró en 2024 un crecimiento del PIB por encima de lo esperado como consecuencia, principalmente, y por este orden, de las sorpresas al alza en el consumo público, el consumo privado y las exportaciones de servicios. En sentido contrario, la inversión mostró un dinamismo menor que el inicialmente previsto.

Finalmente, conviene concluir destacando que esta sorpresa en la evolución de la actividad se ha trasladado de manera muy parcial a otras variables de interés⁷.

En primer lugar, la inflación registró una evolución similar a la esperada (véase sección 3.2). En concreto, la menor inflación de los alimentos compensó la sorpresa al alza registrada en la inflación de los servicios —como resultado, en parte, del buen comportamiento del turismo, que habría generado una presión adicional sobre los precios de las actividades vinculadas a este sector—.

En segundo lugar, la tasa de paro se situó en el 11,3 % en 2024, frente al 11,6 % esperado en marzo de 2024. La divergencia entre el mejor comportamiento del PIB y la escasa sorpresa en la tasa de paro se explica, principalmente, por un aumento de la productividad aparente del trabajo —del 0,9 % en 2024— mayor de lo previsto.

⁶ Alejandro Fernández Cerezo, Sergio Puente Diaz y Rubén Veiga Duarte. (2025). “La debilidad de la inversión empresarial en España tras la pandemia: un análisis basado en la EBAE”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T1, 02. <https://doi.org/10.53479/38946>

⁷ Para una descripción de los distintos factores que han condicionado la evolución del déficit público en España en 2024, véase la sección 3.6 de este Informe.

Recuadro 3

EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA DANA

El 29 de octubre de 2024, España sufrió una depresión aislada en niveles altos (DANA) que provocó graves inundaciones en diversas áreas del país y, especialmente, en varios municipios de la provincia de València.

Este evento meteorológico extremo tuvo un extraordinario coste en términos de vidas humanas y provocó considerables daños económicos¹. Unos daños que afectaron no solo a las infraestructuras públicas, sino también a un gran número de empresas y particulares, y que causaron una profunda disrupción en la movilidad y en la actividad económica y social de las zonas damnificadas.

Zonas afectadas

El Real Decreto-ley 6/2024, de 5 de noviembre, por el que se adoptan medidas urgentes de respuesta ante los daños causados por la DANA, identifica como zonas más afectadas 74 municipios de la provincia de València más las pedanías del sur de la ciudad de València. También incluye tres municipios de fuera de la provincia: Alhaurín de la Torre (Málaga), Letur (Albacete) y Mira (Cuenca).

En conjunto, estos municipios albergan en torno a un 2 % de la población española, de las empresas de nuestro país —si bien con un mayor peso relativo de las del sector industrial, un 2,7%— y del empleo total.

Respuesta del Banco de España

Desde el día posterior a la catástrofe, el Banco de España actuó de manera diligente para, en tiempo real, tratar de identificar las diversas implicaciones adversas de la DANA y contribuir a paliarlas en la medida de lo posible. En particular, desplegó actuaciones en diversos ámbitos.

En primer lugar, en el marco de su responsabilidad en la vigilancia del funcionamiento del sistema de pagos, el Banco de España estableció un seguimiento diario de los pagos e ingresos, así como de las retiradas de efectivo en cajeros y de las transacciones en terminales de puntos de venta en las zonas afectadas. Este monitoreo constante aseguró que el sistema de pagos funcionase correctamente

y que los ciudadanos pudieran acceder a sus fondos sin disrupciones.

Del mismo modo, el Banco de España implementó un procedimiento más ágil para el cambio de los billetes dañados por las inundaciones, que ha permitido que las instituciones de crédito hayan depositado billetes dañados por un valor superior a los 13,4 millones de euros en la sucursal de València.

En segundo lugar, en el ámbito de sus funciones micro- y macroprudenciales, el Banco de España monitorizó, desde el inicio de la catástrofe (y sigue haciéndolo en la actualidad), la exposición crediticia de las entidades bancarias españolas a la zona afectada y su evolución.

En este sentido, cabe reseñar que, con datos de finales de septiembre de 2024², las entidades que operan en el territorio español presentaban una exposición cercana a los 27.500 millones de euros en los municipios afectados³ (un 2,2 % de la exposición total del sistema financiero), de los cuales 17.400 millones de euros correspondían a hogares (2,5 % de la exposición total de los hogares), y poco más de 10.000 millones de euros, a sociedades no financieras (1,7 % sobre la exposición total de las empresas no financieras). Por el momento, el seguimiento del Banco de España de estas exposiciones crediticias sugiere que, en los meses posteriores a la catástrofe, no se han producido variaciones significativas (véase gráfico 1).

En tercer lugar, desde el punto de vista del análisis de la situación económica, el Banco de España ha venido haciendo un seguimiento continuo y en tiempo real de múltiples indicadores de alta frecuencia para tratar de cuantificar el impacto de la DANA sobre la economía en su conjunto y sobre el sistema financiero y, con ello, poder contribuir al diseño de los paquetes de ayuda desplegados por las autoridades.

En este ejercicio de seguimiento, se ha prestado especial atención a los cuellos de botella y a las disrupciones que las inundaciones podrían haber causado en las cadenas de suministro, así como a la evolución del empleo en las zonas afectadas y, en particular, al número de expedientes

1 De acuerdo con la comunidad científica, el cambio climático está contribuyendo a que este tipo de eventos meteorológicos extremos sean cada vez más frecuentes; una tendencia que se prevé que continúe, a escala global, en los próximos años. Véase Intergovernmental Panel on Climate Change. (2023). *Climate Change 2023*. https://www.ipcc.ch/report/ar6/syr/downloads/report/IPCC_AR6_SYR_SPM.pdf

2 Se toma septiembre de 2024, mes previo a la DANA, como referencia de las exposiciones de partida.

3 Se considera para este análisis el volumen dinerario de los préstamos concedidos por cualquiera de las entidades que operan en España. Las zonas afectadas se clasifican en función de los códigos postales de los municipios recogidos en el Real Decreto-ley 6/2024. La aproximación empleada intenta no dejar fuera de su alcance a ningún posible prestatario damnificado, por lo que considera que una operación ha sido afectada por la DANA cuando alguno de sus titulares pertenece a alguno de los códigos postales de las localidades consideradas como afectadas, o bien el préstamo o crédito en cuestión tenga asociado una garantía hipotecaria constituida sobre un inmueble situado en alguna de las zonas afectadas.

Recuadro 3

EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA DANA (cont.)

de regulación temporal de empleo aprobados, que llegaron a superar los 30.000 trabajadores afectados. Asimismo, a través de la Encuesta del Banco de España

Gráfico 1

La exposición crediticia de las entidades financieras se ha mantenido estable en los municipios afectados por la DANA (a) (b)

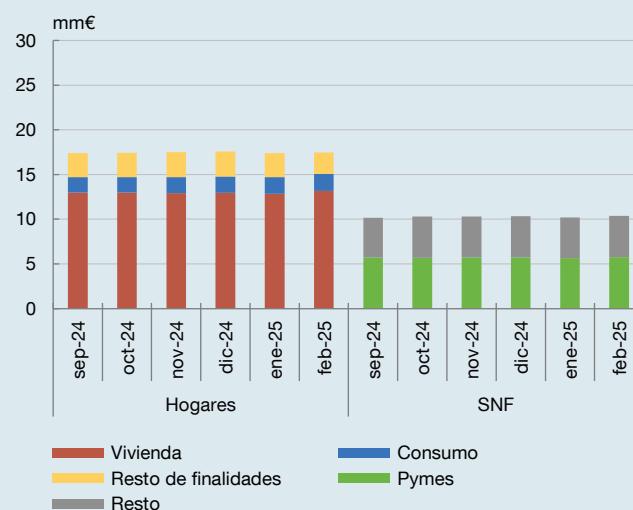
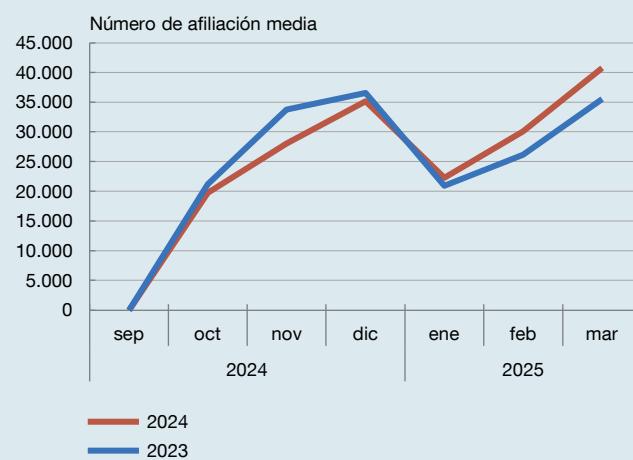


Gráfico 3

El empleo en la provincia de València ha mostrado un patrón similar al de 12 meses atrás, tras la pequeña brecha que se abrió en noviembre de 2024



sobre la Actividad Empresarial (EBAE), se pulsaron las expectativas de facturación y empleo de las empresas en la provincia de València.

Gráfico 2

La DANA causó un aumento del índice de cuellos de botella en la oferta similar al observado en Estados Unidos tras el huracán Katrina en 2005, pero este indicador disminuyó considerablemente después de los primeros 15 días

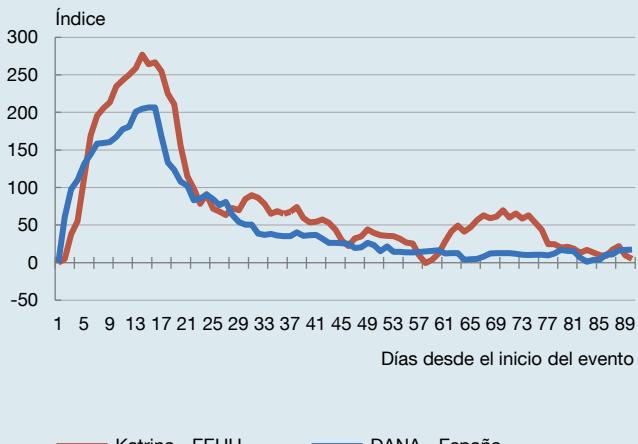
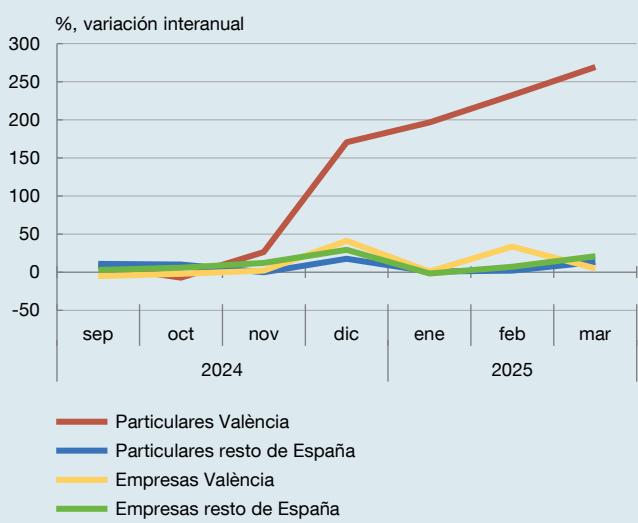


Gráfico 4

El repunte de las matriculaciones de vehículos en València tras la DANA refleja el efecto rebote derivado de la reposición del capital dañado



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones.

a Se muestra la exposición en miles de millones de euros en las zonas afectadas por la DANA. El sector hogares incluye personas físicas, empresarios individuales, comunidades de vecinos y resto de los hogares (excluyendo instituciones sin fines de lucro) con créditos que residan en las zonas afectadas o tengan garantías inmobiliarias localizadas en las zonas afectadas. La categoría sociedades no financieras (SNF) incluye a todas las empresas no financieras con créditos en las zonas afectadas o garantías inmobiliarias en las zonas afectadas.

b En el resto de las finalidades de crédito a hogares se incluyen todos los créditos concedidos a empresarios individuales.

Recuadro 3

EL IMPACTO ECONÓMICO DE LA DANA (cont.)

Medidas de apoyo desplegadas por las autoridades

La gravedad de la emergencia provocada por los efectos de la DANA ha exigido una cantidad excepcional de intervenciones y una considerable movilización de recursos. Entre dichas actuaciones, recogidas principalmente en los reales decretos-leyes 6/2024 y 7/2024, cabe destacar la implementación de moratorias de pago de intereses y principal y la creación de líneas de avales gestionadas por el Instituto de Crédito Oficial⁴. Asimismo, se aprobaron ayudas directas y beneficios fiscales para los hogares y las empresas, además de las indemnizaciones del Consorcio de Compensación de Seguros (CCS)⁵.

Con todo, se estima que el incremento del gasto público asociado a estos paquetes de ayuda sería de alrededor de 0,5 puntos porcentuales (pp) del PIB, que se repartiría entre 2024 y 2025 —en el cierre de las cuentas públicas de 2024, los gastos asociados a la DANA que se imputan a dicho ejercicio ascienden a 0,35 pp del PIB—; un impacto que podría ser menor sobre las cuentas públicas españolas en la medida en que una parte de dichos gastos se financie con recursos procedentes de los fondos europeos.

Impacto económico agregado

Sobre la base de toda la información disponible y del análisis de otros episodios históricos de catástrofes similares, las [proyecciones macroeconómicas del Banco de España de diciembre de 2024](#) incorporaron un impacto negativo de la DANA de entre 0,1 pp y 0,2 pp sobre la tasa de crecimiento intertrimestral del PIB en el cuarto trimestre de 2024⁶.

No obstante, se anticipaba que, de acuerdo con la evidencia histórica disponible para eventos similares, este impacto adverso podría ser transitorio y revertirse —en tanto en cuanto se llevara a cabo un despliegue ágil y efectivo de las medidas de apoyo a las familias y empresas afectadas— en el curso de la primera mitad de 2025⁷.

En este sentido, la evolución de diversos indicadores en tiempo real en las semanas posteriores a la catástrofe parece coherente con esta previsión de un impacto eminentemente transitorio de la DANA e, incluso, con una recuperación algo más temprana que la prevista inicialmente —si bien aún queda mucho trabajo por delante hasta una plena recuperación de las zonas afectadas—.

Entre los indicadores que apuntan en esta dirección, destaca el índice de cuellos de botella en la oferta⁸, que, tras un fuerte repunte inicial, similar al observado en Estados Unidos tras el huracán Katrina en 2005, disminuyó considerablemente después de los primeros 15 días (véase gráfico 2).

Otro indicador relevante es la afiliación a la Seguridad Social, que ha mostrado recientemente en la provincia de València un patrón similar al de 12 meses atrás, después de la pequeña brecha que se abrió en noviembre de 2024 (véase gráfico 3).

Por último, un indicador que refleja el efecto rebote derivado de la reposición del capital dañado por la DANA es el relativo a las matriculaciones de vehículos, que han repuntado con fuerza en la provincia de València en los últimos meses en el segmento de particulares, en contraste con la evolución más contenida de este indicador en el resto del país (véase gráfico 4).

4 Hasta marzo de 2025 se presentaron más de 31.300 solicitudes de moratorias, de las cuales se habían aprobado ya el 95 %. Por otra parte, hasta finales de abril de 2025 se formalizaron 2.679 avales, con un total de 610 millones de euros.

5 Hasta abril de 2025, se habían registrado más de 246.000 expedientes, por un importe de casi 2.800 millones de euros. La comparación con otras catástrofes extraordinarias gestionadas por el CCS muestra claramente la excepcionalidad y magnitud de esta emergencia. Así, por ejemplo, el importe acumulado de los pagos es ocho veces mayor que el total derivado del volcán de La Palma, mientras que el número de pagos acumulados es dos veces y media superior al total del terremoto de Lorca y del volcán de La Palma.

6 Todo ello al margen de las pérdidas que se habrían producido también en el stock de capital y riqueza en las zonas afectadas. Unas pérdidas que, de acuerdo con [Ivie](#), podrían superar los 17.000 millones de euros.

7 Existe un consenso en la literatura que indica que los desastres naturales, como las inundaciones, tienen impactos negativos significativos sobre el PIB a corto plazo, pero no se observan efectos negativos a largo plazo. Esto se debe al impulso fiscal procedente de las medidas de apoyo y al mayor gasto en reposición de capital y bienes duraderos de empresas y familias. Véanse Eduardo Cavallo e Ilan Noy. (2010). "The Economics of Natural Disasters: A Survey". IDB Working Paper Series, IDB-WP-124, Inter-American Development Bank. <https://doi.org/10.18235/0010924>; Tamim Bayoumi, Saad N. Quayyum y Sibabrata Das. (2021). "Growth at Risk from Natural Disasters". IMF Working Papers, WP/21/234, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781513597652.001>, y Sehrish Usman, Guzmán González-Torres Fernández y Miles Parker. (2024). "Going NUTS: the regional impact of extreme climate events over the medium term". ECB Working Paper Series, 3002, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3002-a77b495fa8.en.pdf>

8 Construido según la metodología descrita en Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez y Francesca Viani. (2024). "A New Supply Bottlenecks Index Based on Newspaper Data". *International Journal of Central Banking*, 20(2), pp. 17-69. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb24q2a2.pdf>

Recuadro 4

DINÁMICAS RECIENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA

El Banco de España realizó un exhaustivo ejercicio de diagnóstico sobre el mercado de la vivienda residencial en el capítulo 4 de su *Informe Anual 2023*. Este diagnóstico se complementó posteriormente con dos documentos adicionales que extendieron y actualizaron el análisis de dicho mercado¹. Este recuadro documenta la evolución reciente de los principales indicadores de actividad en el mercado de la vivienda residencial en España.

1 Evolución de la demanda de vivienda residencial. La demanda de vivienda se mantiene robusta como resultado del dinamismo demográfico, las adquisiciones de no residentes y un contexto macroeconómico favorable.

- **Crecimiento demográfico.** La demanda potencial de vivienda residencial se incrementa como consecuencia del dinamismo de los flujos migratorios. La población residente en España mantuvo un notable crecimiento en 2024 (0,9%) y acumula desde 2016 un incremento próximo a los 2,7 millones de habitantes. Este aumento se debe a la llegada de nuevos residentes de origen extranjero, frente a la progresiva disminución de los residentes nacidos en España². Este crecimiento demográfico es mayor en las áreas urbanas, donde ha tendido a concentrarse la población durante la última década³.
- **Creación neta de hogares.** Las dinámicas demográficas contribuyen a la demanda de vivienda, en alquiler y en propiedad, a través de la formación de nuevos hogares. Los datos provisionales sitúan en 180.000 el incremento del número de hogares en el conjunto de 2024⁴. Esta

cifra supone un aumento del 0,9 % del total de hogares, inferior a los niveles registrados en los años 2022 y 2023, si bien supera la media anual de los incrementos observados en el período 2013-2021. En concreto, frente a un aumento promedio de 80.000 hogares anuales entre 2013 y 2021, en el período 2022-2023 se registró un incremento anual promedio de unos 245.000 hogares y una tasa media de crecimiento anual de los hogares del 1,3 %.

- **Demanda de no residentes.** Las adquisiciones de vivienda por parte de no residentes desempeñan un papel destacado en la fortaleza de la demanda, aunque heterogéneo por áreas geográficas. Estas transacciones se sitúan en alrededor de las 60.000 viviendas anuales desde 2022 y supusieron el 8,4 % del total en 2024. No obstante, estas proporciones son más elevadas en zonas turísticas, como son las islas y la costa mediterránea, debido a la elevada demanda de segundas viviendas procedente de ciudadanos no residentes⁵. En el conjunto del parque de viviendas, el número de viviendas propiedad de extranjeros no residentes superaría el medio millón y supondría el 2 % del total. Esta cifra alcanza ratios de en torno al 11 % en la provincia de Alicante o al 8,5 % en la de Málaga. De manera complementaria, el alquiler turístico supone una presión adicional de demanda en las zonas turísticas y en los centros de las grandes ciudades. Las estimaciones disponibles sitúan en 50.000 unidades el incremento del número de viviendas turísticas en el promedio de 2024 en relación con 2023⁶.

1 Véanse Andrés Lajer Baron, David López Rodríguez y Lucio San Juan. (2024). "El mercado de la vivienda residencial en España: evolución reciente y comparación internacional". Documentos Ocasionales, 2433, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/37873>, y Dmitry Khametshin, David López Rodríguez y Luis Pérez García. (2024). "El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, determinantes e indicadores de esfuerzo". Documentos Ocasionales, 2432, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/37872>

2 Los residentes de origen extranjero habrían crecido en unos 540.000 habitantes en 2024 y en cerca de 3,5 millones desde 2016, frente a una caída de los nacidos en España de unos 85.000 habitantes en 2024 y de 800.000 desde 2016. Véase Instituto Nacional de Estadística. (2025). *Estadística continua de población*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177095&menu=ultiDatos&idp=125473572981

3 Para más detalles, véase Banco de España. (2021). "Capítulo 4. La distribución espacial de la población en España y sus implicaciones económicas". En Banco de España, *Informe Anual 2020*, pp. 271-318. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16628>. Véase, asimismo, Banco de España. (2024). "Capítulo 4. El mercado de la vivienda en España: evolución reciente, riesgos y problemas de accesibilidad". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 230-300. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36492>

4 Instituto Nacional de Estadística. (2025). *Estadística continua de población*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177095&menu=ultiDatos&idp=1254735572981

5 Por ejemplo, estas ratios alcanzan el 35,5 % en la provincia de Alicante, el 28,5 % en Málaga, el 26 % en Illes Balears y el 22 % en Santa Cruz de Tenerife.

6 Instituto Nacional de Estadística. (2025). *Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad*. https://www.ine.es/experimental/viv_turistica/experimental_viv_turistica.htm

Recuadro 4

DINÁMICAS RECIENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (cont.)

- **Contexto macroeconómico.** La demanda de vivienda en 2024 se apoya en un crecimiento significativo del empleo (2,2 %) y de la renta bruta disponible real per cápita (3,5 %). Además, se observa una mejora de la situación patrimonial de los hogares, una relajación de las condiciones de acceso a la financiación hipotecaria y una progresiva reducción de los tipos de interés⁷, factores, todos ellos, que contribuirían a impulsar la demanda de vivienda en propiedad.
- 2 **Indicadores de oferta de la actividad inmobiliaria residencial.** Los indicadores de oferta de la actividad inmobiliaria residencial dieron señales de un mayor dinamismo en 2024, si bien, en términos cuantitativos, los avances fueron relativamente modestos, y sus efectos sobre el incremento de la oferta de vivienda se materializarán en los próximos años.
- **Nuevas viviendas.** El número de visados de obra nueva alcanzó unas 127.500 viviendas en 2024, con un crecimiento anual del 16,7 %. Este incremento se debe a un aumento de la construcción de viviendas en bloque (20 %), frente a un menor crecimiento de las unifamiliares (5 %). El segmento de la vivienda unifamiliar, que mostró un significativo incremento desde 2021, aún supone alrededor del 20 % de la obra nueva y requiere de un mayor consumo de suelo edificable. Este crecimiento de la actividad se trasladaría, en un plazo de unos dos años, a un aumento de las viviendas terminadas, cuya cuantía se situó en unas 100.000 viviendas en 2024.
 - **Empleo e inversión residencial.** El empleo en las actividades inmobiliarias y de la construcción se incrementó en 2024 hasta el 8,2 % del total de empleo [7,5 % en la Unión Económica y Monetaria (UEM)], y la inversión residencial se situó, en línea con la de la UEM, en el 5,8 % del PIB. Este aumento de la actividad inmobiliaria podría verse limitado por una escasez relativa de mano de obra cualificada para la construcción de vivienda residencial⁸.
- **Rehabilitación de viviendas.** El número de visados de rehabilitación de viviendas se incrementó un 7,3 %, hasta una cuantía cercana a las 24.000 viviendas en 2024. No obstante, estas cifras se encuentran significativamente por debajo de los objetivos anuales del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia español, que planteaba alcanzar las 300.000 viviendas anuales hasta 2030.
 - **Viviendas protegidas.** En el ámbito de la oferta de viviendas protegidas, también se observa un mayor dinamismo, si bien los niveles de partida son reducidos. Por ejemplo, el número de viviendas protegidas con calificación definitiva promovidas en los planes estatales y autonómicos de vivienda se habría incrementado en 5.500 unidades en 2024, hasta unas 14.500 viviendas. Asimismo, las viviendas protegidas iniciadas, cuya finalización se materializará en los próximos dos años, crecieron en unas 11.500 unidades en 2024 y se situaron en alrededor de las 24.000 viviendas.
 - **Suelo y capacidad productiva.** La existencia de suelo urbano disponible para la edificación es una condición necesaria para incrementar la oferta de vivienda. La información disponible hasta 2024 apunta a que, en los últimos años, no se han producido grandes desarrollos urbanísticos en las distintas fases de desarrollo de suelo que hayan aumentado la producción de suelo finalista en las grandes áreas urbanas⁹. Al mismo tiempo, el sector de la construcción y la promoción de vivienda residencial se caracterizaría por el dominio de pequeñas y medianas empresas, con elevadas ratios de apalancamiento y un limitado recurso a los fondos propios para financiar el desarrollo de nuevas viviendas residenciales. Asimismo, la construcción industrializada presentaría una reducida penetración en España, en un contexto de disminución de la productividad —medida, por ejemplo, a través de la productividad total de los factores (véase gráfico 1)— y de la mano de obra cualificada en el sector de la construcción.

7 Esta reducción mantiene los tipos de interés reales de los préstamos hipotecarios para adquisición de vivienda en niveles reducidos en términos históricos.

8 La Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) señala que, a lo largo de 2024, la escasez de mano de obra fue un factor que limitó negativamente la actividad para el 55 % de las empresas del sector de la construcción.

9 La evolución de estos desarrollos puede analizarse a través de los datos de suelo urbano y su estado de desarrollo en el Sistema de Información Urbana.

Recuadro 4

DINÁMICAS RECENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (cont.)

Gráfico 1
Evolución de la productividad total de los factores (PTF)



Gráfico 2
Capacidad máxima del parque de viviendas en 2024 para absorber la demanda residencial (a)

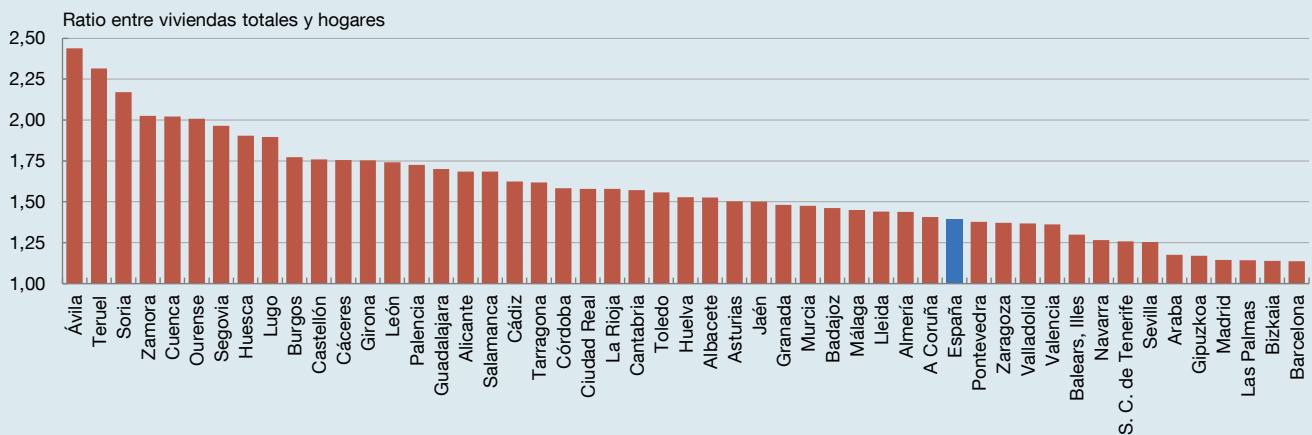
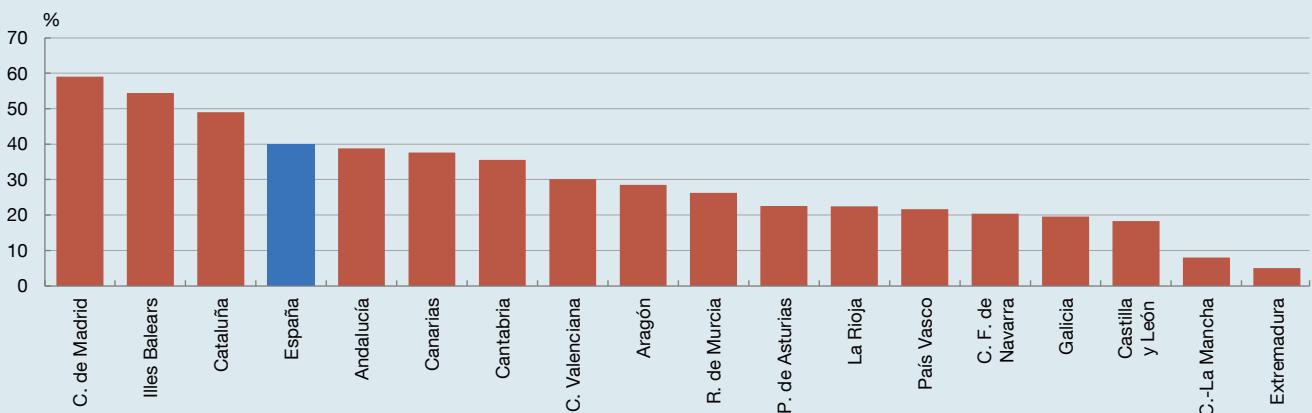


Gráfico 3
Crecimiento del precio real de la vivienda entre 2014 y 2024, por comunidades autónomas (b)



FUENTES: Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025) y Banco de España con datos del Catastro, el Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible, y el Instituto Nacional de Estadística.

- a Los datos provinciales del parque de viviendas se corresponden con la estimación realizada para el año 2024. Los datos de hogares se corresponden con el número provisional de hogares residentes en cada provincia a 1 de enero de 2025 publicado en la Estadística Continua de Población.
- b Crecimiento de los precios medios entre el primer trimestre de 2014 y el último trimestre de 2024. Los precios nominales se deflactan utilizando el promedio trimestral del índice de precios de consumo por comunidades autónomas.

Recuadro 4

DINÁMICAS RECIENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (cont.)

- **Oferta de alquiler residencial.** El parque de viviendas en alquiler crece con fuerza, impulsado por un aumento del alquiler de mercado que supera el millón de viviendas en la última década. Este crecimiento ha descansado en un sustancial aumento de la oferta basado en la inversión de los particulares, frente a la reducción del peso que tienen en este mercado los inversores institucionales y las Administraciones Públicas (AAPP). Por ejemplo, en 2023 (último dato disponible), el stock de viviendas residenciales en alquiler propiedad de las personas físicas aumentó en más de 90.000 viviendas, la cifra más alta desde 2019, pero por debajo de las 130.000 unidades anuales en el promedio del período 2014-2019¹⁰. Este aumento de la inversión se produjo en un contexto en el que los retornos brutos de la inversión en vivienda residencial de las personas físicas, sin ajustar por riesgo, fueron superiores a los retornos brutos de activos financieros alternativos (como acciones, bonos o depósitos)¹¹.
 - **Oferta de usos alternativos al alquiler residencial.** En 2024 prosiguió la tendencia al incremento de la oferta de vivienda para usos alternativos, como son el alquiler de temporada, el de habitaciones o el turístico¹². El crecimiento de estas modalidades podría limitar el aumento de la oferta de alquiler residencial en un contexto de contenida inversión institucional, pública y privada, en este mercado.
- 3 **Desajuste entre la evolución de la oferta y la de la demanda de vivienda.** Un crecimiento de la demanda de vivienda mayor que el de la oferta sostiene el incremento de los precios inmobiliarios y amplía el déficit de oferta de viviendas en venta y en alquiler.
- **Compraventas de vivienda.** Las adquisiciones de vivienda crecieron con fuerza en 2024 y alcanzaron un volumen de operaciones de en torno a las 715.000 unidades. Esta cuantía supone un crecimiento anual de las compraventas del 12 %, que se sustenta en el notable dinamismo del mercado de segunda mano, segmento en el que se concentra cerca de un 90 % de las transacciones.
 - **Déficit de nuevas viviendas.** El crecimiento de la oferta de vivienda, medido por el número de nuevas viviendas terminadas en el período reciente, es inferior al auge de la demanda residencial, aproximada por la creación neta de hogares. Por ejemplo, el diferencial acumulado entre estas dos magnitudes entre 2022 y 2024 se encontraría en un rango situado entre las 400.000 y las 450.000 viviendas. Este desajuste es particularmente significativo en las cinco provincias que concentran algo más del 50 % de este diferencial —Madrid, Barcelona, València, Alicante y Málaga—¹³. Por lo tanto, se estaría movilizando en dichas áreas, desde 2022, una cuantía significativa de viviendas hacia el uso residencial —por ejemplo, segundas residencias y viviendas vacías—, así como convirtiendo bienes inmuebles de uso terciario en residencias.
 - **Parque de viviendas.** La disponibilidad actual de viviendas no destinadas al uso residencial en el conjunto de España supondría una cuantía equivalente al 39 % del número de hogares¹⁴. No obstante, se observa una elevada heterogeneidad de esta disponibilidad de vivienda a escala provincial (véase gráfico 2). Por ejemplo, el potencial de vivienda para aumentar los hogares residentes se reduciría de manera significativa en provincias con elevada presión demográfica, como Barcelona (13,2 %) o Madrid (14,3 %). En estas provincias, la capacidad máxima del parque de vivienda actual permitiría absorber unos 310.000 hogares en Barcelona y unos 390.000 en Madrid si se movilizaran todas las segundas residencias, las viviendas con usos alternativos (turístico y
-
- ¹⁰ El número de viviendas en alquiler propiedad de las AAPP se sitúa en torno a las 300.000, y el de las sociedades, alrededor de las 210.000.
- ¹¹ Los retornos brutos a la inversión residencial se situarían, en términos reales, en el 8,5 % anual entre 2015 y 2022, de acuerdo con los cálculos recogidos en Dmitry Khametshin, David López Rodríguez y Luis Pérez García. (2024). “El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, determinantes e indicadores de esfuerzo”. Documentos Ocasionales, 2432, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/37872>
- ¹² Los estudios basados en datos de portales inmobiliarios apuntan a un incremento de los anuncios de [alquiler de temporada](#) y de [habitaciones](#), con una especial relevancia en [grandes ciudades](#) y zonas turísticas y entre los [colectivos de menor edad](#). Las estimaciones del aumento de la vivienda turística y su distribución geográfica pueden consultarse en Instituto Nacional de Estadística. (2025). *Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad*. https://www.ine.es/experimental/viv_turistica/experimental_viv_turistica.htm
- ¹³ Andrés Lajer Baron, David López Rodríguez y Lucio San Juan. (2024). “El mercado de la vivienda residencial en España: evolución reciente y comparación internacional”. Documentos Ocasionales, 2433, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/37873>
- ¹⁴ Este cálculo no tiene en cuenta el estado y la habitabilidad de dichas viviendas, cuya situación se desconoce.

Recuadro 4

DINÁMICAS RECIENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (cont.)

temporada) y, en menor medida, las viviendas desocupadas¹⁵. La escasez de vivienda residencial también se observa en las provincias vascas y en Las Palmas y contrasta con el exceso de capacidad de viviendas en relación con el número de hogares que se aprecia en las provincias de la España interior. Por otro lado, las ratios de potencialidad de vivienda residencial son también elevadas en provincias de la costa mediterránea y las islas, si bien en esas áreas tienen un peso relevante las segundas viviendas de residentes y de no residentes y el alquiler turístico. Cuando se tienen en cuenta las viviendas turísticas y las que poseen los no residentes, la capacidad de vivienda residencial se reduce más de un 50 % en Illes Balears y en Canarias, un 40 % en Málaga y un 35 % en Alicante¹⁶.

- **Precios de la vivienda.** La persistencia del desajuste entre el crecimiento de la oferta y el de la demanda contribuye a sostener el aumento de los precios de la vivienda. La tasa de crecimiento interanual del precio medio de la vivienda en términos reales en España alcanzó el 8,7 % en el último trimestre de 2024. Este aumento sitúa el incremento acumulado de los precios reales de la vivienda en un 39,8 % desde el mínimo registrado al final del ajuste del mercado inmobiliario en el primer trimestre de 2014. En este período, el precio real de la vivienda nueva se ha incrementado a un mayor ritmo (62,1 %) que el de la vivienda usada (36,4 %). Además, esta evolución de los precios presenta una significativa heterogeneidad geográfica. Por ejemplo, los mayores aumentos acumulados del precio real de la vivienda se registran en las comunidades autónomas con un mayor crecimiento de la actividad económica y turística, donde se encuentran las áreas urbanas en las que tiende a concentrarse la población (véase gráfico 3).

• **Precios del alquiler.** Los datos disponibles indican un aumento acumulado del coste medio del alquiler real por metro cuadrado del 12,5 % desde su mínimo en 2015 hasta 2023 para el stock de las viviendas arrendadas en territorio fiscal común. Este crecimiento presenta una elevada heterogeneidad geográfica, con mayores incrementos en las grandes áreas urbanas y en las zonas turísticas, donde el desajuste entre la oferta y la demanda es mayor¹⁷. Además, los precios de los nuevos contratos de alquiler anticipan sustanciales aumentos futuros del coste medio del alquiler. Por ejemplo, las estimaciones sobre los precios de entrada al mercado del alquiler apuntan a un significativo dinamismo en 2022-2023, con incrementos interanuales de los precios reales de los nuevos contratos superiores al 10%¹⁸. En esa misma línea, los indicadores avanzados para 2024 y el primer trimestre de 2025, basados en precios de oferta del alquiler de los principales portales inmobiliarios, también apuntan a elevados crecimientos, que se situarían alrededor del 10 % en términos nominales.

• **Crédito hipotecario.** El recurso al crédito hipotecario para financiar la adquisición de vivienda se incrementó en 2024, en un contexto de descenso de los costes de financiación, en línea con el tono menos restrictivo de la política monetaria. Así, el coste de la financiación de los nuevos préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda se redujo progresivamente a lo largo del año, con una disminución interanual promedio de 95 puntos básicos a finales de 2024. Esta evolución de las condiciones de financiación contribuyó a un significativo incremento en 2024 del flujo de nuevo crédito hipotecario residencial (24,6 %) y del número de nuevas hipotecas para la compra de vivienda (17,6 %).

• **Finalidad de las hipotecas para compra de vivienda.** Las hipotecas concedidas por parte de

15 La última estimación disponible de viviendas vacías las situaba, con datos de 2020, en una cuantía cercana a los 4 millones. No obstante, gran parte de estas viviendas se encontraban en zonas con bajo dinamismo demográfico, mientras que en los municipios de más de 250.000 habitantes se localizarían unas 400.000 unidades vacías en 2020. Véase Instituto Nacional de Estadística. (2023). Censos de Población y Viviendas 2021. https://www.ine.es/prensa/censo_2021_jun.pdf

16 En el conjunto de España, estas viviendas supondrían el 11,5 % de la capacidad potencial de vivienda residencial.

17 Por ejemplo, los incrementos de las rentas reales medias del alquiler por metro cuadrado acumulados desde 2015 hasta 2023 alcanzan el 35,9 % en València, el 28,8 % en Málaga, el 27,3 % en Palma y cerca del 25 % en Alicante y Castellón de la Plana.

18 Cálculos realizados a partir de la información del alquiler medio anual por metro cuadrado suministrada por la Agencia Tributaria (AEAT) para el stock de alquileres propiedad de las personas físicas; la evolución del IPC de alquileres que aproxima la actualización del precio de los contratos vigentes, y los datos disponibles que sitúan las firmas de nuevos contratos entre un 25 % y un 30 % del total durante este período.

Recuadro 4

DINÁMICAS RECIENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (cont.)

entidades financieras que operan en España a los hogares para adquirir una vivienda en territorio español en 2024 tuvieron como finalidad principal la adquisición de vivienda habitual (86,5 % del total). En particular, un 73 % del total correspondieron a la adquisición de una primera vivienda habitual, y un 13,5 %, a hogares que cambiaron de domicilio o de préstamo hipotecario asociado a su vivienda habitual. Entre el resto de las finalidades hipotecarias, la compra para alquiler a terceros supuso el 1 % del total, y otras adquisiciones, como, por ejemplo, la adquisición de segundas residencias, el 12,5 %¹⁹.

- **Financiación para actividades empresariales inmobiliarias y de construcción.** El saldo de la financiación bancaria a la actividad inmobiliaria y constructora se incrementó de manera modesta, en un 0,7 %, en 2024. De manera complementaria, los analistas del mercado inmobiliario apuntan a un crecimiento en 2024 de la financiación alternativa, a través de fondos de inversión, en la actividad de la promoción de vivienda residencial en segmentos con elevadas rentabilidades esperadas²⁰.
- **Estándares crediticios.** El dinamismo del mercado de la vivienda y el crecimiento de los flujos de crédito inmobiliario en 2024 no se encuentran asociados a un proceso de relajación de los criterios de concesión de crédito. En concreto, no se detectan señales de alerta relacionadas con la situación del mercado hipotecario ni en los estándares crediticios asociados con las garantías de los préstamos, que se sitúan en niveles exigentes en comparativa histórica²¹. Por ejemplo, la ratio LTP (*loan-to-price* o ratio préstamo-precio) se mantuvo en línea con los años previos, con un nivel promedio del 76,5 % y con cerca de un 60 % de los préstamos para adquisición de vivienda con valores

inferiores al 80 %. Al mismo tiempo, no se observan cambios significativos de las ratios LTI (*loan-to-income* o ratio de préstamo sobre renta) y LSTI (*loan-service-to-income* o ratio de servicio de la deuda sobre renta) que indiquen una relajación de los criterios de concesión de crédito a los nuevos hogares hipotecados.

- 4 **Dificultades de acceso a la vivienda.** El desequilibrio entre la oferta y la demanda de vivienda residencial contribuye al deterioro de los indicadores de accesibilidad a la vivienda, cuya intensidad es mayor en aquellas áreas geográficas donde se concentra la actividad económica y entre los jóvenes.
 - **Indicadores de acceso a la vivienda en propiedad.** El indicador agregado que aproxima el esfuerzo potencial para adquirir una vivienda, medido en términos de los años necesarios de renta bruta anual del hogar mediano para satisfacer el precio de una vivienda media, se situaba en 7,2 años a finales de 2024²². Esta ratio se encuentra en línea con el esfuerzo promedio de los tres últimos años y con la media registrada por este indicador en 2004. No obstante, en el ciclo actual se observa una elevada heterogeneidad entre áreas geográficas. Por ejemplo, el esfuerzo potencial para adquirir una vivienda entre los hogares en alquiler es mayor en aquellas provincias donde se concentra la actividad económica y turística. En estas provincias, los indicadores de esfuerzo en 2022 superaban los nueve años de renta bruta anual en los centros de las áreas urbanas y entre los colectivos con menores ingresos, como son los hogares con miembros menores de 35 años y aquellos de origen extranjero²³.
 - **Acceso a la vivienda con financiación hipotecaria.** Las mejoras en el grado de accesibilidad basadas

19 Estas cuantías se incrementan, respectivamente, hasta el 1,1 % y el 15,5 % si se consideran también las hipotecas para compra de vivienda concedidas a empresarios individuales y sociedades. De ese modo, cerca de un 83,5 % de estas operaciones en 2024 se asocian a la compra de vivienda habitual, en línea con el promedio observado en el período 2016-2024.

20 Este crecimiento ha sido señalado, por ejemplo, en el informe elaborado por EY España *The Living Property Telescope 2024*.

21 Las comparativas históricas de estándares crediticios parten, de forma general, de 2004, cuando se dispone de información granular para realizar dicho análisis. Un análisis más detallado de estos estándares se encuentra en Banco de España. (2024). *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2024*. <https://doi.org/10.53479/37957>

22 La metodología y la evolución de este indicador se encuentra en *Síntesis de Indicadores del Mercado Inmobiliario*.

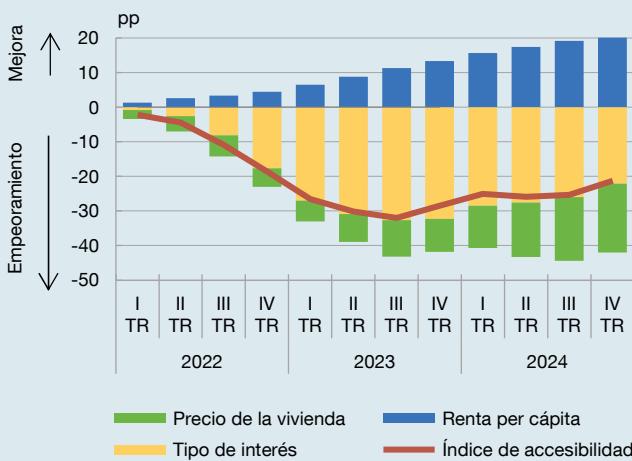
23 Estos indicadores de esfuerzo se obtienen combinando la información sobre renta bruta y localización geográfica de los hogares para el año 2022 incluida en el Panel de Hogares (Instituto Nacional de Estadística, AEAT, Instituto de Estudios Fiscales), los precios medios de la vivienda calculados a partir de los microdatos de compraventas del Colegio de Registradores y la información sobre el régimen de tenencia de vivienda proporcionada por la AEAT.

Recuadro 4

DINÁMICAS RECIENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (cont.)

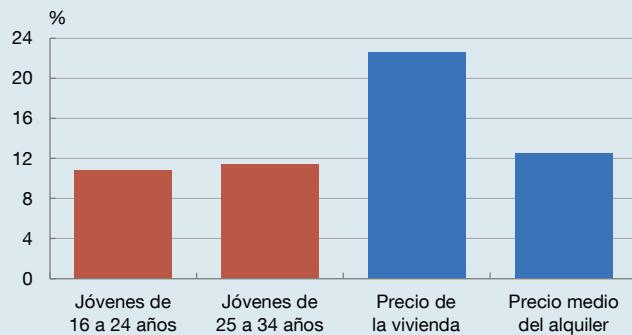
en el crecimiento de la renta de los hogares y en la relajación de las condiciones financieras en 2024 se habrían visto limitadas ante el crecimiento de los precios de la vivienda (véase gráfico 4). Estas dificultades de acceso a la vivienda con crédito hipotecario serían aún mayores entre aquellos colectivos que residen en viviendas de alquiler. Por ejemplo, unas tres cuartas partes de los hogares en alquiler no disponen de ahorro suficiente para cubrir los gastos iniciales para adquirir una vivienda media en su municipio de residencia, o su cuota hipotecaria superaría el umbral máximo recomendado del 35 % de la renta neta del hogar²⁴. Estas proporciones serían mayores en las grandes áreas urbanas de Barcelona o Madrid, donde la demanda de vivienda residencial sin acceso al crédito hipotecario se habría desplazado al mercado del alquiler.

Gráfico 4
Indicador de accesibilidad a la vivienda en propiedad con financiación hipotecaria (a) (b)



- Jóvenes y dificultades de acceso a la vivienda.** Si bien en los últimos años los salarios medios reales de los empleados jóvenes se han incrementado a un mayor ritmo que el del resto de los asalariados, el crecimiento acumulado de los precios reales de compra y alquiler de vivienda ha sido mayor (véase gráfico 5)²⁵. Al mismo tiempo, a pesar de las mejoras recientes de su situación laboral, los jóvenes (hasta 30 años) aún presentan en 2024 una reducida tasa de empleo (43,2 %) y elevadas tasas de paro y ratios de parcialidad —el 20,2 % y el 25,3 %, respectivamente, frente al 11,3 % y el 13,6 % para el conjunto de la economía—. Esta situación laboral de los jóvenes dificulta su acceso tanto al crédito hipotecario como a la vivienda de alquiler. Estas dificultades de acceso a la vivienda podrían contribuir a explicar el retraso en la edad de emancipación de los jóvenes observado a partir

Gráfico 5
Crecimiento acumulado de los salarios y los precios inmobiliarios en términos reales entre 2015 y 2023 (c)



FUENTE: Banco de España con datos del Instituto Nacional de Estadística, el Colegio de Registradores y el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la Agencia Tributaria.

- a Índice calculado de acuerdo con la metodología del *Home Ownership Affordability Monitor (HOAM) Index* del Banco de la Reserva Federal de Atlanta. La variación del índice y de sus componentes está expresada en puntos porcentuales del cambio de sus respectivos logaritmos. El nivel del índice en el cuarto trimestre de 2021 es 100.
- b El precio de la vivienda se mide con el índice de precios de la vivienda (IPV) del INE, la renta per cápita es la ratio de la renta bruta disponible desestacionalizada sobre la población y el tipo de interés es el coste de los nuevos préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda.
- c El crecimiento de los salarios se calcula a partir del salario medio bruto mensual del empleo principal por grupos de edad de la Encuesta de Población Activa; el crecimiento del precio de la vivienda corresponde al del IPV, y el aumento del precio del alquiler, a la renta por metro cuadrado para el promedio del stock de vivienda arrendada de acuerdo con los datos de la AEAT. Los valores nominales se deflactan usando el promedio anual del IPC.

24 Banco de España. (2024). "Capítulo 4. El mercado de la vivienda en España: evolución reciente, riesgos y problemas de accesibilidad". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 230-300. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36492>

25 El crecimiento estimado de los precios reales de los nuevos contratos de alquiler, que tiene una especial relevancia para los jóvenes que desean emanciparse, se situaría en tasas interanuales de en torno al 10 % en los últimos cuatro años.

Recuadro 4

DINÁMICAS RECIENTES EN EL MERCADO DE LA VIVIENDA (cont.)

de 2008²⁶ y la caída del peso relativo de las adquisiciones de vivienda por parte de compradores de entre 18 y 30 años, ratio que se ha reducido desde el 24,5 % en 2007 hasta el 10,4 % en 2024²⁷. Asimismo, estos problemas de acceso a la vivienda se verían reflejados en el crecimiento de las desigualdades intergeneracionales en relación con la acumulación de riqueza o en la relevancia creciente de las donaciones y las cesiones gratuitas de vivienda por parte de familiares entre los hogares con mayor capacidad económica.

- **Indicadores de esfuerzo en el mercado del alquiler.** El régimen de tenencia en alquiler crece entre los hogares con menores ingresos, con predominio entre los jóvenes y la población de nacionalidad extranjera²⁸. En estos hogares es donde se observan los mayores esfuerzos asociados al gasto en vivienda de alquiler, si bien la escasez relativa de oferta impulsa este indicador para el conjunto de los hogares arrendatarios. Por ejemplo, el esfuerzo en términos de renta bruta de los hogares que suponía el alquiler de mercado se situaba en España por encima del esfuerzo mediano total y por percentiles de renta en relación con el conjunto de la UE-27 y de las grandes economías europeas en 2022²⁹. Estas ratios de esfuerzo son elevadas para el hogar mediano en alquiler a lo largo de gran parte de la geografía española, si bien sus niveles son mayores en las provincias turísticas y con grandes áreas urbanas, donde los esfuerzos medios se sitúan en un rango entre el 25% y el 30% de la renta bruta. Estos esfuerzos dan lugar a la persistencia de situaciones de sobresfuerzo y de vulnerabilidad social, que se concentran entre los hogares que residen en viviendas de alquiler³⁰.

5 **El reto del acceso a la vivienda y las políticas públicas.** Los desequilibrios en el mercado de la

vivienda residencial en 2024 se encuentran en línea con los diagnosticados en el capítulo 4 del *Informe Anual 2023* del Banco de España. De este modo, las recomendaciones de política económica contenidas en dicho informe siguen siendo válidas en el contexto actual.

En ese sentido, sería deseable que las medidas adoptadas contemplen un horizonte temporal amplio y se diseñen de manera coordinada entre las distintas AAPP con responsabilidades en materia de vivienda. En particular, la prioridad para mitigar los actuales problemas de acceso a la vivienda consistiría en adoptar medidas que incrementen la oferta de vivienda, especialmente en el segmento del alquiler.

Entre las actuaciones de política económica más efectivas para aumentar la oferta de vivienda se encuentran las siguientes: i) la articulación de un marco regulatorio y contractual estable que garantice la seguridad jurídica en el mercado de la vivienda; ii) la colaboración público-privada para incrementar de manera sostenida el parque de alquiler residencial a precios asequibles; iii) la reducción de fricciones administrativas y regulatorias en la producción de suelo o la construcción de vivienda; iv) la reducción de los costes de producción de viviendas a través del impulso de la construcción industrializada, y v) el diseño de nuevos programas de aseguramiento público y de compensación de rentas del alquiler para los arrendadores.

Estas actuaciones pudieran ser más efectivas cuando se complementan con medidas en ámbitos como la política de transporte urbano — que permite aumentar la oferta potencial de vivienda— o reformas estructurales que mejoran la capacidad adquisitiva de los hogares con menores ingresos.

26 La proporción de jóvenes de entre 18 y 34 años que residían en el hogar familiar alcanzaba el 65,6 % en 2023. Esta ratio se sitúa unos 16 puntos porcentuales (pp) por encima del conjunto de la UE-27 y su incremento, de 13 pp desde 2008, es el mayor entre las grandes economías europeas.

27 Cálculos proporcionados por el Consejo General del Notariado. (2025). *Centro de Información Estadística del Notariado*.

28 La residencia en viviendas de alquiler de mercado y a precio reducido —que incluye la cesión gratuita de viviendas— supuso en 2024 el 73 % para los hogares cuya persona de referencia tiene menos 30 años y el 84 % para aquellos sin nacionalidad de la UE-27. Esta proporción se sitúa en el 26,4 % para el conjunto de la economía. Véase Instituto Nacional de Estadística. (2025). *Encuesta de condiciones de vida*. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176807&menu=resultado&idp=1254735976608

29 Eurostat. (2024). *EU statistics on income and living conditions* [Dataset]. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/microdata/european-union-statistics-on-income-and-living-conditions>

30 Eurostat (2024) considera que los hogares se hallan en situaciones de sobresfuerzo cuando destinan más del 40 % de su renta bruta al gasto en vivienda, incluyendo los suministros. Los hogares en riesgo de pobreza o exclusión social se definen como aquellos cuya renta no supera el 60 % de la mediana de la renta equivalente después de transferencias sociales.

Recuadro 5

UN PRIMER ANÁLISIS DEL AUMENTO DE LAS BAJAS POR INCAPACIDAD TEMPORAL EN ESPAÑA

Desde la pandemia se ha observado un aumento en el número de trabajadores en situación de incapacidad temporal (IT). Así, según los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA), la proporción de personas en esta situación ha aumentado desde el 2,7 % en 2019 al 4,4 % en 2024 (véase gráfico 1.a)¹. Aunque en otros países de nuestro entorno también se ha producido un incremento de las bajas por IT, en España el nivel en 2023 era superior (4,1 %) al de Francia (3,6 %), Alemania (3,1 %) o Italia (1,3 %) (véase gráfico 1.b).

Como muestra el cuadro 1, antes de la pandemia, la incidencia de la IT era mayor entre las mujeres (3,3 %, frente al 2,2 % de los varones), las personas de nacionalidad española (2,9 %, frente al 1,7 % de la población con nacionalidad extranjera) y los trabajadores de mayor edad (5 %, más del doble que en los grupos de trabajadores de menor edad).

En los últimos cinco años, se ha producido un repunte generalizado de las ausencias por IT en todos los grupos de población. Así, estas bajas han aumentado en torno a 1,5 puntos porcentuales (pp) en los hombres y 2 pp en las mujeres. Por grupos de edad, el incremento ha sido de 2,5 pp en los mayores de 55 años, de 1,6 pp en el grupo de 30 a 54 años, y de 1,1 pp en los grupos menores de 30 años. Por su parte, el alza ha sido mayor en los ocupados nacionales (1,8 pp) que en los foráneos (1,4 pp).

Si atendemos a otro tipo de características, como el sector de actividad o la región de residencia, también se aprecia un patrón bastante generalizado de aumento de las bajas por IT, si bien con algunos matices. Por un lado, las industrias extractivas y las actividades de suministro de energía experimentaron una disminución de sus bajas por IT entre 2019 y 2023. En el lado contrario, destacan los incrementos en agricultura, manufacturas, construcción, comercio y transporte, así como el fuerte aumento en suministro de agua y saneamiento (véase gráfico 2.a).

En el ámbito de las Comunidades Autónomas (CCAA), destacan los casos de País Vasco, Galicia, Cantabria y Región de Murcia, que encabezaron el ranking de incrementos, muy superiores a los observados en

Principado de Asturias, Comunidad de Madrid y, sobre todo, Comunidad Foral de Navarra (véase gráfico 2.b).

Las causas del aumento de las bajas por IT son complejas y multidimensionales, y aún se encuentran sujetas a debate. En todo caso, el hecho de que el repunte de las bajas haya sido generalizado por características personales, sector de actividad y región sugiere la prevalencia de determinantes comunes que afectan a todos los trabajadores de forma relativamente similar.

De entre estos potenciales determinantes cabe destacar, en primer lugar, los de tipo sanitario-demográfico, como el deterioro de la salud tras la pandemia y el envejecimiento de la población —en la medida en que la salud tiende a deteriorarse con la edad—.

Otras posibles causas del aumento de la IT no estrictamente relacionadas con el empeoramiento de la salud de los trabajadores incluirían el propio ciclo económico —ya que históricamente se ha observado que la incidencia de la IT ha sido mayor durante los períodos de expansión—, la mayor congestión de los servicios sanitarios —que retrasa tanto la sanación como la reincorporación laboral—, y potenciales cambios en las preferencias de los trabajadores entre consumo y ocio o acerca de las condiciones laborales demandadas².

Cuantificar la contribución de cada uno de estos factores de manera precisa es sumamente complejo y requeriría de una granularidad en los datos —tanto a nivel nacional como internacional— que actualmente no está disponible. En todo caso, en el resto de este recuadro se explora, de forma tentativa, la relevancia cualitativa de algunos de los factores señalados anteriormente para explicar el comportamiento de las bajas por IT en nuestro país.

Por lo que se refiere a la evolución del estado de salud de la población, los indicadores del Barómetro Sanitario del Centro de Investigaciones Sociológicas muestran que, entre 2019 y julio de 2024, se produjo un aumento de más de 17 pp en el porcentaje de personas que declaraban tener un problema de salud crónico. Un deterioro de la salud que ocurrió en todos los tramos de edad considerados.

1 Esta tasa se define como el porcentaje de ocupados que no trabajaron en la semana de referencia de la encuesta por motivo de enfermedad, accidente o IT, sobre el total de ocupados.

2 Por ejemplo, R. Jason Faberman, Andreas I. Mueller y Aysegül Sahin. (2022). "Has the Willingness to Work Fallen during the Covid Pandemic?". *Labour Economics*, 79, 102275. <https://doi.org/10.1016/j.labeco.2022.102275> encuentran un recorte generalizado de las horas de trabajo deseadas entre la mayor parte de grupos demográficos, que vinculan al impacto de la pandemia sobre las preferencias de los trabajadores.

Recuadro 5

UN PRIMER ANÁLISIS DEL AUMENTO DE LAS BAJAS POR INCAPACIDAD TEMPORAL EN ESPAÑA (cont.)

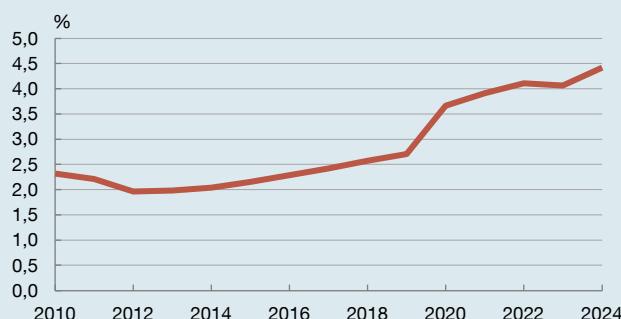
Por otra parte, según los datos del *Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe* (SHARE), en España se observan marcadas diferencias en el estado de salud por género, educación y situación laboral a partir de los 50 años, con un mayor deterioro entre las mujeres, las

personas con menor educación y aquellas fuera del mercado laboral. En estas edades, un individuo con buen estado de salud exhibe una probabilidad de transición a un estado de mala salud en la siguiente ola de la encuesta de en torno al 10 %. Para un individuo que parte de una

Gráfico 1

La proporción de ocupados que no ha trabajado la semana de referencia por IT era del 4,1 % en 2023, entre las más elevadas de la Unión Europea

1.a Evolución de la proporción de ocupados de baja por IT en España



1.b Porcentaje de ocupados que no han trabajado por IT

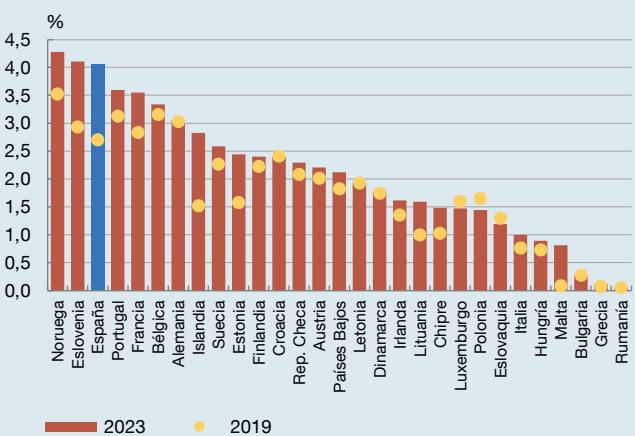
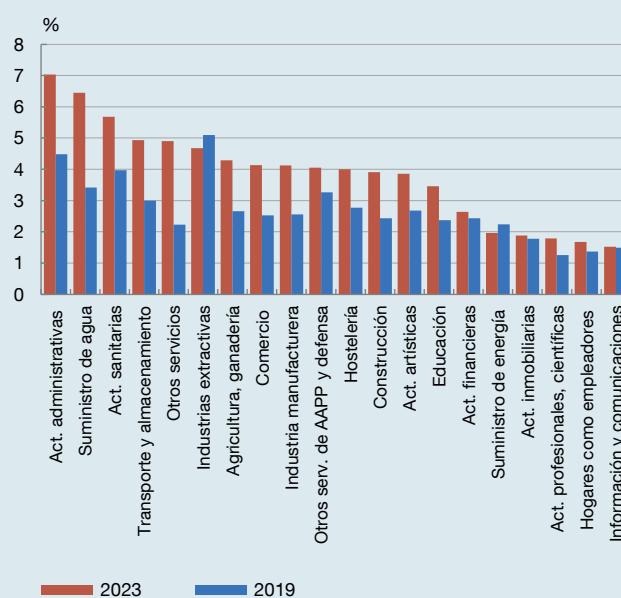


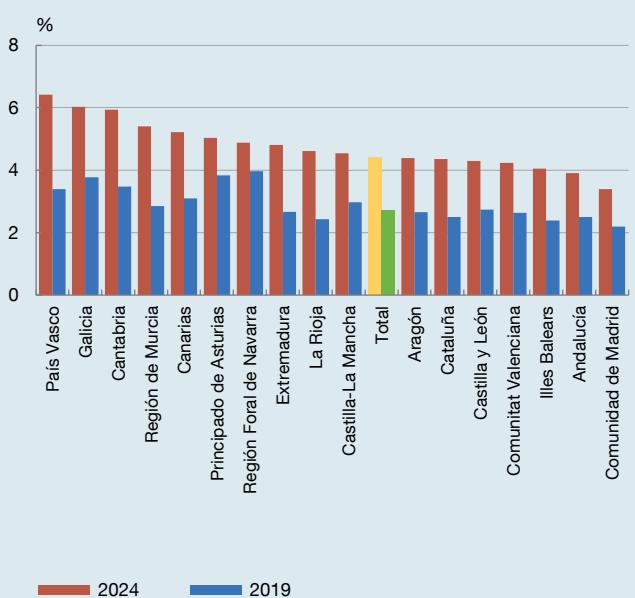
Gráfico 2

La incidencia de la IT aumentó en todos los sectores de actividad y CCAA. El incremento fue más intenso en las actividades administrativas, el suministro de agua y la sanidad, y en las CCAA del norte

2.a Porcentaje de personas ocupadas en situación de IT, por sector de actividad



2.b Porcentaje de personas ocupadas en situación de IT, por CCAA



FUENTES: Banco de España a partir de datos de la EU-SILC y la *Labour Force Survey* (Eurostat), y de la Encuesta de Población Activa (INE). Véase Arregui y Montero (2025).

Recuadro 5

UN PRIMER ANÁLISIS DEL AUMENTO DE LAS BAJAS POR INCAPACIDAD TEMPORAL EN ESPAÑA (cont.)

situación de mala salud, la probabilidad de mantenerse en este estado es al menos 60 pp más elevada³. En consecuencia, el mal estado de salud parece persistente y factores que hagan empeorar la salud, como la propia pandemia, podrían tener consecuencias muy duraderas⁴.

Como se puede apreciar en el gráfico 3.a, si se aproxima el nivel de salud de la población en edad de trabajar mediante el porcentaje de personas ocupadas que reportan un problema crónico de salud, existe una evidente correlación positiva entre esta variable y la evolución de las ausencias por IT, sobre todo a partir de la pandemia. Esta correlación se mantendría si se empleasen otros indicadores de salud, como el porcentaje de población en edad de trabajar que valora su salud como «regular» o «mala», o la tasa de frecuentación en atención primaria⁵.

Por otra parte, en el gráfico 3.b se presenta la evolución conjunta de las bajas por IT y de la tasa de desempleo (en

escala invertida). Como se puede observar, existe una estrecha correlación entre ambas variables.

El incremento de las bajas por IT lleva aparejadas diversas implicaciones de naturaleza económica, con efectos negativos tanto a nivel empresarial como para el conjunto de las Administraciones Públicas. Desde el punto de vista fiscal, el coste derivado del pago de las prestaciones por IT ha crecido sustancialmente desde 2019 (un 78,5 %) y, actualmente, se sitúa en algo más de 15.000 millones de euros⁶, es decir, cerca de un 1 % del PIB.

Desde una perspectiva comparada, este gasto se sitúa en España entre los más elevados en el ámbito de la UE, junto a Países Bajos, Alemania o Suecia —si bien el gasto en estos países se ubicaba entre el 1,5 % y el 2 % del PIB en 2022—. Además, es de los que ha experimentado un mayor incremento desde 2019⁷. Así, con datos comparables hasta 2022, el gasto en España aumentó en torno a 0,3 pp de PIB, cifra similar a la de Países Bajos,

Cuadro 1
Proporción de ocupados en situación de baja por IT

	2019	2024
Hombres	2,2	3,7
Mujeres	3,3	5,2
Edad		
16-29	1,1	2,3
30-44	2,2	3,8
45-54	2,7	4,3
55+	5,0	7,0
Nacionalidad		
Españoles	2,9	4,7
Doble nacionalidad	2,3	4,2
Extranjeros	1,7	3,2

FUENTE: Banco de España (a partir de Arregui y Montero, 2025), usando datos de la Encuesta de Población Activa (INE).

3 Además, tanto las mujeres como las personas con menor nivel educativo presentan mayores probabilidades relativas de caer en un estado de mala salud en el futuro. Laura Crespo, Angela Denis y Juan Francisco Jimeno. (2023). “El estado de salud de la población en edad de jubilación: una primera aproximación”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 04. <https://doi.org/10.53479/34872>

4 Samuel Hurtado y Mario Izquierdo. (2023). “Efectos económicos de un posible deterioro duradero en la salud general de la población española”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 20. <https://doi.org/10.53479/29790>

5 La tasa de frecuentación en atención primaria se refiere al número de visitas que los pacientes realizan a los servicios de atención primaria como porcentaje de la población cubierta.

6 Datos para contingencias comunes. Si se tienen en cuenta los pagos realizados por contingencias profesionales, la cuantía ascendería a 16.480 millones de euros.

7 José María Arregui y José Manuel Montero. (2025). Banco de España. De próxima publicación.

Recuadro 5

UN PRIMER ANÁLISIS DEL AUMENTO DE LAS BAJAS POR INCAPACIDAD TEMPORAL EN ESPAÑA (cont.)

Suecia o Eslovenia. En cambio, en otras economías, como Francia o Italia, esta ratio de gasto permaneció relativamente estable en el mismo período.

En el caso de las empresas, las ausencias por IT tienen un coste tanto directo, relacionado con la prestación económica para los trabajadores de baja, como indirecto, vinculado con los ajustes de plantilla que se pudieran ver obligadas a realizar para poder mantener su actividad.

La Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) proporciona información sobre los pagos de la empresa por prestaciones por IT, así como los posibles complementos a la prestación⁸. Estos pagos se pueden combinar con los datos de asalariados de la EPA para obtener una aproximación del coste directo agregado. En concreto, se estima que el coste directo empresarial habría pasado de unos 2.840 millones de euros en 2019 a unos 4.613 millones de euros en 2024, un incremento del 62 %⁹.

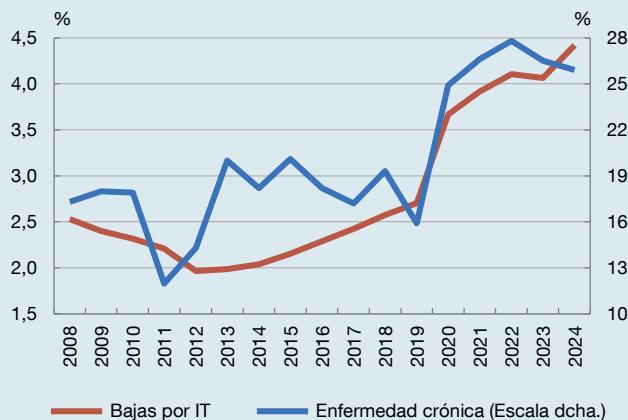
Ante el intenso incremento del gasto en prestaciones y el deterioro de los indicadores de salud y de congestión del sistema sanitario, la Seguridad Social ha implementado una serie de medidas para controlar el gasto y reforzar los servicios sanitarios. Entre dichas medidas, cabe destacar la renovación de los acuerdos bilaterales entre el Instituto Nacional de la Seguridad Social y las CCAA¹⁰ para el control de la IT (2025-2028). Además, está prevista la firma de convenios de cooperación en contingencias comunes entre las mencionadas instituciones y las mutuas colaboradoras de la Seguridad Social con el objetivo de mejorar la salud de las personas trabajadoras y evitar la prolongación innecesaria de los procesos de baja en patologías traumatólogicas. A tal fin, se permitirá a las mutuas la realización de las pruebas de diagnóstico y de tratamiento médico que estimen necesarias.

Futuras extensiones del análisis presentado en este recuadro buscarán entender en qué medida estas distintas iniciativas pueden contribuir a mitigar el repunte reciente de la IT en nuestro país.

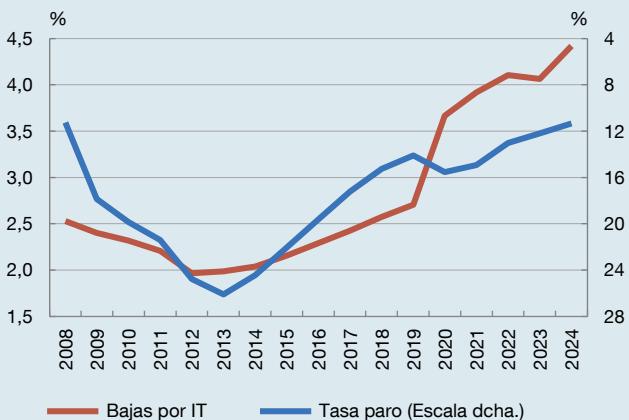
Gráfico 3

El estado de salud y la posición cíclica podrían explicar buena parte del repunte reciente de las ausencias laborales

3.a Evolución de personas ocupadas en situación de IT y personas ocupadas con problemas crónicos de salud



3.b Evolución de personas ocupadas en situación de IT y de la tasa de paro



FUENTES: Banco de España a partir de datos de la EU-SILC y la *Labour Force Survey* (Eurostat), y de la Encuesta de Población Activa (INE). Véase Arregui y Montero (2025).

⁸ Este coste consta de la prestación económica entre los días 4 y 15 de baja (60 % de la base reguladora), los posibles complementos y mejoras —incluidos potencialmente desde el primer día de baja si así lo establece el convenio colectivo de aplicación o bien lo decide voluntariamente el empresario—, y las cotizaciones a la Seguridad Social.

⁹ Este cálculo excluye los asalariados de las ramas de agricultura, silvicultura y pesca, por lo que supondría una cota inferior.

¹⁰ Excepto la Comunidad Foral de Navarra y País Vasco. También se incluye el Instituto Nacional de Gestión Sanitaria.

Recuadro 6

LOS FLUJOS MIGRATORIOS HACIA ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS: MAGNITUD Y PRINCIPALES DETERMINANTES

La población inmigrante en España ha aumentado significativamente en los últimos años y, en especial, desde el fin de la pandemia. En 2023, el saldo neto de inmigrantes se situó en 642.000 personas, una cifra que, aunque elevada, es inferior a la registrada un año antes (727.000 personas) (véase gráfico 1). Para 2024, una estimación preliminar a partir de la información parcial disponible permite proyectar un saldo neto de entradas de entre 550.000 y 650.000 personas.

Con todo, según los datos de la Encuesta Continua de Población, en el período 2009-2024, el peso de la población residente en España nacida en el extranjero habría aumentado en 5,6 puntos porcentuales (pp), hasta un 19,1 % del total poblacional. En el mismo período, el peso de los nacidos fuera de España en edad de trabajar —entre los 16 y los 67 años— registró un incremento de 5,6 pp, hasta llegar al 22,3 % del total de la población en edad de trabajar residente en España.

Así pues, la población residente en España nacida en el extranjero está alcanzando un peso en la población total

similar al de otros países que tradicionalmente han sido grandes receptores de inmigrantes (véase gráfico 2).

A la hora de entender las causas que subyacen a estos flujos migratorios¹, la literatura económica distingue habitualmente entre factores de arrastre (*pull*) y de empuje (*push*).

Los primeros, los factores *pull*, están vinculados a la situación socioeconómica del país de destino. Entre ellos destacan, por ejemplo, unas mejores oportunidades de empleo, las perspectivas de mayores ingresos futuros, unas políticas migratorias flexibles y la existencia de una red de compatriotas ya asentados en el país de destino que permita una rápida instalación de los nuevos inmigrantes.

Los segundos, los factores *push*, están vinculados, en cambio, a la situación socioeconómica del país de origen. Entre estos destacan, por ejemplo, el grado de inestabilidad política, la materialización de desastres naturales o de crisis alimentarias y, en general, todos aquellos aspectos que pueden condicionar la situación económica del país de origen tanto en el presente como en el futuro.

Gráfico 1
Saldo migratorio con el exterior (a)

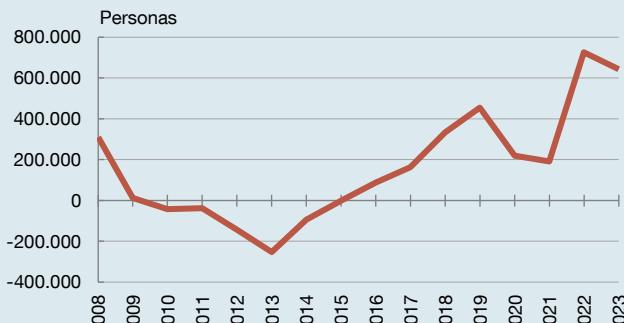
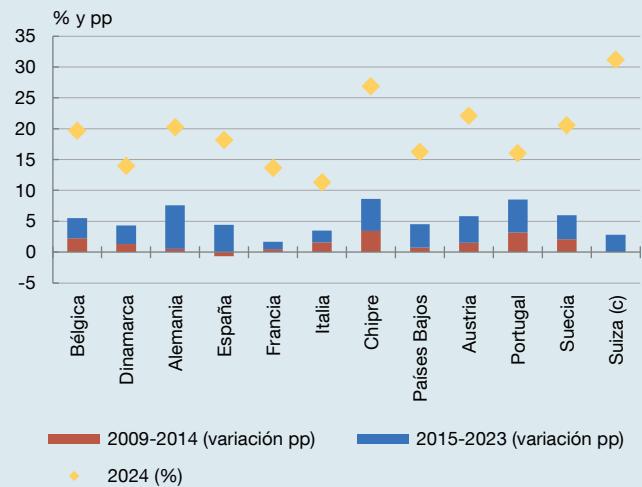


Gráfico 2
Proporción de población inmigrante (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (Estadística de Migraciones) y Eurostat.

- a El saldo migratorio con el exterior se compone del número de personas procedentes del extranjero que establecen su residencia en España y el número de personas que abandonaron España con destino a algún país extranjero.
- b La población inmigrante se define según el país de nacimiento.
- c No hay datos disponibles para el período 2009-2014.

1 Más allá de la magnitud de estos flujos, un trabajo reciente del Banco de España pone de manifiesto que, en los últimos años, los inmigrantes que llegan a nuestro país tienen mayor edad y nivel educativo que los llegados en olas anteriores. Véase Pilar Cuadrado, Ángel Luis Gómez y Teresa Sastre. (2024). “Una caracterización de los flujos migratorios hacia España y otros países de la Unión Europea”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T3, 06. <https://doi.org/10.53479/37372>

Recuadro 6

LOS FLUJOS MIGRATORIOS HACIA ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS: MAGNITUD Y PRINCIPALES DETERMINANTES (cont.)

La relevancia relativa de los factores *push* y *pull* puede analizarse adaptando la metodología propuesta por Amiti y Weinstein² para identificar qué parte de los

flujos bilaterales de migrantes responde a aspectos específicos del país de origen —que no dependen del país receptor— y qué parte se debe a factores propios

Gráfico 3

Descomposición de los flujos migratorios de entrada hacia España entre componentes de atracción y de empuje (a)

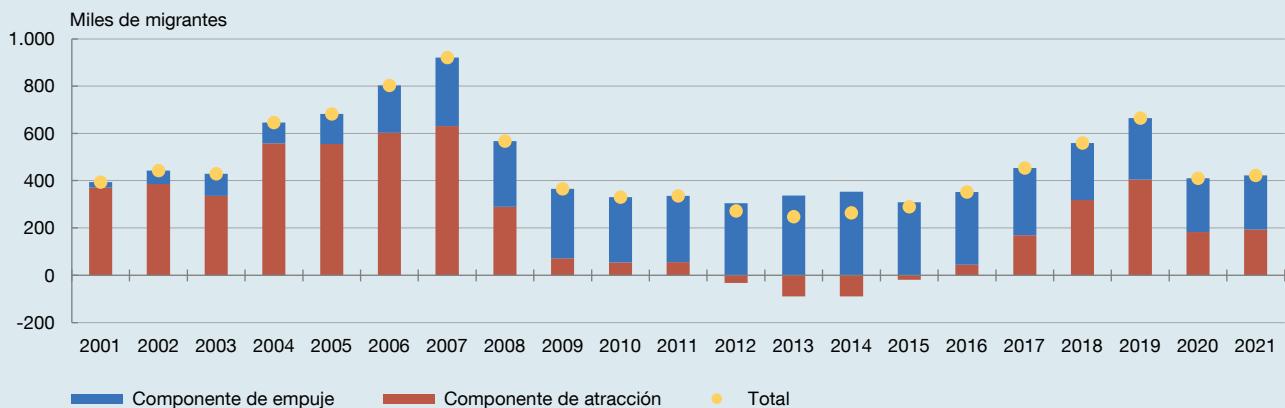


Gráfico 4

Impacto de los factores de atracción en los flujos de entrada (b) (c)

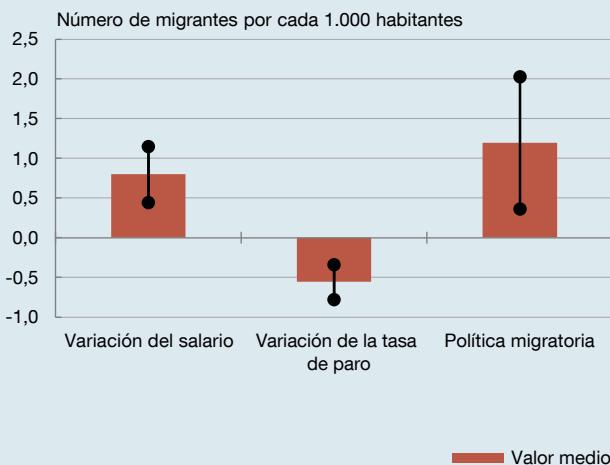
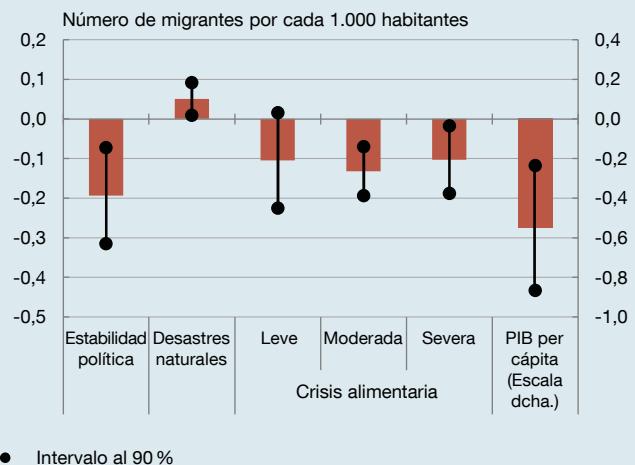


Gráfico 5

Impacto de los factores de empuje en los flujos de salida (b) (c)



FUENTES: OCDE, Banca d'Italia y Banco de España.

- a Amiti y Weinstein (2013 y 2018).
- b Estimaciones a partir de regresiones con efectos fijos de país y de tiempo para el componente de atracción (*pull*) de los flujos migratorios de entrada y para el componente de empuje (*push*) de los flujos de salida. Las variables explicativas están estandarizadas y retardadas un período.
- c Incluye información de 34 países receptores de migrantes, principalmente economías avanzadas, y unos 200 países de origen de la migración que llega a países de la OCDE. La información sobre flujos migratorios no está armonizada, por lo que refleja los criterios de cada país en sus estadísticas sobre población y migraciones [OCDE. (2024). "Statistical annex". En OCDE, *International Migration Outlook 2024*].

2 Estos autores descomponen el crecimiento del crédito bancario a empresas en la parte que corresponde a perturbaciones de demanda específicas de las empresas prestatarias y la que corresponde a perturbaciones propias de la oferta de préstamos de los bancos, utilizando datos individuales desagregados a nivel bilateral banco-empresa e imponiendo una serie de supuestos estadísticos y «restricciones de aditividad». Véanse Mary Amiti y David E. Weinstein. (2013). "How much do idiosyncratic bank shocks affect investment? Evidence from matched bank-firm loan data". NBER Working Paper Series, 18890, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w18890> y Mary Amiti y David E. Weinstein. (2018). "How much do idiosyncratic bank shocks affect investment? Evidence from matched bank-firm loan data". *Journal of Political Economy*, 126(2), pp. 525-587. <https://doi.org/10.1086/696272>

Recuadro 6

LOS FLUJOS MIGRATORIOS HACIA ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS: MAGNITUD Y PRINCIPALES DETERMINANTES (cont.)

del país de destino —independientemente de cuál sea el país de origen—.

Un trabajo reciente del Banco de España³ sugiere que, en los flujos de entrada de migrantes a nuestro país, salvo en el período previo a la crisis financiera global, los factores de empuje vinculados a los países de origen han pesado más que los factores de arrastre asociados a la economía española. No obstante, en el reciente repunte de la inmigración observado en España, los factores de arrastre han incrementado su importancia relativa (véase gráfico 3). Esto indica que los flujos de entrada de inmigrantes en España —generalmente considerados como elementos exógenos en los análisis y proyecciones demográficas y en gran parte de los modelos económicos— se ven también influidos por características específicas de nuestra economía.

Para entender qué aspectos o condiciones de los países de origen y destino influyen sobre los flujos de entrada en las economías avanzadas, se lleva a cabo un análisis con datos de panel⁴. Los resultados de este ejercicio apuntan a que, entre los factores de arrastre que han impulsado los flujos migratorios recientes hacia España, destacan la reducción de la tasa de paro, los aumentos del salario medio y los cambios en las políticas migratorias españolas, que han favorecido una mejor integración social y laboral (véase gráfico 4).

En cualquier caso, los condicionantes específicos de los países de origen continúan teniendo un efecto importante sobre los flujos migratorios. Entre estos factores *push* destacan, como ya se ha mencionado, la inestabilidad política y la renta per cápita (véase gráfico 5).

3 Teresa Sastre, Marta Suárez-Varela, Pilar Cuadrado y Enrica Di Stefano. (2025). "Factores que influyen sobre los flujos migratorios hacia España y otras economías avanzadas". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T2, 08. <https://doi.org/10.53479/39845>. En este estudio se aplica la descomposición de Amiti-Weinstein a flujos bilaterales de migrantes de frecuencia anual. Además, a partir de un análisis con datos de panel pertenecientes a un gran número de países, se identifican los aspectos o condiciones de los países de origen y destino que influyen sobre los flujos de entrada o de salida de migrantes.

4 Se realizan dos regresiones de panel: la primera para explicar el componente *pull* de los flujos de entrada a las economías avanzadas y la segunda para explicar el componente *push* de los flujos de salida de unos 200 países. En el primer caso, las variables explicativas se corresponden con características de los países receptores de migrantes, mientras que, en el segundo, dichas variables explicativas tienen que ver con aspectos específicos de los países de origen. Se incluyen efectos fijos de país y tiempo.

Recuadro 7

MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN RECENTE DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN ESPAÑA

La productividad total de los factores (PTF) es un determinante fundamental del crecimiento a largo plazo de la economía, así como de su comportamiento cíclico. Por su importancia, es una de las variables que más atención reciben por parte de la comunidad investigadora.

Sin embargo, cualquier análisis empírico sobre la evolución de la PTF y de sus determinantes debe abordar, en primer lugar, el reto que representa su medición. La principal dificultad reside en que, a diferencia de las ventas de las empresas o de los salarios de los trabajadores, la PTF no es una variable directamente observable.

La medida de crecimiento de la PTF más comúnmente utilizada es el llamado «residuo de Solow»¹, que se trata de la diferencia entre el crecimiento de la producción de un país y el crecimiento de la suma ponderada de los insumos observables, como el stock de capital y las horas trabajadas. Por tanto, este residuo englobaría elementos tan diversos como la calidad de las instituciones de un país (véase [recuadro 8](#)), las capacidades organizativas y de gestión de las empresas o la capacidad de innovación y otros intangibles que darían valor al producto de las empresas.

El Banco de España ha utilizado esta medida, con [series estimadas por Eurostat](#), en diversos análisis e informes². Sin embargo, estas mediciones descansan sobre una serie de supuestos simplificadores que no reflejan la evidencia disponible en diversos aspectos. Por un lado, consideran únicamente el cambio en el número agregado de horas trabajadas, sin tener en cuenta los cambios en la composición de la fuerza laboral debidos a diferencias en el nivel de cualificación de los trabajadores. Por otro lado, estas estimaciones se realizan bajo el supuesto de competencia perfecta en los mercados de productos,

ignorando la posible existencia de beneficios empresariales y el sesgo que la existencia de estos introduce sobre el peso del stock de capital en la producción. Finalmente, las medidas estándar de la PTF no recogen los cambios en la intensidad con la cual se utilizan los factores productivos, lo que puede redundar en correlaciones espurias positivas entre cambios en la producción y cambios en la productividad a lo largo de las distintas fases del ciclo.

En este contexto, un trabajo reciente del Banco de España³ introduce una nueva estimación del crecimiento de la PTF para las economías europeas que relaja los tres supuestos mencionados anteriormente. En concreto, dicho trabajo estima series anuales del crecimiento de la PTF, tanto a nivel agregado como a nivel sectorial, que se basan en supuestos mejor alineados con la evidencia empírica respecto a otras medidas de la PTF disponibles. Además, por primera vez, se proporcionan series trimestrales de la PTF para las grandes economías europeas, lo que implica la ventaja adicional de disponer de información actualizada sobre la evolución de la PTF en los diferentes países europeos con un decalaje temporal relativamente pequeño⁴.

Estas nuevas series incluyen diversos ajustes sobre las estimaciones estándar, como la realizada por Eurostat. En primer lugar, tienen en cuenta los cambios en las horas trabajadas de diferentes grupos de trabajadores (clasificados según su nivel formativo, su edad y su género), así como de distintos tipos de capital, estimando elasticidades diferentes entre los cambios en cada tipo de trabajo y capital y los cambios de producción⁵.

En segundo lugar, estas series también relajan el supuesto de competencia perfecta considerado en las mediciones estándar y permiten la existencia de beneficios

1 Robert M. Solow. (1956). "A Contribution to the Theory of Economic Growth". *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), pp. 65-94. <https://doi.org/10.2307/1884513>

2 Banco de España. (2020). "Capítulo 5. Retos para la economía española ante el escenario pos-Covid-19". En Banco de España, *Informe Anual 2019*, pp. 175-238. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/13056>

3 Diego Comin, Javier Quintana, Tom Schmitz y Antonella Trigari. (2025). "Revisiting Productivity Dynamics in Europe: A New Measure of Utilization - Adjusted TFP Growth". *Journal of the European Economic Association*, jvaf003. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvaf003>

4 La actualización de las series de la PTF puede hacerse de manera simultánea a la publicación de los datos trimestrales de Contabilidad Nacional, lo cual implica normalmente un decalaje de un solo trimestre, frente a las series anuales actualmente disponibles, que suelen publicarse con un decalaje de más de un año. Las nuevas series se actualizarán regularmente y se pondrán a disposición del público en la siguiente página web del Banco de España: <https://www.bde.es/wbe/es/areas-actuacion/analisis-e-investigacion/recursos/europod-ua.html>.

5 Este tipo de ajuste ya se incluye en algunas series de crecimiento de la PTF, como las realizadas por EUKLEMS [F. Bontadini, C. Corrado, J. Haskel, M. Iommi y C. Jona-Lasinio. (2023). "Sources of growth and productivity trends: methods and main measurement challenges". EUKLEMS & INTANProd: industry productivity accounts with intangibles. https://euklems-intanprod-llee.luiss.it/wp-content/uploads/2023/02/EUKLEMS_INTANProd_D2.3.1.pdf] para economías europeas o la producida por el Bureau of Labor Statistics para Estados Unidos: <https://www.bls.gov/news.release/prod3.toc.htm>.

Recuadro 7

MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN RECENTE DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN ESPAÑA (cont.)

empresariales. A tal fin, se realizan estimaciones del coste de uso del capital en cada sector de actividad, lo cual permite calcular los beneficios en cada uno de ellos y, por tanto, ajustar el peso de cada factor dentro de los costes totales. De este modo, la presencia de beneficios positivos conlleva una reducción de la elasticidad de la producción respecto al capital y un aumento de la del trabajo⁶.

Finalmente, las nuevas series tienen en cuenta también los cambios cíclicos en la intensidad con la cual se utilizan los factores productivos⁷. En concreto, se ajusta el residuo de Solow usando información procedente de encuestas de actividad empresarial sobre el porcentaje de la capacidad al cual operan las empresas de distintos sectores⁸.

El gráfico 1.a muestra la evolución de la PTF de la economía española estimada bajo la nueva metodología en comparación con la serie de la PTF estimada por Eurostat –bajo la metodología estándar–⁹. De acuerdo con los resultados obtenidos, ambas series proporcionan estimaciones relativamente similares en un horizonte de largo plazo, pero el comportamiento cíclico de estas series presenta marcadas diferencias. Las nuevas series de la PTF son menos volátiles y tienen una menor correlación con las fluctuaciones cíclicas del PIB que las series normalmente utilizadas, como las de Eurostat. Esta menor ciclicidad de las nuevas series estaría en línea con lo esperable de una medición del verdadero progreso tecnológico.

El gráfico 1.b muestra la contribución de cada uno de los tres ajustes descritos con anterioridad a las diferencias

entre ambas series. Por un lado, la nueva metodología considera los cambios en la composición de los insumos –trabajo y capital– y permite distinguirlos de la evolución de la PTF, es decir, de la eficiencia con que se combinan dichos insumos. En concreto, este ajuste reduce el crecimiento de la PTF en España de forma secular, especialmente en los años posteriores al estallido de la crisis inmobiliaria, al separar de la evolución de la PTF los cambios en la producción debidos al aumento relativo de las horas trabajadas por trabajadores cualificados¹⁰.

Por otro lado, los ajustes por los cambios en la utilización de la capacidad instalada y por la existencia de beneficios desempeñan un papel más relevante en el comportamiento cíclico de la PTF. Las diferencias más significativas se producen al corregir por los cambios en los niveles de utilización de la capacidad productiva. Durante las recesiones, una parte importante de la caída de la producción de las empresas se debe a una menor utilización de los factores productivos, y esta se recupera durante los períodos de crecimiento. Así, las mediciones que no incluyan este margen de ajuste tenderán a crear una correlación espuria entre la evolución del PIB y la de la PTF, achacando a cambios de productividad lo que en realidad son cambios en la intensidad de uso de los factores productivos.

Por su parte, el ajuste por la existencia de beneficios reduce el peso del capital dentro de los costes de las empresas y aumenta el del resto de los factores, como el trabajo. Por tanto, las medidas que no incluyen dicho ajuste tienden a sobreestimar el nivel de producción esperable en los períodos en los que aumente el nivel relativo del stock de

-
- 6 Las mediciones estándar del residuo de Solow calculan el coste de uso del capital de manera residual, sustrayendo de las ventas totales los costes laborales y los costes de los insumos intermedios, variables que son fácilmente observables en los datos. Sin embargo, en presencia de beneficios positivos, el valor de las ventas es superior al valor de los costes y, por tanto, dicha aproximación sobreestima el peso del capital dentro de los costes de las industrias.
 - 7 Fernald (2014) ("A Quarterly, Utilization-Adjusted Series on Total Factor Productivity". Working Paper Series, 2012-19, Federal Research Bank of San Francisco. <https://doi.org/10.24148/wp2012-19>) estima series de productividad ajustadas por utilización para Estados Unidos usando el número de horas por trabajador como aproximación del nivel de utilización. Sin embargo, dadas las características de los mercados de trabajo en Europa, Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025) ("Revisiting Productivity Dynamics in Europe: A New Measure of Utilization - Adjusted TFP Growth". *Journal of the European Economic Association*, jvaf003. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvaf003>) argumentan que dicha variable no es una aproximación recomendable para las economías europeas y, en particular, para la española.
 - 8 Más concretamente, se considera una regresión en la que la variable dependiente es el cambio del residuo de Solow ajustado por composición y beneficios, y la variable independiente es el cambio del nivel de utilización de factores, el cual se instrumenta con variables relacionadas con shocks de demanda para eliminar una posible endogeneidad. El residuo de dicha regresión es la medida de la PTF ajustada por composición, beneficios y utilización.
 - 9 Para facilitar la comparación, en ambos casos se muestra la serie de productividad según la metodología de Eurostat aplicada a la economía de mercado, excluidas la agricultura y la minería. La serie se extiende hasta el año 2024, actualmente no disponible en las series publicadas por Eurostat.
 - 10 Es importante señalar que, en cualquier caso, la medida de la PTF mantiene su carácter de parte residual del PIB que no puede explicarse por factores directamente observables. La ventaja de incluir ajustes adicionales, como el cambio en la composición de la fuerza laboral, permite depurar dicho residuo y obtener una media más cercana a los verdaderos cambios tecnológicos, organizativos o de eficiencia. Por tanto, las nuevas medidas de la PTF no implican cambios en los niveles de PIB, sino que proporcionan una información más precisa de los factores de dichos cambios.

Recuadro 7

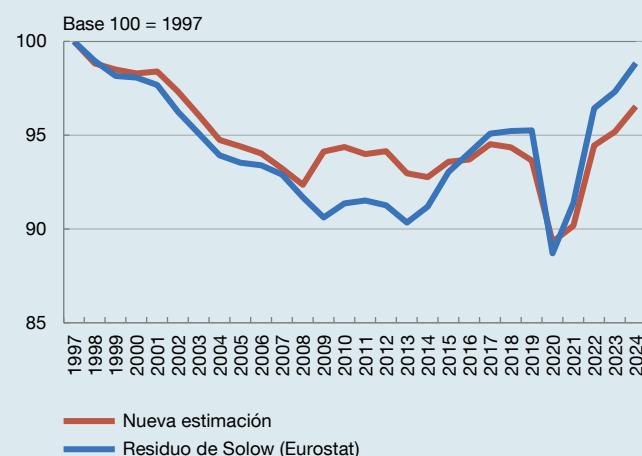
MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN RECENTE DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN ESPAÑA (cont.)

capital sobre el número de horas trabajadas. Dado que en las recesiones se produce una mayor caída del número de horas que en el stock de capital, las medidas estándar tienden a sobreestimar la caída de la PTF en estos períodos y, a su vez, a sobreestimar su crecimiento durante las recuperaciones, lo que crea, de nuevo, una relación espuria entre dicha variable y el crecimiento del PIB.

En resumen, las nuevas estimaciones de la PTF suponen diversas mejoras respecto a las medidas utilizadas actualmente. Por un lado, permiten aislar los cambios seculares en la composición y calidad de los insumos y proporcionan una estimación más cercana a la eficiencia con la cual estos se combinan en la economía. Por otro lado, esta nueva medida es menos volátil e implica una

Gráfico 1
Nuevas estimaciones de la PTF

1.a Nueva serie de PTF según Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025) y residuo de Solow (a)



1.b Contribución de los distintos ajustes a las diferencias entre series (b)

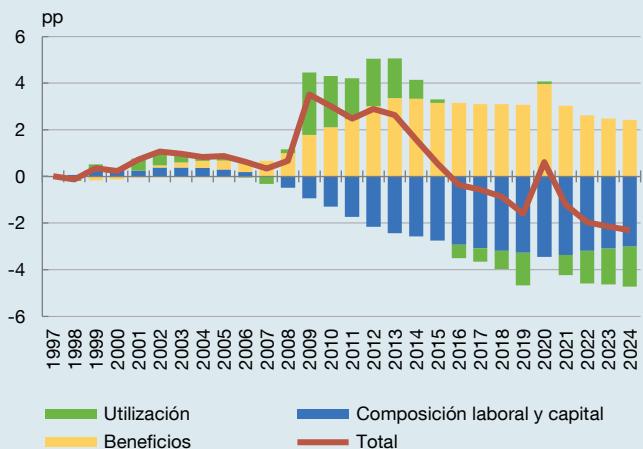
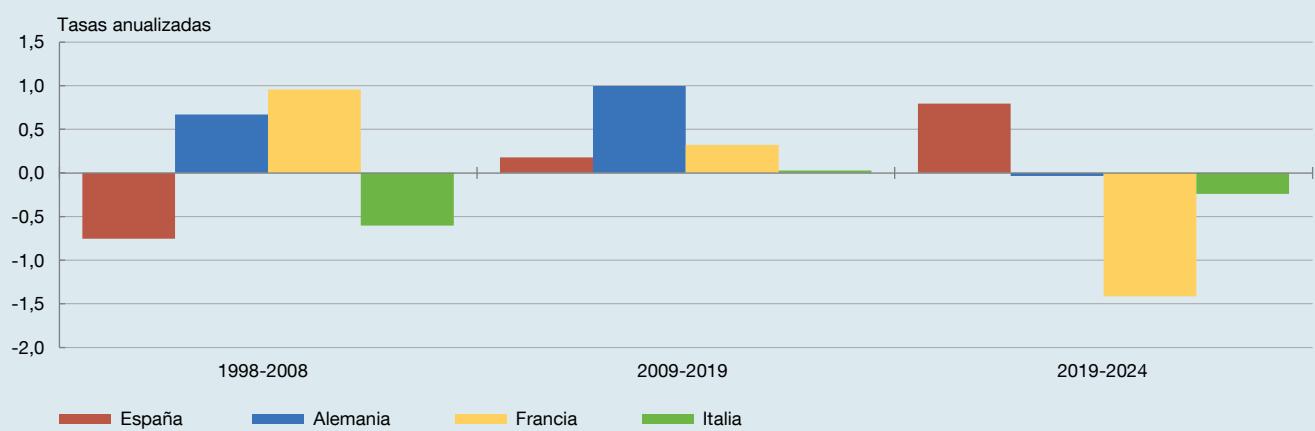


Gráfico 2
Evolución del crecimiento de la PTF en las grandes economías europeas según períodos



FUENTES: Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025) y Eurostat.

- a Serie de PTF de España estimada según la metodología de Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025) y residuo de Solow estimado según la metodología de Eurostat.
- b Contribución en puntos porcentuales de cada ajuste a las diferencias entre las nuevas series de PTF y el residuo de Solow estimado según la metodología de Eurostat.

Recuadro 7

MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN RECENTE DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN ESPAÑA (cont.)

menor correlación entre la evolución de la PTF y los cambios del PIB, características esperables de una variable que verdaderamente capture el cambio tecnológico.

De acuerdo con las nuevas estimaciones, el comportamiento de la PTF de la economía española ha mostrado desde 1998 un peor desempeño que la de otras grandes economías europeas, como la alemana o la francesa, si bien pueden observarse claras diferencias entre distintos períodos de tiempo.

En este sentido, el gráfico 2 muestra las tasas anuales de crecimiento de la PTF por períodos. En concreto, fue en el período 1998-2008 cuando la productividad de la economía española presentó una peor evolución relativa. Así, el elevado crecimiento económico de esa década se debió a un aumento tanto de la fuerza laboral como de la inversión, pero la PTF sufrió un decrecimiento medio anual del 0,8 %. Esta se vio lastrada por un pobre desempeño de la PTF en todos los sectores de la economía española, pero también por una especialización sectorial hacia industrias con niveles particularmente bajos de productividad. En comparación, en el mismo período, la PTF de Alemania y la de Francia presentaron, de media, un crecimiento anual del 0,7 % y el 1 %, respectivamente.

En la década posterior a la crisis financiera, si bien se frenó la caída experimentada durante el ciclo anterior, no se produjo un aumento sustancial de la PTF en España, con tasas de crecimiento medias de en torno al 0,2 % anual. En comparación, el crecimiento medio anual de la PTF en la economía francesa fue del 0,3 % y del 1 % en el caso de Alemania.

Sin embargo, la española es la única de las grandes economías europeas en la que se ha producido un crecimiento significativo de la PTF tras la pandemia¹¹. Una parte de dicha mejora, que aún resulta difícil de cuantificar con precisión, estaría asociada a una cierta recomposición de la actividad hacia algunas ramas de los servicios que presentan una mayor productividad relativa (véanse secciones 3.1 y 3.3).

De este modo, el mejor desempeño de la PTF durante los años recientes en nuestro país ha contribuido a reducir el diferencial de productividad respecto al resto de las grandes economías europeas, si bien no ha sido suficiente para revertir por completo las diferencias acumuladas. En particular, si bien la PTF de la economía española acumuló un retroceso de 17 puntos porcentuales (pp) entre 1998 y 2019 con respecto a la media de las otras tres grandes economías europeas, esta diferencia solo se redujo a 10 pp en 2024.

¹¹ Último dato disponible: tercer trimestre de 2024.

Recuadro 8

CALIDAD INSTITUCIONAL Y PRODUCTIVIDAD

Existe consenso en la literatura económica sobre la asociación positiva entre la calidad institucional y los niveles y tasas de crecimiento de la productividad. La calidad institucional se refiere a la eficacia de las reglas de juego que las sociedades desarrollan para regular las relaciones políticas, sociales y económicas. Se entiende por instituciones las fronteras creadas por los humanos para controlar las interacciones entre individuos y grupos, estableciendo un marco que determina los incentivos y las restricciones de los agentes económicos¹.

Los canales que sustentaría esta asociación positiva entre indicadores de calidad institucional y niveles y tasas de crecimiento de la productividad en países desarrollados son de varios tipos.

En primer lugar, unas mejores instituciones podrían generar mayor confianza inversora, al proporcionar un marco legal más estable y previsible que fomente la innovación y reduzca los costes de transacción².

En segundo lugar, unas mejores instituciones suelen estar asociadas con menores niveles de corrupción, lo que permite una asignación más eficiente de los recursos públicos y privados³.

En tercer lugar, una burocracia más eficiente puede reducir los tiempos y costes vinculados a la creación, apertura y gestión de empresas, facilitando la inversión empresarial⁴.

En cuarto lugar, las instituciones pueden incidir sobre la innovación y sobre quién sale beneficiado y perjudicado de los cambios tecnológicos. De este modo, de acuerdo con la literatura disponible, una mejor calidad institucional incentiva tanto la creación de nuevas tecnologías (invención e innovación) como la adopción de dichas tecnologías y su uso eficiente⁵.

Finalmente, la calidad institucional puede afectar a las decisiones económicas tanto a través de los efectos

señalados anteriormente como de la percepción que los agentes económicos tienen de las instituciones. Por ejemplo, que los agentes económicos perciban la existencia de corrupción, sea justificada o no, puede tener sobre sus decisiones económicas efectos negativos similares a los que produciría la existencia real de la misma⁶.

La medición de la calidad institucional es compleja y habitualmente está sujeta a juicios de valor sobre la relevancia de sus múltiples dimensiones. Algunos de los indicadores de calidad institucional habitualmente utilizados incluyen los Worldwide Governance Indicators del Banco Mundial —que se basan fundamentalmente en encuestas a empresas y a hogares acerca de sus percepciones sobre diversas dimensiones del funcionamiento del sector público y del sector privado en alrededor de 200 países— y los correspondientes a la Varieties of Democracy Dataset del V-Dem Institute —que categoriza el funcionamiento democrático de los países—.

De manera complementaria a estos indicadores, un trabajo reciente del Banco de España⁷ utiliza una base de datos de 32 países desarrollados de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), una amplia selección de variables institucionales y un análisis de componentes principales para construir indicadores de calidad institucional que permitan explorar qué diferencias existen en este ámbito entre países con un nivel de desarrollo similar al de España.

Se realizan dos ejercicios. En primer lugar, se construye un indicador de calidad institucional (IND1) con la muestra de países de la OCDE de nivel de desarrollo similar al español y con todas las variables de calidad institucional disponibles. En segundo lugar, se construye otro indicador (IND2) solo con los países de la UE y con variables de calidad institucional referidas exclusivamente a la efectividad del

-
- 1 Douglass C. North. (1990). *Institutions, Institutional Change, and Economic Performance*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511808678>
 - 2 Gilbert Cette, Jimmy Lopez, Jacques Mairesse y Giuseppe Nicoletti. (2024). "Trust, Intangible Assets, and Productivity". NBER Working Paper Series, 32513, National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w32513/w32513.pdf
 - 3 Manuel García-Santana, Enrique Moral-Benito, Josep Pijoan-Mas y Roberto Ramos. (2020). "Growing like Spain: 1995-2007". *International Economic Review*, 61(1), pp. 383-416. <https://doi.org/10.1111/iere.12427>
 - 4 Balázs Égert. (2016). "Regulation, Institutions, and Productivity: New Macroeconomic Evidence from OECD Countries". *American Economic Review*, 106(5), pp. 109-113. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.p20161026>
 - 5 Daron Acemoglu. (2025). "Institutions, technology and prosperity". NBER Working Paper Series, 33442, National Bureau of Economic Research. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w33442/w33442.pdf
 - 6 Nicholas Charron. (2015). "Do corruption measures have a perception problem? Assessing the relationship between experiences and perceptions of corruption among citizens and experts". *European Political Science Review*, 8(1), pp. 147-171. <https://doi.org/10.1017/S1755773914000447>
 - 7 Juan F. Jimeno y Carlos Sanz. (2025). "Institutions and Macroeconomic Performance". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.

Recuadro 8

CALIDAD INSTITUCIONAL Y PRODUCTIVIDAD (cont.)

Gobierno, a la calidad de las leyes y otras normas y a la independencia de las instituciones públicas.

El período considerado es 2000-2021. Los datos utilizados han sido compilados por The Quality of Government Institute, de la Universidad de Gotemburgo. La base de datos inicial contiene 1.126 variables, de las que 306 miden distintos aspectos relacionados con la calidad institucional. Una vez analizadas estas variables, el estudio se restringe a 74 de ellas, que son las que disponen de suficiente información por países y a lo largo del tiempo y en las que dicha información presenta suficiente variabilidad.

La información que proporcionan estas 74 variables se sintetiza mediante un análisis de componentes principales y se utiliza como indicador de calidad institucional IND1 el primer componente principal de este ejercicio.

El cuadro 1 muestra las diez variables con mayor peso en el IND1. Las variables con mayor ponderación se refieren a cuestiones como la capacidad del Estado para la gestión de los asuntos públicos y las percepciones de la ciudadanía sobre la incidencia de la corrupción, entendida esta en todas sus dimensiones.

Para la construcción del segundo indicador (IND2), que refleja diferencias relacionadas con la efectividad del Gobierno, la calidad de las normas legales y la independencia de las instituciones públicas dentro de la Unión Europea (UE), se procede de forma similar a como se construyó el IND1, pero restringiendo la muestra de países a dicha zona geográfica y seleccionando únicamente diez variables referidas a esas tres dimensiones de calidad institucional (véase cuadro 2)⁸.

De acuerdo con los resultados obtenidos, en términos de calidad institucional, España se sitúa en una posición intermedia, si bien por debajo de la media, entre los países analizados (véase gráfico 1).

Así, por ejemplo, en 2020⁹, los países líderes en calidad institucional según el indicador IND1 son Dinamarca,

Nueva Zelanda y Noruega, mientras que España aparece en el puesto 19 de los 32 países considerados, con un nivel similar al de Francia, por delante de Italia o Portugal, pero por detrás de Alemania.

Del mismo modo, también en 2020, de acuerdo con el indicador IND2, Dinamarca, Finlandia y Luxemburgo ocuparían los primeros puestos del ranking, mientras que España estaría por debajo de la media, con niveles de calidad institucional cercanos a Portugal, República Checa y Lituania.

En cuanto a la evolución temporal de estas medidas de calidad institucional, cabe reseñar que, entre la primera década de este siglo (2000-2010) y la segunda (2011-2021), las dos medidas de calidad institucional habrían sufrido, en promedio, un deterioro algo más acusado en España que en la mayoría del resto de los países analizados (véase gráfico 2)¹⁰.

En concreto, España es, de los 32 países considerados, el quinto que ha sufrido una mayor caída en el indicador IND1. Solo Hungría, Polonia, Estados Unidos e Islandia han experimentado un descenso mayor en este indicador en los últimos años. Sigue lo mismo en lo relativo al indicador IND2: España es, junto con Grecia y Hungría, uno de los tres países con mayor disminución.

Estas medidas de calidad institucional están positivamente correlacionadas con los niveles de productividad y PIB per cápita, tanto entre países como a lo largo del tiempo. Esto puede observarse, por ejemplo, en los gráficos 3 y 4, que muestran la correlación entre los dos indicadores de calidad institucional construidos anteriormente y los niveles de productividad y PIB per cápita en 2019, respectivamente¹¹.

Por otra parte, para analizar el impacto de la calidad institucional en el crecimiento de la productividad, se estiman ecuaciones de convergencia habituales en la literatura sobre crecimiento económico (que también tienen en cuenta que el crecimiento de la productividad

8 La correlación entre los indicadores IND1 e IND2 es de 0,9. Las correlaciones de IND1 e IND2 con el Government Effectiveness Index del Banco Mundial son, respectivamente, de 0,85 y 0,96. La varianza explicada por los componentes principales con los que se construyen IND1 e IND2 es, respectivamente, del 3 % y del 72 %. La diferencia se debe a que IND1 tiene en cuenta para la selección del componente principal un conjunto de variables mucho más numeroso que IND2.

9 Último año para el que se dispone de información sobre Estados Unidos.

10 Las variables que explican en mayor medida este deterioro son, en el caso de IND1, las relativas al control de la corrupción, la voz y rendición de cuentas y el Estado de derecho. En el caso de IND2, serían las variables relativas al Estado de derecho, la estabilidad política y la calidad regulatoria.

11 Los datos se refieren a 2019, ya que este es el último año con datos disponibles para nuestra medida de productividad. Esta se refiere a la productividad total de los factores (PTF) a paridad de poder adquisitivo de las Penn World Tables.

Recuadro 8

CALIDAD INSTITUCIONAL Y PRODUCTIVIDAD (cont.)

Cuadro 1

Variables con más peso en el indicador de calidad institucional IND1

Variable	Ponderación	Correlación	IND1
			Fuente y descripción
Control de la corrupción, estimación	0,192	0,911	Worldwide Governance Indicators. Mide las percepciones de la corrupción, definida como el uso del poder público para beneficio privado. Los aspectos medidos varían desde la frecuencia de pagos adicionales para lograr objetivos hasta los efectos de la corrupción en el entorno empresarial y la corrupción a gran escala en la política.
Voz y rendición de cuentas, estimación	0,191	0,907	Worldwide Governance Indicators. Incluye indicadores que miden aspectos del proceso político, las libertades civiles y los derechos políticos, así como la independencia de los medios de comunicación. Estos indicadores evalúan la participación ciudadana en la selección de gobiernos y el papel de los medios en la supervisión de las autoridades.
Capacidad estatal básica, cargas basadas en PCA	0,190	0,899	“Leviathan’s Latent Dimensions: Measuring State Capacity for Comparative Political Research” (Hanson y Sigman, 2021). Se basa en tres dimensiones: capacidad extractiva, capacidad coercitiva y capacidad administrativa. Los autores utilizan un análisis bayesiano de variables latentes para estimar la capacidad estatal a partir de indicadores relacionados con estas dimensiones.
Índice de corrupción política	-0,187	-0,887	Varieties of Democracy Dataset. De menos corrupto (0) a más corrupto (1). Incluye seis tipos distintos de corrupción en los ámbitos ejecutivo, legislativo y judicial, diferenciando entre soborno y malversación, y entre corrupción en los niveles más altos del ejecutivo y en el sector público en general.
Estructura legal y seguridad de los derechos de propiedad (datos de panel)	0,187	0,886	Economic Freedom of the World (Fraser Institute). De 0 a 10, donde 0 corresponde a «sin independencia judicial», «sin marco legal confiable», «sin protección de la propiedad intelectual», «interferencia militar en el Estado de derecho» y «sin integridad del sistema legal», y 10 corresponde a «alta independencia judicial», «marco legal confiable», «protección de la propiedad intelectual», «sin interferencia militar en el Estado de derecho» e «integridad del sistema legal».
Estado de derecho, estimación	0,186	0,881	Worldwide Governance Indicators. Incluye indicadores que miden la confianza y el cumplimiento de las normas de la sociedad, como la percepción del crimen, la efectividad y previsibilidad del sistema judicial y la aplicabilidad de los contratos. Estos indicadores evalúan el éxito de una sociedad a la hora de desarrollar un entorno con reglas justas y predecibles y proteger los derechos de propiedad.
Intercambios corruptos en el sector público	0,184	0,872	Varieties of Democracy Dataset. Mide la frecuencia con la que los empleados del sector público otorgan favores a cambio de sobornos u otros incentivos materiales. Varía desde intercambios extremadamente comunes hasta casi inexistentes.
Actividades corruptas en el legislador	0,183	0,869	Varieties of Democracy Dataset. Mide si los miembros del legislativo abusan de su posición para obtener beneficios financieros. Varía desde actividades corruptas comunes hasta casi inexistentes.
Indicador bayesiano de corrupción	-0,183	-0,868	Bayesian Corruption Index (Sherppa Ghent University). Mide el nivel de corrupción, con valores que van de 0 (sin corrupción) a 100 (máxima corrupción). A diferencia del Corruption Perception Index y los Worldwide Governance Indicators, donde un aumento significa una disminución en el nivel de corrupción, el Bayesian Corruption Index utiliza una escala absoluta: 0 indica ausencia total de corrupción y 100 indica el nivel máximo de corrupción.
Robo en el sector público	0,182	0,861	Varieties of Democracy Dataset. Mide la frecuencia con la que los empleados del sector público roban, malversan o desvían fondos públicos u otros recursos estatales para uso personal o familiar. Varía desde robos constantes hasta casi inexistentes.

FUENTE: Jimeno y Sanz (2025).

Recuadro 8

CALIDAD INSTITUCIONAL Y PRODUCTIVIDAD (cont.)

Cuadro 2

Variables con más peso en el indicador de calidad institucional IND2

Variable	Ponderación	Correlación	IND2
			Fuente y descripción
Estado de derecho, estimación	0,359	0,964	Worldwide Governance Indicators. Incluye indicadores que miden la confianza y el cumplimiento de las normas de la sociedad, como la percepción del crimen, la efectividad y previsibilidad del sistema judicial y la aplicabilidad de los contratos. Estos indicadores evalúan el éxito de una sociedad a la hora de desarrollar un entorno con reglas justas y predecibles y proteger los derechos de propiedad.
Efectividad del Gobierno, estimación	0,358	0,960	Worldwide Governance Indicators. Combina en un solo grupo las respuestas sobre la calidad de la provisión de servicios públicos, la calidad de la burocracia, la competencia de los funcionarios, la independencia del servicio civil de presiones políticas y la credibilidad del compromiso del Gobierno con las políticas. El enfoque principal de este índice está en los insumos necesarios para que el Gobierno pueda producir e implementar buenas políticas y entregar bienes públicos.
Estructura legal y seguridad de los derechos de propiedad (datos de panel)	0,355	0,952	Economic Freedom of the World (Fraser Institute). De 0 a 10, donde 0 corresponde a «sin independencia judicial», «sin marco legal confiable», «sin protección de la propiedad intelectual», «interferencia militar en el Estado de derecho» y «sin integridad del sistema legal», y 10 corresponde a «alta independencia judicial», «marco legal confiable», «protección de la propiedad intelectual», «sin interferencia militar en el Estado de derecho» e «integridad del sistema legal».
Calidad reglamentaria, estimación	0,347	0,930	Worldwide Governance Indicators. Incluye medidas sobre la incidencia de políticas desfavorables para el mercado, como controles de precios o supervisión bancaria inadecuada, así como percepciones sobre las cargas impuestas por la regulación excesiva en áreas como el comercio exterior y el desarrollo empresarial.
Voz y rendición de cuentas, estimación	0,346	0,927	Worldwide Governance Indicators. Incluye indicadores que miden aspectos del proceso político, las libertades civiles y los derechos políticos, así como la independencia de los medios de comunicación. Estos indicadores evalúan la participación ciudadana en la selección de gobiernos y el papel de los medios en la supervisión de las autoridades.
Indicador de calidad del Gobierno	0,342	0,917	<i>International Country Risk Guide</i> (The PRS Group). Mide la calidad del Gobierno, evaluando la corrupción, el Estado de derecho y la calidad de la burocracia. Valores más altos indican una mayor calidad del Gobierno. La corrupción se evalúa en términos de sobornos y nepotismo, el Estado de derecho en la imparcialidad del sistema legal y la calidad de la burocracia en su capacidad para operar sin interrupciones políticas.
Capacidad estatal básica, cargas basadas en PCA	0,310	0,831	“Leviathan’s Latent Dimensions: Measuring State Capacity for Comparative Political Research” (Hanson y Sigman, 2021). Se basa en tres dimensiones: capacidad extractiva, capacidad coercitiva y capacidad administrativa. Los autores utilizan un análisis bayesiano de variables latentes para estimar la capacidad estatal a partir de indicadores relacionados con estas dimensiones.
Regulación crediticia, laboral y empresarial (datos de panel)	0,260	0,698	Economic Freedom of the World (Fraser Institute). Varía de 0 a 10, donde 0 indica baja participación de bancos privados, alta tasa de rechazo de licencias bancarias extranjeras y regulación gubernamental de tasas de interés, mientras que 10 indica alta participación de bancos privados, baja tasa de rechazo de licencias bancarias extranjeras y tasas de interés determinadas por el mercado.
Estabilidad política y ausencia de violencia/terrorismo, estimación	0,228	0,611	Worldwide Governance Indicators. Mide las percepciones sobre la probabilidad de inestabilidad política y/o violencia motivada políticamente, incluyendo el terrorismo.
Libertad para comerciar internacionalmente (datos de panel)	0,211	0,567	Economic Freedom of the World (Fraser Institute). Varía de 0 a 10, donde 0 indica altos impuestos al comercio internacional, procesos lentos de importación/exportación, sectores comerciales pequeños, controles de tipo de cambio y restricciones en el mercado de capitales, mientras que 10 indica ausencia de impuestos específicos al comercio internacional, procesos rápidos de importación/exportación, sectores comerciales grandes, ausencia de mercado negro de tipo de cambio y libertad en el mercado de capitales.

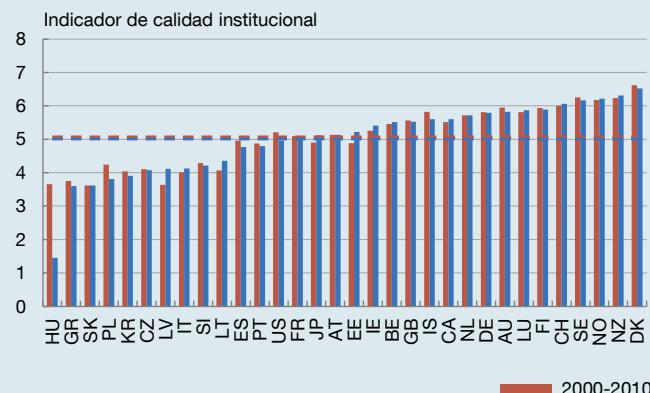
FUENTE: Jimeno y Sanz (2025).

Recuadro 8

CALIDAD INSTITUCIONAL Y PRODUCTIVIDAD (cont.)

Gráfico 1
Evolución temporal de los indicadores de calidad institucional

1.a Evolución temporal de IND1



1.b Evolución temporal de IND2

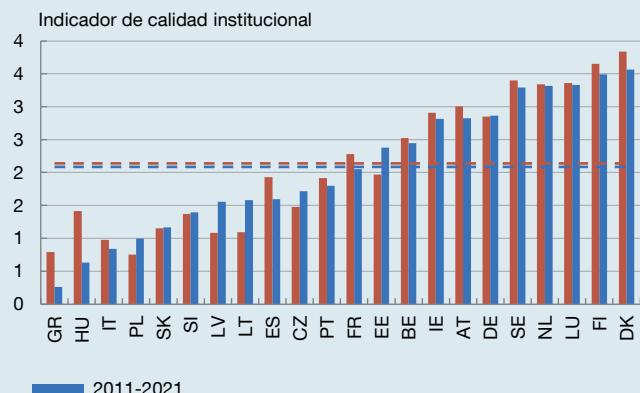


Gráfico 2
Evolución temporal de los indicadores de calidad institucional

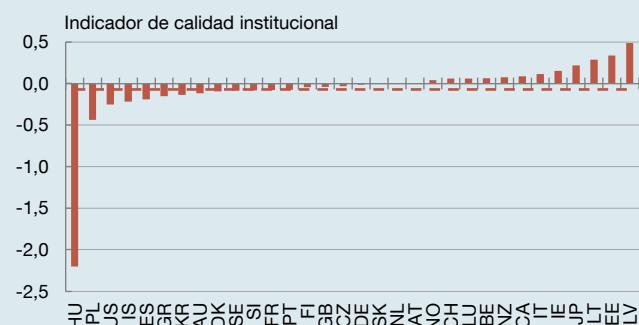
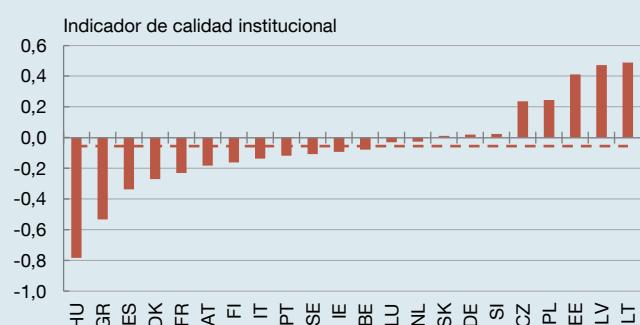
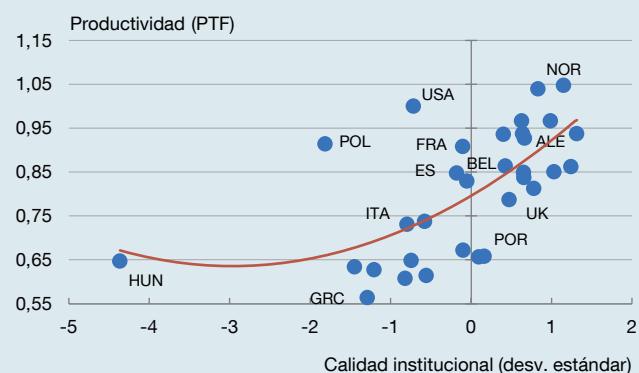
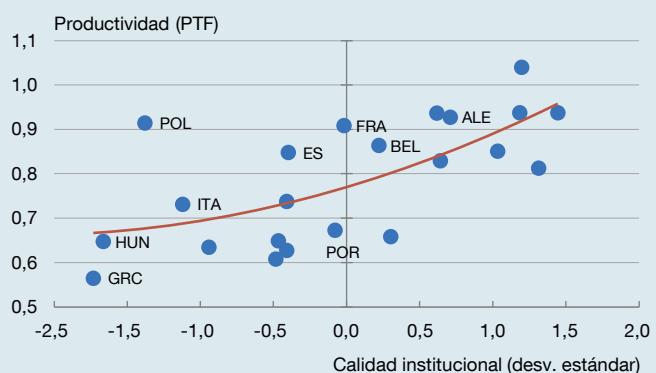
2.a Diferencia entre décadas en IND1
(2000-2010 frente a 2011-2021)2.b Diferencia entre décadas en IND2
(2000-2010 frente a 2011-2021)

Gráfico 3
Correlación entre calidad institucional y productividad

3.a IND1



3.b IND2



FUENTE: Jimeno y Sanz (2025).

Recuadro 8

CALIDAD INSTITUCIONAL Y PRODUCTIVIDAD (cont.)

depende de su nivel inicial). En particular, se estima la siguiente especificación:

$$\Delta \ln y_{ct} = \alpha_c + \delta_t + \beta \ln y_{c,t-5} + \gamma CI_{c,t-5} + \varepsilon_{ct},$$

donde c indica el país; t (2005, 2010, 2015, 2019) indica el año; α_c y δ_t son efectos fijos de país y año; $\Delta \ln y_{ct}$ es el crecimiento de la productividad entre el año $t-5$ y el año t ; $y_{c,t-5}$ es la PTF en el año $t-5$, y CI es la calidad institucional en el año $t-5$.

El cuadro 3 muestra los resultados para cada uno de los dos indicadores de calidad institucional construidos. Se observa una correlación positiva entre la calidad institucional y el crecimiento de la productividad, de manera que la mejora de la calidad institucional está

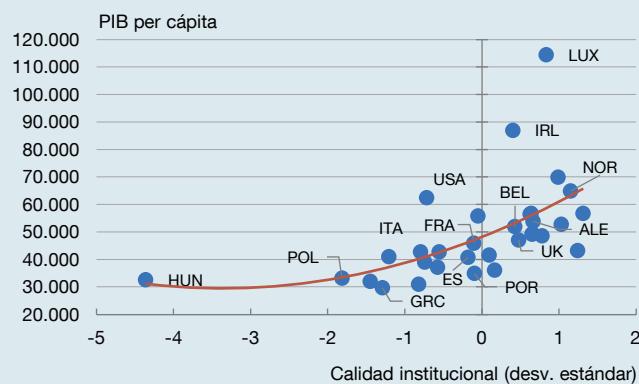
asociada a un mayor crecimiento subsiguiente de la productividad.

El coeficiente del indicador IND1 es estadísticamente significativo al 10% e indica que una mejora de una desviación estándar en la calidad institucional inicial está asociada a un crecimiento acumulado de la productividad un 3,4% superior durante los cinco años siguientes.

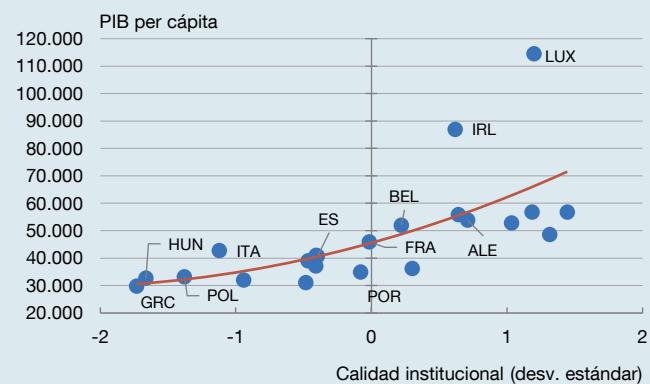
Cuando se tiene en cuenta el indicador IND2, los impactos estimados son aún mayores. En particular, un aumento de una desviación estándar en la calidad institucional inicial está asociada a un crecimiento acumulado de la productividad un 9,6% superior durante los cinco años siguientes, y este coeficiente es estadísticamente significativo al 1%.

Gráfico 4
Correlación entre calidad institucional y PIB per cápita

4.a IND1



4.b IND2



FUENTE: Jimeno y Sanz (2025).

Cuadro 3
Efecto de la calidad institucional en ecuaciones de convergencia de la productividad (a)

	IND1	IND2
	(1)	(2)
Productividad inicial		
	-0,59 *** (0,088)	-0,80 *** (0,14)
Calidad institucional inicial		
	0,034 * (0,018)	0,096 *** (0,032)
N	128	88

FUENTE: Jimeno y Sanz (2025).

a) Errores estándar robustos entre paréntesis. Los asteriscos indican el nivel de significatividad de los parámetros: *** 1 %, ** 5 % y * 10 %.

Recuadro 8

CALIDAD INSTITUCIONAL Y PRODUCTIVIDAD (cont.)

Estos resultados sugieren que las ganancias de productividad derivadas de la mejora de la calidad institucional podrían ser considerables. Aunque no necesariamente son el resultado de efectos causales de la calidad institucional, permiten sostener con un cierto fundamento empírico la hipótesis de que puede haber una relación positiva entre las mejoras de la calidad institucional y el crecimiento de la productividad.

En este sentido, si los resultados anteriores tuvieran esa naturaleza causal y la calidad institucional en España alcanzara el mismo nivel que en Dinamarca de acuerdo con el indicador IND1, el crecimiento de la productividad

en España en los cinco años siguientes podría aumentar un 5,5 % (si la calidad institucional fuera el único determinante de la productividad). Esto implicaría un aumento de la tasa media de crecimiento anual de la productividad total de los factores durante dicho período de 1,1 puntos porcentuales (pp).

El mismo ejercicio con el indicador IND2 sugiere que el crecimiento de la productividad en España en los cinco años siguientes podría ser un 19 % mayor, lo que implicaría un aumento de la tasa media de crecimiento anual de la productividad total de los factores durante dicho período de 3,8 pp.

Recuadro 9

UNA MEDIDA DEL GRADO DE POLARIZACIÓN POLÍTICA EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA

La polarización política se define como el aumento significativo de la distancia ideológica entre los distintos partidos políticos o sus votantes¹.

De acuerdo con la literatura especializada², la polarización tiende a generar un mayor conflicto partidista y un menor grado de cooperación entre los distintos actores políticos, lo que puede conducir a un bloqueo legislativo debido a la dificultad para alcanzar consensos en temas clave de política general y económica. Esto puede retrasar reformas necesarias, generar gasto público ineficiente y aumentar la incertidumbre sobre la estabilidad económica.

Además, la polarización también puede provocar cambios frecuentes en las políticas económicas, reduciendo la previsibilidad del entorno empresarial, inhibiendo la inversión e induciendo volatilidad en los mercados financieros.

Asimismo, la polarización tiende a distorsionar la percepción que los ciudadanos tienen de la situación económica, afectando a su nivel de confianza y a sus decisiones de gasto. También puede influir de manera adversa en la cooperación diplomática y en la estabilidad de las relaciones exteriores de los países afectados.

Existen diversas formas de medir la polarización política, dependiendo de si se enfoca en las élites o en la ciudadanía, y de si se utilizan textos, encuestas, u otros tipos de datos. Por ejemplo, Gentzkow, Shapiro y Taddy (2019)³ extraen un índice de polarización a partir de discursos parlamentarios usando análisis de texto. Por su parte, Mason (2015)⁴ e Iyengar, Sood y Lelkes (2012)⁵

usan encuestas de opinión, como el Eurobarómetro, para medir la percepción ideológica. Bakshy, Messing y Adamic (2015)⁶ calculan métricas económicas y sociales, como el coeficiente de Gini, la segregación residencial o el análisis de redes sociales, y evalúan la fragmentación en la interacción social. Estas herramientas permiten un análisis integral de la polarización en su dimensión institucional, social y económica.

Si bien la polarización ha sido ampliamente estudiada en Estados Unidos, no existen indicadores robustos para el caso europeo que permitan cuantificar y monitorear la polarización política en la región, y evaluar sus implicaciones.

En este contexto, este recuadro presenta indicadores de polarización para Alemania, Francia, Italia y España, elaborados según la metodología empleada por Azzimonti (2013)⁷ para Estados Unidos con análisis de texto. Se utiliza la base de datos de Factiva y sus herramientas de búsqueda avanzada para recuperar sistemáticamente los artículos de prensa relevantes. Para cada país, se seleccionan sus principales periódicos, se define un diccionario de términos relacionados con polarización y políticas públicas, y se cuenta el número de artículos que contienen referencias a ambas categorías. Finalmente, se normaliza el indicador dividiendo este valor entre el total de artículos publicados en ese período, permitiendo así una comparación coherente en el tiempo y entre países.

Los resultados de este ejercicio se presentan en el gráfico 1, que pone de manifiesto un aumento sostenido

1 La discusión y los indicadores presentados en este recuadro se basan en Marina Diakonova, Corinna Ghirelli y Javier J. Pérez. (2025). "Political polarization in Europe". De próxima publicación.

2 Marina Azzimonti, Marco Battaglini y Stephen Coate. (2016). "The costs and benefits of balanced budget rules: Lessons from a political economy model of fiscal policy". *Journal of Public Economics*, 136, pp. 45-61. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2016.03.001>; Marina Azzimonti, Laura Karpuska y Gabriel Mihalache. (2020). "Bargaining over taxes and entitlements". NBER Working Paper Series, 30044, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w30044>; Marina Azzimonti y Nirvana Mitra. (2023). "Sovereign default and tax-smoothing in the shadow of corruption and institutional weakness". NBER Working Paper Series, 31943, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w31943>; William Ginn y Jamel Saadaoui. (2025). "Divided We Fall: The Hidden Costs of Political Polarization on Macroeconomic Performance". <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5119306>

3 Matthew Gentzkow, Jesse M. Shapiro y Matt Taddy. (2019). "Measuring Group Differences in High-Dimensional Choices: Method and Application to Congressional Speech". *Econometrica*, 87(4), pp. 1307-1340. <https://doi.org/10.3982/ECTA16566>

4 Lillian Mason. (2015). "'I Disrespectfully Agree': The Differential Effects of Partisan Sorting on Social and Issue Polarization". *American Journal of Political Science*, 59(1), pp. 128-145. <https://doi.org/10.1111/ajps.12089>

5 Shanto Iyengar, Gaurav Sood y Yphtach Lelkes. (2012). "Affect, Not Ideology: A Social Identity Perspective on Polarization". *Public Opinion Quarterly*, 76(3), pp. 405-431. <https://doi.org/10.1093/poq/nfs038>

6 Eytan Bakshy, Solomon Messing y Lada A. Adamic. (2015). "Exposure to ideologically diverse news and opinion on Facebook". *Science*, 348(6239), pp. 1130-1132. <https://doi.org/10.1126/science.aaa1160>

7 Marina Azzimonti. (2013). "The Political Polarization Index". Working Paper, 13-41, Federal Reserve Bank of Philadelphia. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2343139>

Recuadro 9

UNA MEDIDA DEL GRADO DE POLARIZACIÓN POLÍTICA EN LOS PRINCIPALES PAÍSES DE LA UNIÓN ECONÓMICA Y MONETARIA (cont.)

de la polarización política en los cuatro países analizados, aunque con trayectorias específicas en cada caso. En Francia, la polarización ha pasado de ser un fenómeno episódico a constituir una característica estructural del panorama político, con un crecimiento continuo desde 2010 y sin señales de estabilización. Lo mismo sucede en Italia, donde la polarización sigue creciendo desde 2014. En Alemania, tras descender durante la primera década de este siglo, la polarización repuntó a partir de 2010, en el entorno de la crisis de deuda soberana del área del euro, y ha vuelto a incrementarse en los últimos años.

En España, el cambio más significativo en esta medida de polarización tuvo lugar después de 2015, con un aumento

sostenido hasta 2021⁸. En ese momento se produjo un descenso transitorio, si bien desde 2022 la polarización ha vuelto a aumentar.

En todos los casos, los niveles actuales de polarización son considerablemente más altos que hace dos décadas, lo que sugiere una transformación profunda en las dinámicas políticas de estos países. Por las razones apuntadas al comienzo de este recuadro, el incremento de la polarización es motivo de preocupación y ha de ser objeto de un seguimiento continuo, tanto para valorar la magnitud del problema como para entender sus múltiples implicaciones y, eventualmente, contemplar estrategias que mitiguen sus efectos en la estabilidad política y económica de Europa.

Gráfico 1
Evolución de los índices de polarización política en los países de la UEM (a)



FUENTE: Para detalles sobre la metodología utilizada, véase Diakonova, Ghirelli y Pérez (2025).

a Las series son mensuales y expresadas en media móvil semestral.

⁸ El repunte observado en el índice de polarización de España entre 2020 y 2021 se debe a la confluencia de varios factores. Entre otros, las tensiones políticas relacionadas con la gestión de la crisis del COVID-19 y la moción de censura que se registró en el Congreso.

Recuadro 10

PRIORIDADES DE LA UNIÓN EUROPEA EN EL ÁMBITO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES

Europa crece, pero lo hace lentamente y con débiles ganancias de productividad, perdiendo peso en la economía mundial. Entre 2002 y 2023, la brecha negativa entre el nivel de PIB de la Unión Europea (UE) y el de Estados Unidos prácticamente se duplicó, pasando del -17 % al -30 % (Draghi et al., 2024)^{1,2}. El débil desempeño de la economía europea se asocia con un déficit persistente de inversión productiva en nuevas tecnologías y en innovación. Para reactivar su crecimiento y asegurar su autonomía y el mantenimiento de su bienestar en un contexto exterior cada vez más adverso, Europa debe cerrar la brecha de inversión y de innovación que la separa de sus grandes competidores globales (Estados Unidos y China). Ello requiere poner en marcha una agenda de actuaciones estructurales, ambiciosa y coordinada, que abarque múltiples ámbitos. La financiación de la inversión privada es uno de los principales aspectos en los que es preciso actuar.

El sector bancario es un pilar básico del sistema financiero de la UE. Los préstamos bancarios representan el 92 % del endeudamiento total de las empresas europeas y seguirán desempeñando un papel esencial para financiar el impulso requerido a la inversión privada. Sin embargo, la naturaleza propia del negocio bancario, sometido a una regulación prudencial estricta, hace que el crédito bancario no pueda financiar, por sí solo, todas las inversiones necesarias. La financiación de proyectos a muy largo plazo, o que conlleven riesgos e incertidumbre elevados, como es el caso de las empresas que nacen en el sector de las nuevas tecnologías, puede y debe acometerse desde los mercados de capitales, que tienen mayor capacidad de adaptarse a sus características. Las empresas europeas han venido incrementando su financiación en los mercados con emisiones de deuda, hasta alcanzar el 8 % de su endeudamiento total, pero este porcentaje sigue siendo muy inferior al de otras regiones, como Estados Unidos, donde alcanza el 39 %.

En definitiva, para mejorar su capacidad de financiación de la inversión privada, Europa necesita desarrollar más sus mercados de capitales, dotándolos de la liquidez y la escala necesarias para hacer frente a una nueva ola de inversiones. Para ello, debe progresar de manera efectiva hacia la unión de los mercados de capitales. No es este un objetivo nuevo para la UE —en los últimos años se han puesto en marcha dos planes de acción al respecto—, pero se ha mostrado difícil de alcanzar. La nueva iniciativa de la Comisión Europea, la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU, por sus siglas en inglés), que reúne bajo un mismo plan a la unión de los mercados de capitales y la unión bancaria, trata de evitar los errores de iniciativas previas. Su objetivo, claramente definido, es mejorar la canalización del ahorro europeo hacia la financiación de la inversión productiva. La propuesta de la SIU apela a la acción combinada a nivel de la UE y a nivel de los Estados miembros para fortalecer los mercados de capitales en varias líneas de actuación³, y aboga por completar la unión bancaria.

Capital riesgo

Una de las prioridades identificadas en la SIU es facilitar el acceso a la financiación a las empresas tecnológicas e innovadoras en sus fases iniciales de desarrollo para crear un ecosistema que les permita crecer dentro del mercado europeo. En este contexto, el desarrollo del mercado de capital riesgo es una pieza central, puesto que es la vía principal para financiar proyectos innovadores en sectores estratégicos, como la tecnología o la transición energética. La brecha de financiación en este segmento sigue siendo considerable, ya que los mercados europeos de inversión temprana son, aproximadamente, seis veces más reducidos que sus equivalentes de Estados Unidos y están concentrados en unos pocos países (Alemania, Francia y Suecia)⁴.

En las primeras fases de la innovación, el apoyo público desempeña un papel complementario importante como

1 Para una visión sintética del Informe Draghi, véase Pilar L'Hotellerie-Fallois. (2024). "El Informe Draghi: un plan para el futuro económico de Europa". *El blog del Banco de España*, 2 de diciembre. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/el-informe-draghi-un-plan-para-el-futuro-economico-de-europa.html>

2 Datos a precios constantes de 2015.

3 Líneas de actuación: i) desarrollar instrumentos de inversión que canalicen el ahorro minorista hacia los mercados de capitales e incentivar la participación de inversores institucionales, como fondos de pensiones y aseguradoras; ii) facilitar el acceso a la financiación de las empresas europeas, con especial atención a las innovadoras y startups, eliminando barreras regulatorias y fiscales; iii) impulsar la integración a nivel europeo de las infraestructuras de negociación y liquidación y facilitar la actividad transfronteriza de los gestores de activos, y iv) avanzar hacia una supervisión de mercados eficiente.

4 Suecia cuenta con el mercado de capitales más desarrollado de la UE, con una capitalización bursátil equivalente al 170 % de su PIB, frente al 60 % de media de la UE. Un factor clave ha sido la integración de su bolsa de valores en Nasdaq Europe, una plataforma regional que opera los mercados de Suecia, Finlandia, Dinamarca e Islandia, y la implantación de un modelo dual, que combina un mercado principal con un segmento de crecimiento más flexible —Nasdaq First North Growth Market—, que facilita el acceso de startups y pymes a la financiación de mercado.

Recuadro 10

PRIORIDADES DE LA UNIÓN EUROPEA EN EL ÁMBITO DE LOS MERCADOS DE CAPITALES (cont.)

vía de compartición de riesgos. Para maximizar su impacto, los fondos de capital riesgo deben contar con incentivos que los lleven a aprovechar las oportunidades derivadas de ese apoyo público. El desarrollo de instrumentos de inversión ágiles, que realicen una adecuada valoración financiera y tecnológica de los proyectos, es también necesario para aprovechar el potencial de los fondos europeos en coinversión y atraer capital privado. Estas medidas deben complementarse con cambios regulatorios que favorezcan la entrada de inversores institucionales en estos instrumentos.

Es igualmente necesario ampliar las opciones de financiación disponibles para sostener a estas empresas en fases posteriores de crecimiento, ya sea creando segmentos bursátiles específicos, que faciliten su salida a bolsa, o impulsando los mercados secundarios de capital privado. La participación de los inversores institucionales –fondos de pensiones y aseguradoras– en este tipo de mercados es un complemento necesario para que estos logren alcanzar la liquidez necesaria y se genere un ecosistema financiero propicio a la innovación.

Titulizaciones

Otra pieza clave de la SIU es la revitalización del mercado de titulizaciones. La titulización es un instrumento que permite a los bancos transferir el riesgo de crédito de sus balances a otros inversores fuera del sistema bancario, como compañías de seguros y gestores de activos. Este proceso favorece una adecuada gestión del riesgo y libera capital para nuevos préstamos.

El actual marco regulatorio de titulizaciones ha aportado ventajas significativas al mercado y al sistema financiero⁵. Desde la implementación de este marco, el mercado de titulizaciones ha mostrado una evolución positiva, con una tendencia moderadamente ascendente en los últimos años, impulsado, sobre todo, por el mayor peso de las titulizaciones sintéticas. Sin embargo, su desarrollo ha sido menor de lo esperado, y el volumen de emisiones en Europa sigue siendo bajo. De acuerdo con el Informe Draghi, en Europa el volumen anual de emisiones se situó en 2022 en el 0,3 % del PIB, frente al 4 % del PIB de Estados Unidos. Aun asumiendo las particularidades de ambos mercados, como el papel de las agencias⁶ en Estados Unidos y el de los bonos garantizados⁷ en Europa, la diferencia entre ambas geografías es considerable.

En el ámbito de la SIU, la Comisión Europea tiene previsto lanzar, en el segundo trimestre de 2025, una propuesta legislativa para introducir una mayor proporcionalidad y simplificación en los requerimientos de transparencia para las entidades que originen una titulización y en las exigencias de diligencia debida para los inversores. Además, propondrá ajustes a los requerimientos de capital prudenciales de bancos y aseguradoras. Estos cambios deberían contribuir al impulso de este mercado, siendo fundamental buscar un equilibrio entre la promoción de la actividad del mercado y la estabilidad financiera. Finalmente, a medio y largo plazo se está valorando la posibilidad de establecer una plataforma de titulizaciones a nivel europeo que facilite la emisión de bonos titulizados normalizados, mejorando su liquidez y la profundidad del mercado.

5 El Reglamento (UE) 2017/2402 introduce nuevos requerimientos de transparencia, diligencia debida y retención del riesgo, y creó, además, instrumentos más sencillos, homogéneos y transparentes (las denominadas «titulizaciones STS», por sus siglas en inglés).

6 En el mercado americano de titulizaciones, una parte significativa de las titulizaciones cuentan con la garantía de agencias estatales como Fannie Mae o Freddie Mac.

7 Los bonos garantizados son instrumentos de deuda emitidos por una entidad de crédito que están respaldados por un conjunto de préstamos hipotecarios, o deuda del sector público, sobre los cuales los inversores tienen un derecho preferente en caso de incumplimiento. Constituyen una fuente de financiación muy relevante para las entidades de crédito europeas.

Recuadro 11

CONSTRUYENDO UN EURO DIGITAL

La posibilidad de realizar pagos de forma eficiente y segura es fundamental para el correcto funcionamiento de la economía. Los sistemas e instrumentos de pago tienen un carácter estratégico y crítico. En las últimas décadas, en un contexto de mayor globalización y digitalización, esta dimensión estratégica ha cobrado un creciente protagonismo.

Los bancos centrales desempeñan un papel esencial en el mundo de los pagos. Por un lado, proveen el activo de liquidación y la unidad de cuenta en la que se basan el resto de los instrumentos de pago: el dinero de banco central. Por otro, garantizan ese bien público que es el buen funcionamiento de los pagos.

Esta actuación se articula en dos ámbitos: el minorista, identificado tradicionalmente con el efectivo, y el mayorista, donde los pagos entre entidades financieras se canalizan a través del banco central. En ambos casos, el proceso de digitalización y las turbulencias geoestratégicas recientes plantean importantes retos.

En lo que respecta a los pagos cotidianos, tal y como puede verse en el gráfico 1, el efectivo está perdiendo peso por la digitalización de la economía y el comercio electrónico, donde no es posible su uso.

Las tarjetas y otros tipos de transacciones digitales dependen crucialmente de un número reducido de compañías no europeas. A título de ejemplo, el 72 % de los pagos con tarjetas en Europa se canaliza a través de marcas internacionales no europeas.

Estas tendencias pueden erosionar la base de confianza que proporcionan el efectivo y el banco central al ecosistema de los pagos y agudizan la dependencia estratégica del área del euro.

Ante esa situación, el Eurosistema inició en 2020 una reflexión sobre la conveniencia de adaptar el efectivo al mundo digital. Esta se materializó en el proyecto del euro digital, cuyo objetivo es prepararse para estar en condiciones de poder distribuir este instrumento si finalmente se considera necesario.

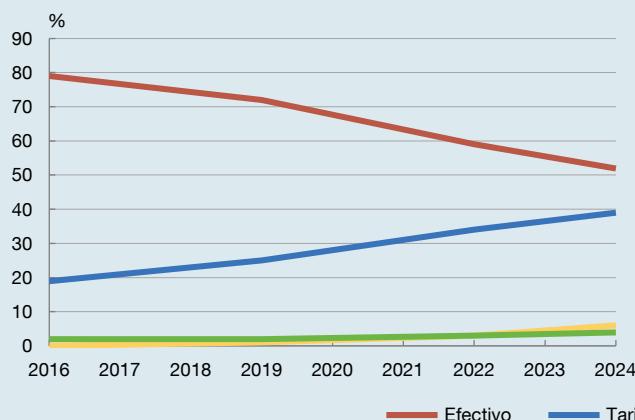
El euro digital coexistiría con otros medios de pago privados como una alternativa más, accesible a todos los ciudadanos del área del euro, en todo momento y lugar. Como el efectivo, sería un medio de pago seguro, rápido, fiable, fácil de usar, y podría emplearse en multitud de situaciones: en tiendas físicas, en Internet o para saldar deudas entre particulares (véase esquema 1). Como el efectivo, también sería gratuito para todos los consumidores.

El euro digital reforzaría la identidad europea y contribuiría a profundizar la integración del mercado único, proporcionando a las iniciativas privadas en curso un nuevo impulso para crear un medio minorista de pagos de alcance paneuropeo, cuyos avances hasta el momento han sido claramente insuficientes.

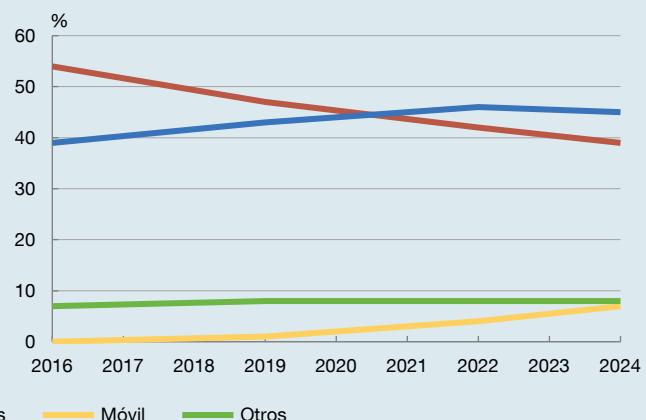
Se ha progresado bastante en la preparación técnica del euro digital. Se han delimitado las principales características de diseño y especificaciones técnicas.

Gráfico 1
Porcentaje de pagos en punto de venta en la zona del euro

1.a Número de operaciones



1.b Importe de las operaciones



FUENTE: Banco Central Europeo (2024).

Recuadro 11

CONSTRUYENDO UN EURO DIGITAL (cont.)

Así, por ejemplo, el modelo de distribución sería intermediado, de manera que serían proveedores privados supervisados quienes actuarían como puerta de acceso a este nuevo medio de pago, reforzando así su seguridad.

El euro digital funcionaría incluso en entornos donde no haya conexión a Internet o la conectividad resulte limitada (modalidad *off-line*), y no requeriría, necesariamente, disponer de una cuenta bancaria. Además, en su configuración se está prestando especial atención a las personas con discapacidad, restricciones funcionales o capacidades digitales limitadas, u otros grupos vulnerables, de suerte que ningún consumidor interesado se vea excluido.

Para dar forma a todos estos elementos, el Eurosistema ha llevado a cabo numerosas pruebas y experimentos técnicos y mantiene un contacto permanente con participantes del mercado y organizaciones y representantes de la sociedad civil. En estos foros, un aspecto al que se le presta especial atención es el de la privacidad.

La configuración técnica del euro digital garantizará que el banco central almacene exclusivamente la información necesaria para liquidar las operaciones y detectar patrones de fraude o blanqueo de capitales. Nunca accederá ni almacenará información de carácter personal, garantizándose así la privacidad de los usuarios, un elemento que estos valoran especialmente.

El euro digital requiere el desarrollo de un cuerpo normativo que regule su funcionamiento. Los colegisladores europeos (Consejo y Parlamento Europeo) están trabajando en una propuesta de reglamento. El Eurosistema colabora prestando apoyo y asistencia técnica.

En paralelo, el Eurosistema continúa avanzando en otros aspectos esenciales del proyecto, como, por ejemplo, la finalización de sus normas de funcionamiento (el denominado «esquema») o la selección de los proveedores que se encargarán de desarrollar la plataforma e infraestructuras necesarias. El Banco de España aspira a desempeñar un papel importante a este respecto.

De igual modo, el Eurosistema está definiendo una metodología, objetiva y transparente, para calibrar la cantidad máxima de euros digitales que los usuarios van a poder mantener en sus carteras. Se trata de un mecanismo imprescindible, recogido en la propuesta de legislación, para preservar la estabilidad financiera o la efectiva transmisión de los impulsos de la política monetaria, previniendo un desplazamiento disruptivo de depósitos.

Pasando, por último, a la vertiente mayorista, esto es, la que tiene que ver con los grandes pagos que soportan la operativa de los mercados financieros, el Eurosistema ha abierto también una línea de trabajo dirigida a preservar el papel del dinero de banco central como principal activo de liquidación.

Esquema 1
Casos de uso de diferentes medios de pago

	Efectivo		Esquemas de pago nacionales (tarjetas o adeudo en cuenta)		Esquemas de pago internacionales (tarjetas o adeudo en cuenta)		Euro digital	
	Doméstico	Área del euro	Doméstico	Área del euro	Doméstico	Área del euro	Doméstico	Área del euro
Persona a persona (P2P)	✓ ^(a)	✓ ^(a)	Algunos	✗	✗	✗	✓	✓
En comercio físico	✓	✓	Algunos	✗	✓ ^(b)	✓ ^(b)	✓	✓
En comercio electrónico	✗	✗	Algunos	✗	✓ ^(b)	✓ ^(b)	✓	✓

FUENTE: Banco Central Europeo (2024).

a Exclusivamente para pagos en proximidad (salvo envío por correo físico).

b Donde sean aceptados.

Recuadro 11

CONSTRUYENDO UN EURO DIGITAL (cont.)

En este caso, el reto que plantea la digitalización no es la emisión de un nuevo activo (el euro mayorista ha sido digital desde su nacimiento), sino la adaptación de las infraestructuras que soportan esos pagos. Se trata de ofrecer una respuesta adecuada a fenómenos recientes como la tokenización de activos o el uso de las tecnologías de los registros distribuidos, o DLT, cuyo peso relativo, aunque limitado aún, está aumentando de manera considerable en los mercados.

Con esta finalidad, tanto colectiva como individualmente, los bancos centrales del Eurosistema han puesto en marcha iniciativas para delinear y, en su caso, desplegar soluciones concretas de modo que se garantice la interoperabilidad entre plataformas privadas basadas en DLT y los servicios TARGET.

En 2024, bajo el liderazgo del Banco Central Europeo (BCE) y con la participación de agentes del mercado, se desarrolló un programa de experimentación con nuevas tecnologías que permitió probar una amplia variedad de casos de uso y soluciones de interoperabilidad.

Los resultados de esta experiencia han conducido a que el Consejo de Gobierno del BCE decidiese, en febrero de

este año, intensificar sus esfuerzos en este ámbito. Así, se ha aprobado el lanzamiento de una doble línea de actuación. Por un lado, se va a desarrollar un mecanismo seguro y eficiente para garantizar la liquidación de las operaciones registradas en plataformas DLT mediante un enlace con los servicios TARGET.

Por otro, se va a explorar una solución integrada de gran alcance que pueda atender a este mismo propósito con una perspectiva de más largo plazo. Se quiere con ello apoyar el uso de tecnologías innovadoras en las infraestructuras del mercado financiero para promover su modernización de manera segura.

El Banco de España se ha unido a este esfuerzo y da por finalizado su propio programa de experimentación con tokens digitales mayoristas. Esta iniciativa se ha desarrollado en colaboración con empresas externas y le ha permitido realizar una variedad de experimentos en un entorno simulado para, así, ampliar su conocimiento acerca de las oportunidades, limitaciones y desafíos que pueden ofrecer estas tecnologías en términos de eficiencia, seguridad, transparencia, y otras dimensiones relevantes.

ÍNDICE DE IMÁGENES

- Chaflán de Cibeles. © Banco de España PORTADA
- Detalle escultórico, sala de lectura de la biblioteca, sede de Cibeles. Ana Amado. © Banco de España 8
- Fachada de la sede central del Banco de España en Cibeles (detalle). Juan Carlos Quindós. © Banco de España 24
- Rejería exterior de la sede de Cibeles (detalle). Juan Carlos Quindós. © Banco de España 26
- Fachada de la sede de Cibeles (detalle). Juan Carlos Quindós. © Banco de España 47
- Escalera imperial de la sede de Cibeles (detalle). Juan Carlos Quindós. © Banco de España 102

PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

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

© Banco de España, Madrid, 2025
ISSN: 1579-8615 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	FSE	Fondo Social Europeo
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	ICO	Instituto de Crédito Oficial
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IFM	Instituciones financieras monetarias
BCE	Banco Central Europeo	IIC	Intervención General de la Administración del Estado
BCN	Bancos centrales nacionales	INE	Instituciones de inversión colectiva
BE	Banco de España	INVERCO	Instituto Nacional de Estadística
BOE	<i>Boletín Oficial del Estado</i>		Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	y Fondos de Pensiones
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de precios de consumo
CE	Comisión Europea	IPRI	Índice de producción industrial
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de precios industriales
CCLL	Corporaciones Locales		Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CEM	Confederación Española de Mutualidades	IVA	Impuesto sobre el valor añadido
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFG	Crisis financiera global	OBS	Obra benéfico-social
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
CNE	Contabilidad Nacional de España	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OM	Orden ministerial
DEG	Derechos especiales de giro	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	OSR	Otros sectores residentes
DGT	Dirección General de Tráfico	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGTPF	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
EC	Entidades de crédito	PIB	Producto interior bruto
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	PNB	Producto nacional bruto
Euríbor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	RD	Real decreto
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
EPA	Encuesta de Población Activa	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	SME	Sistema Monetario Europeo
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	TAE	Tasa anual equivalente
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	TEDR	Tipo efectivo definición restringida
FEP	Fondo Europeo de Pesca	UE	Unión Europea
FFPP	Fondos de pensiones	UEM	Unión Económica y Monetaria
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FIAMM	Fondos de inversión en activos del mercado monetario	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FMI	Fondo Monetario Internacional	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMM	Fondos del mercado monetario	VNA	Variación neta de activos
		VNP	Variación neta de pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (leva búlgara)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forint húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (esloti polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumania	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
-	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.