

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 prosseguido 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	Cambios en el marco operativo para la implementación de la política monetaria: <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)	El BCE armoniza las normas para la gestión de activos de garantía del Eurosistema: <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.

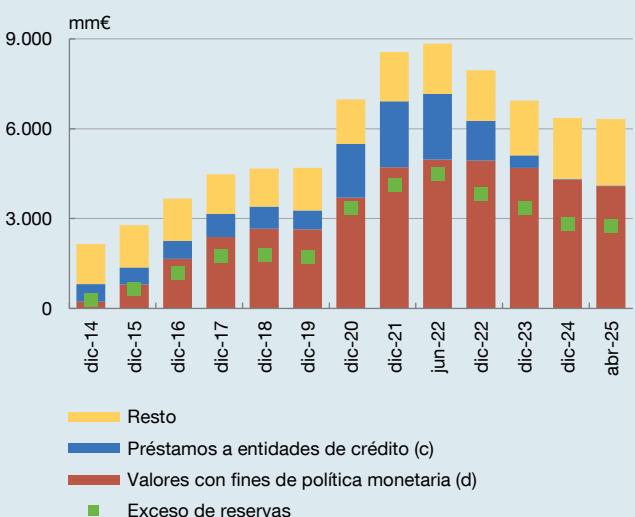
Como se apunta en la sección 4.1 de este Informe, en estos momentos existe una elevada incertidumbre: i) sobre la

Gráfico 1

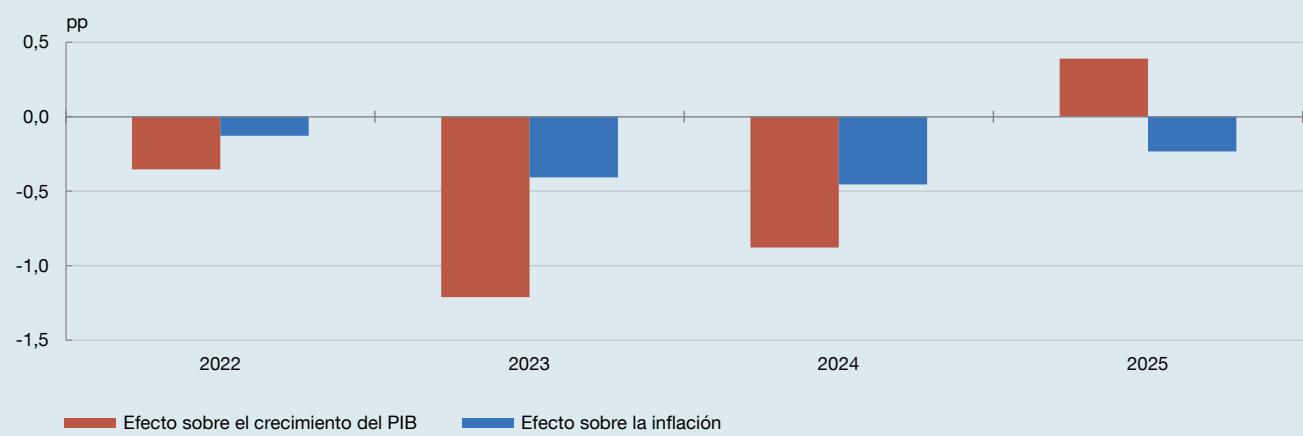
Tipo de interés de la facilidad de depósito, euríbor y expectativas de mercados (a)


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 Roldan 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>

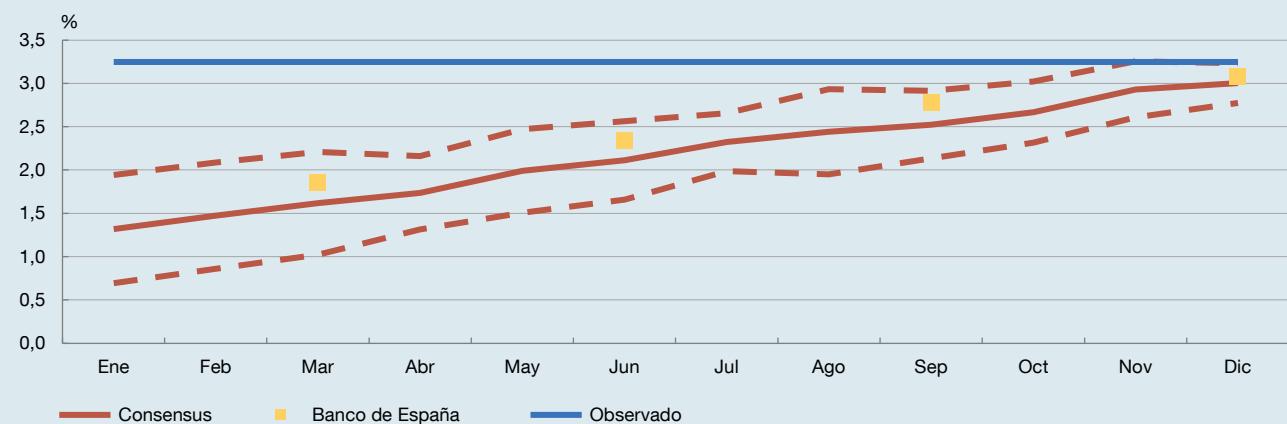
Recuadro 2
UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2024

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

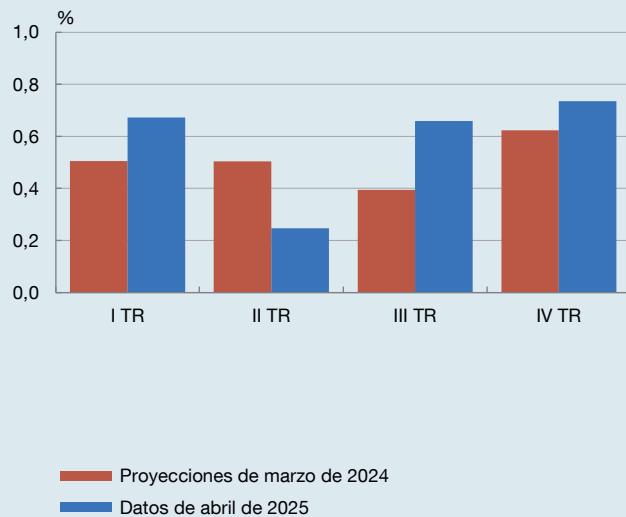
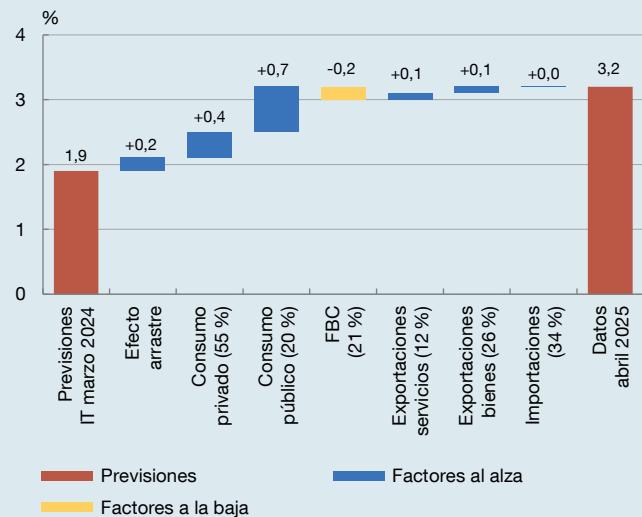
factores que explican la desviación —de 1,3 puntos porcentuales (pp)— entre la tasa de crecimiento prevista para el promedio de 2024 en el ejercicio de proyecciones publicado por el Banco de España en marzo de 2024¹ —del 1,9%— y la tasa finalmente registrada —del

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 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>

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.

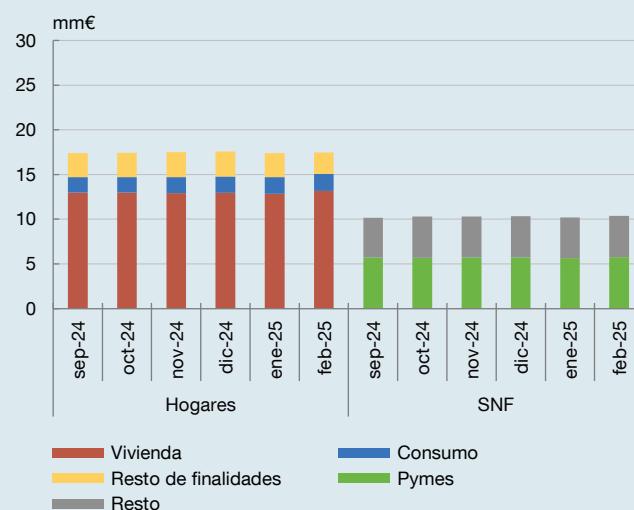
3 Se considera para este análisis el volumen dinerario de los préstamos concedidos por cualquiera de las entidades que operan en España. Las zonas afectadas se clasifican en función de los códigos postales de los municipios recogidos en el Real Decreto-ley 6/2024. La aproximación empleada intenta no 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.)

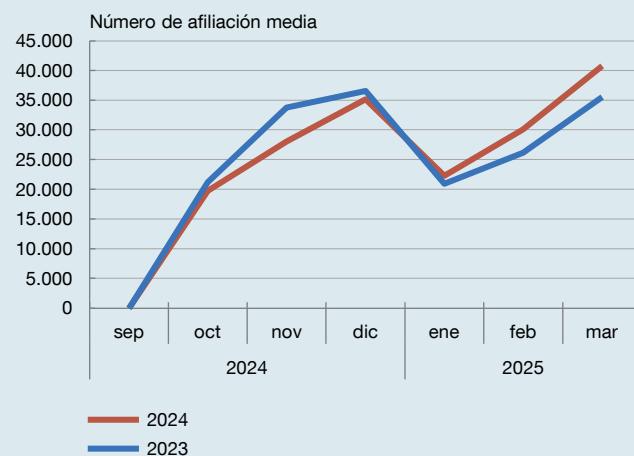
de regulación temporal de empleo aprobados, que llegaron a superar los 30.000 trabajadores afectados. Asimismo, a través de la Encuesta del Banco de España

Gráfico 1

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


Gráfico 3

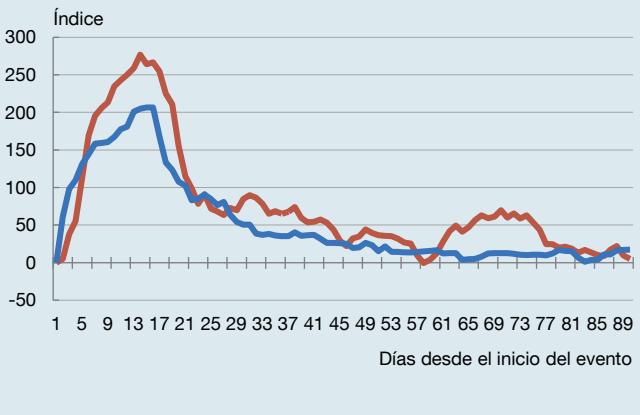
El empleo en la provincia de València ha mostrado un patrón similar al de 12 meses atrás, tras la pequeña brecha que se abrió en noviembre de 2024



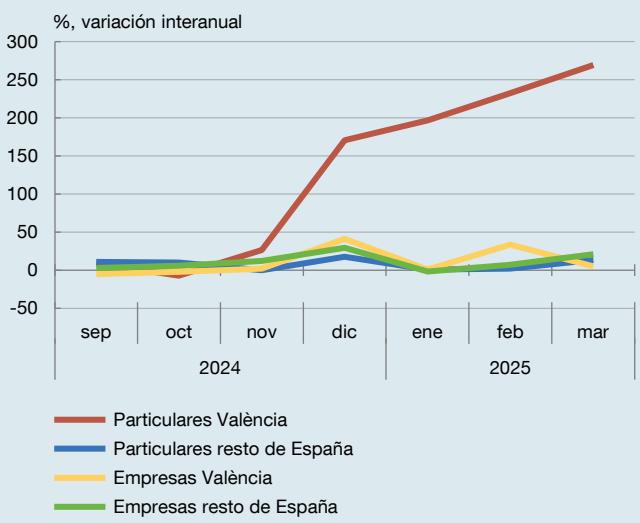
sobre la Actividad Empresarial (EBAE), se pulsaron las expectativas de facturación y empleo de las empresas en la provincia de València.

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%.

- **Demandas 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.

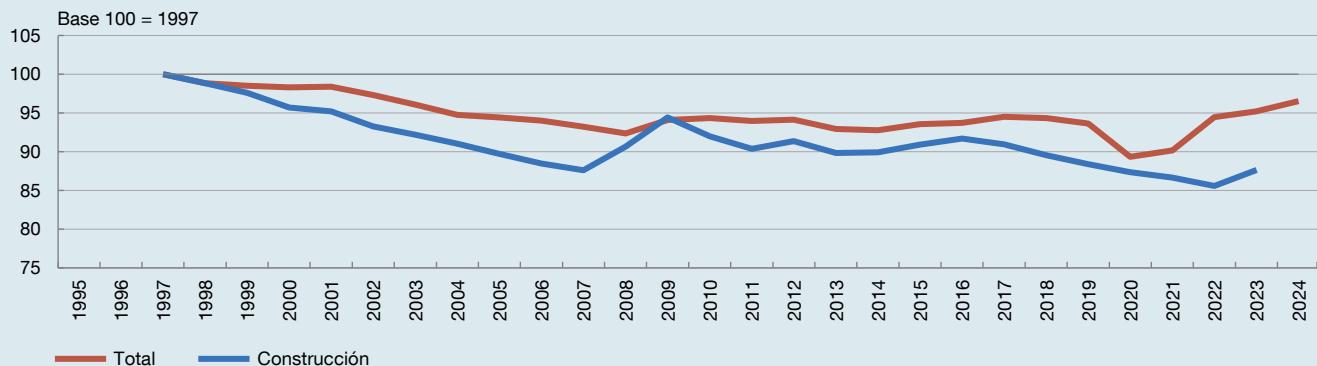
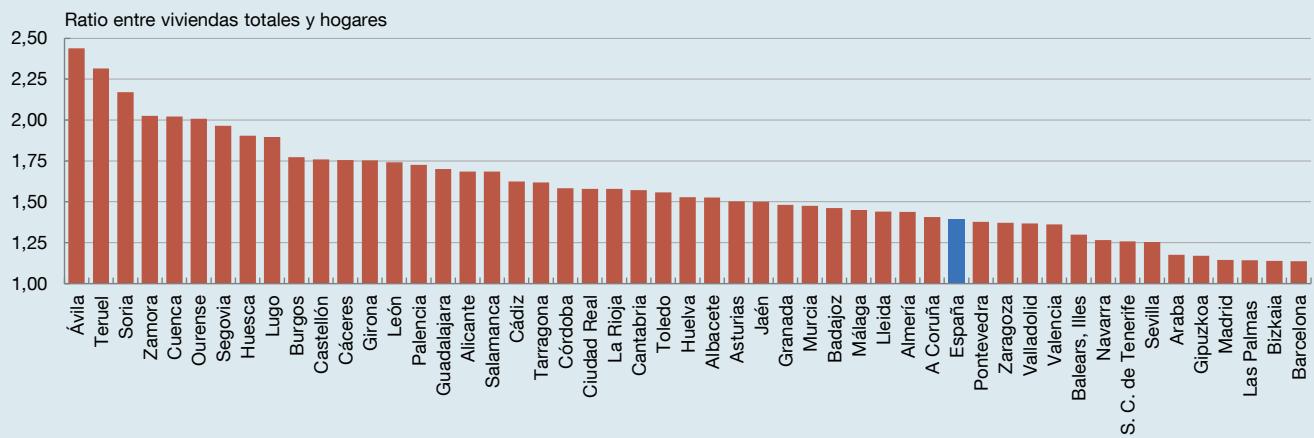
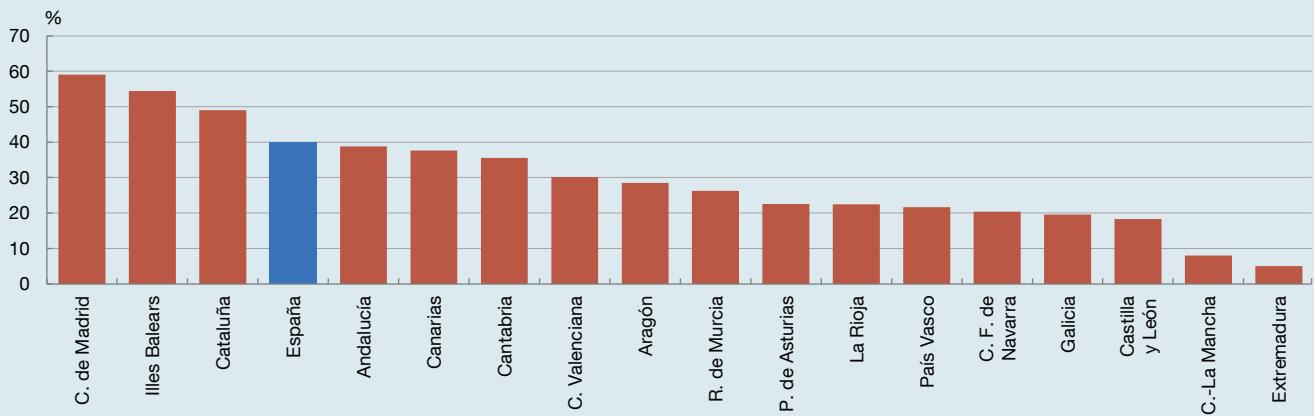
- **Nuevas viviendas.** El número de visados de obra nueva alcanzó unas 127.500 viviendas en 2024, con un crecimiento anual del 16,7 %. Este incremento se debe a un aumento de la construcción de viviendas en bloque (20 %), frente a un menor crecimiento de las unifamiliares (5 %). El segmento de la vivienda 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>

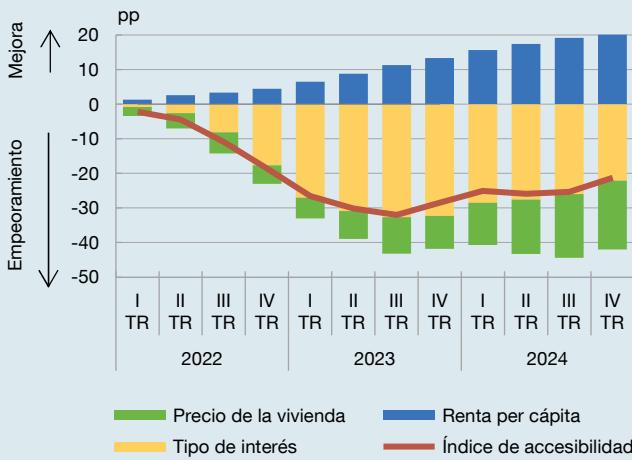
22 La metodología y la evolución de este indicador se encuentra en *Síntesis de Indicadores del Mercado Inmobiliario*.

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)



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.

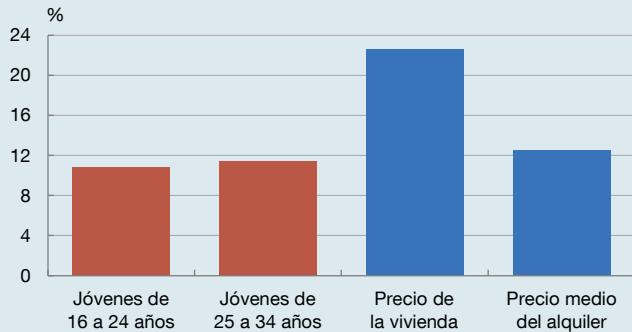
c El crecimiento de los salarios se calcula a partir del salario medio bruto mensual del empleo principal por grupos de edad de la Encuesta de Población Activa; el crecimiento del precio de la vivienda corresponde al del IPV, y el aumento del precio del alquiler, a la renta por metro cuadrado para el 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.

- **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)



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=resultados&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.)

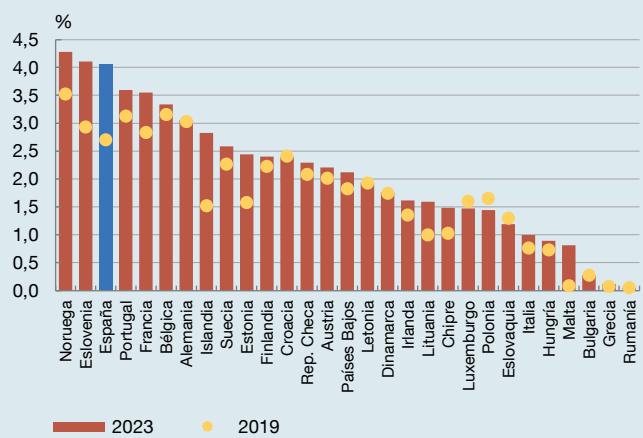
Por otra parte, según los datos del *Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe* (SHARE), en España se observan marcadas diferencias en el estado de salud por género, educación y situación laboral a partir de los 50 años, con un mayor deterioro entre las mujeres, las

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

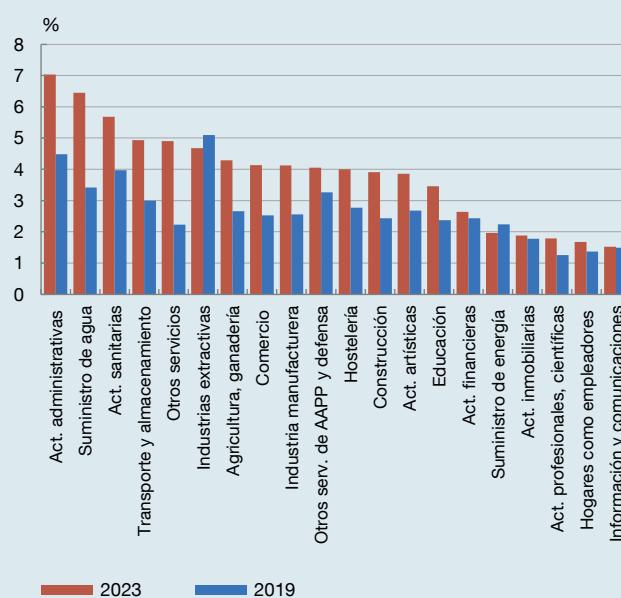
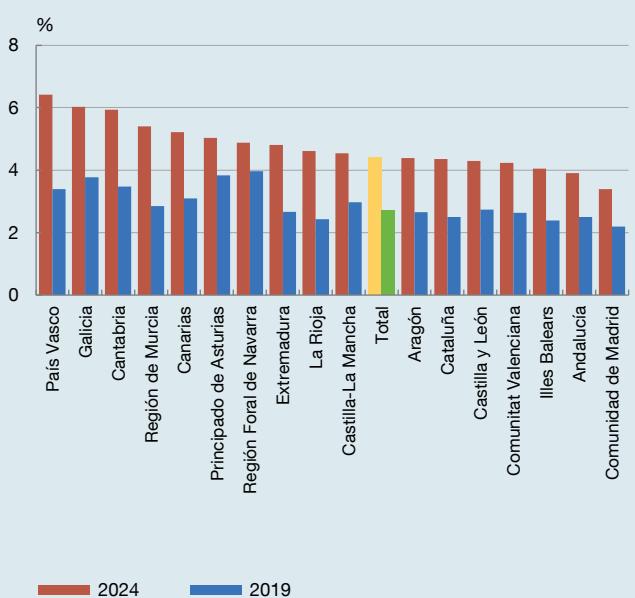
Gráfico 1

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.

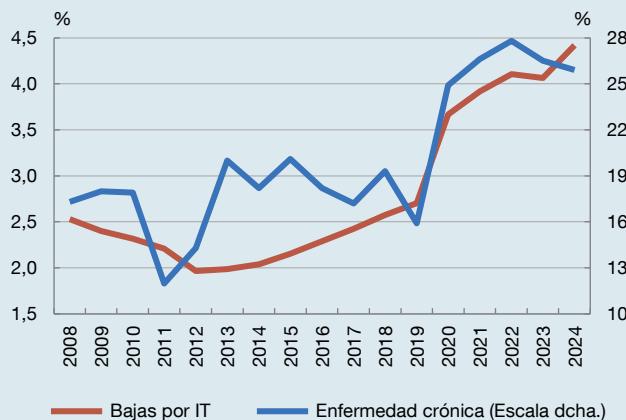
Ante el intenso incremento del gasto en prestaciones y el deterioro de los indicadores de salud y de congestión del sistema sanitario, la Seguridad Social ha implementado una serie de medidas para controlar el gasto y reforzar los servicios sanitarios. Entre dichas medidas, cabe destacar la renovación 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.

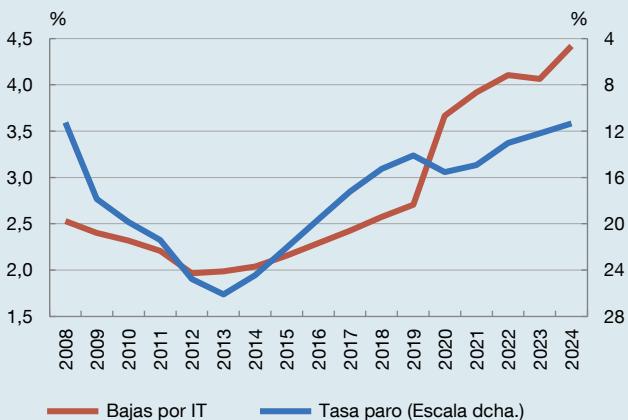
Gráfico 3

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)

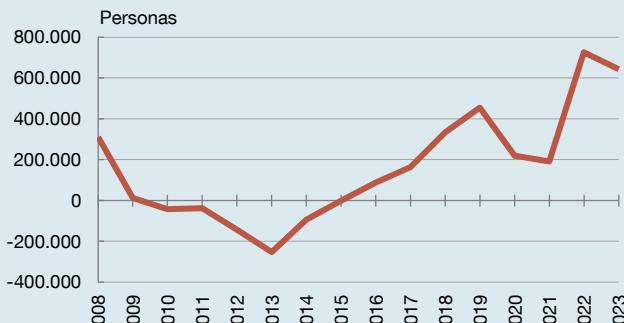
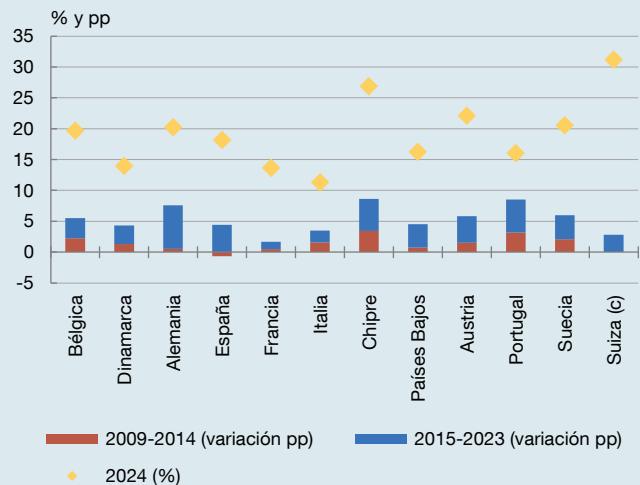


Gráfico 2
Proporción de población inmigrante (b)



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>

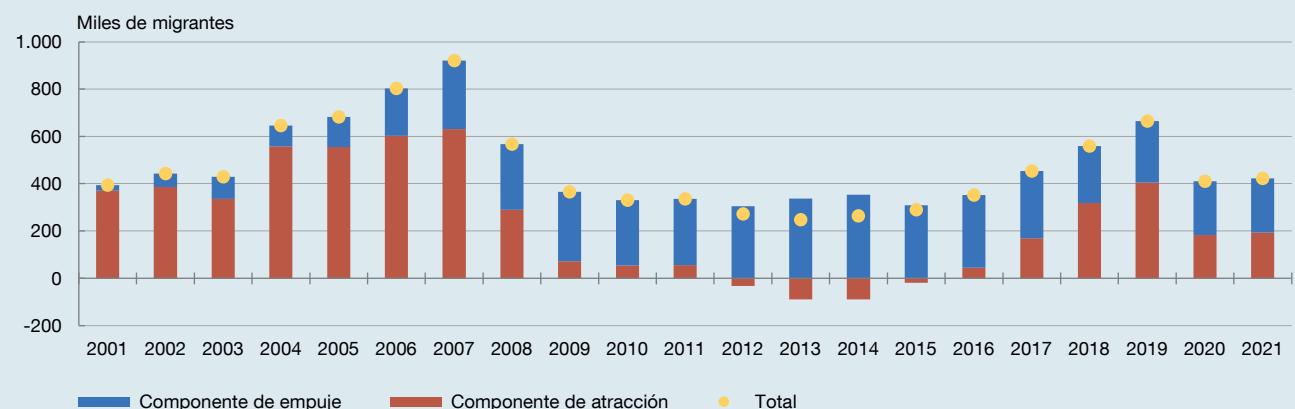
Recuadro 6
LOS FLUJOS MIGRATORIOS HACIA ESPAÑA EN LOS ÚLTIMOS AÑOS: MAGNITUD Y PRINCIPALES DETERMINANTES (cont.)

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

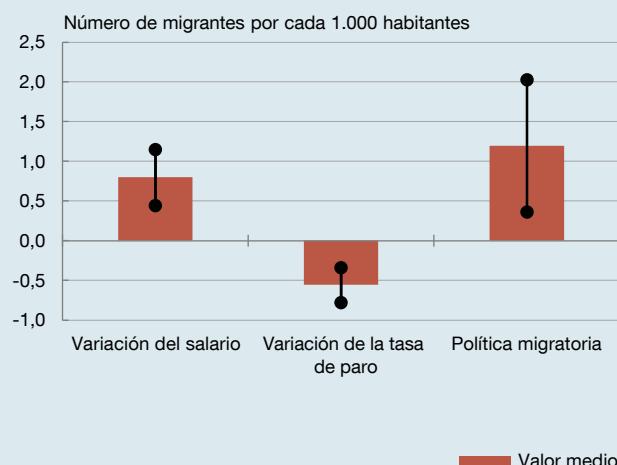
flujos bilaterales de migrantes responde a aspectos específicos del país de origen —que no dependen del país receptor— y qué parte se debe a factores propios

Gráfico 3

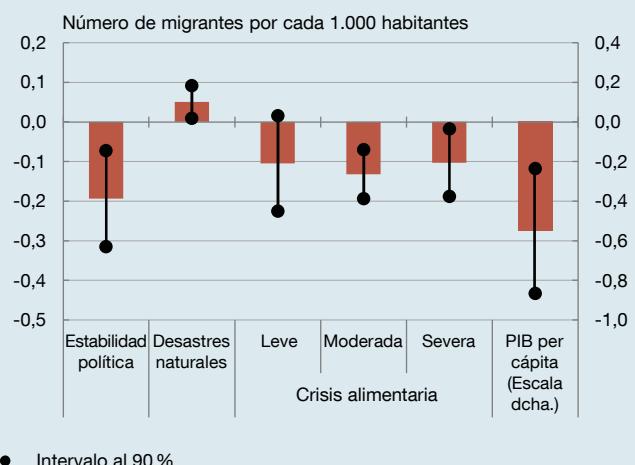
Descomposición de los flujos migratorios de entrada hacia España entre componentes de atracción y de empuje (a)


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.

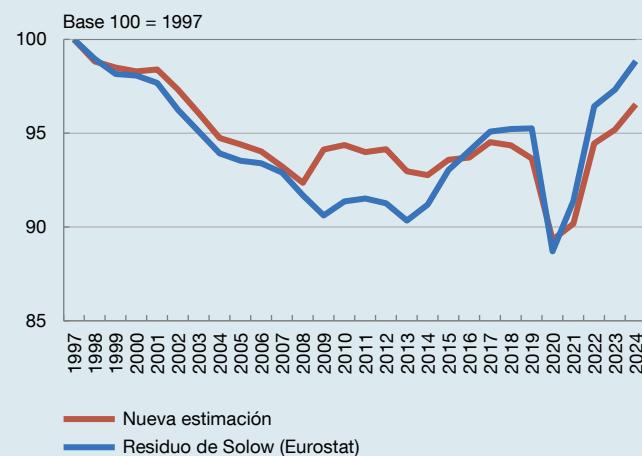
Recuadro 7
MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN RECENTE DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES EN ESPAÑA (cont.)

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)

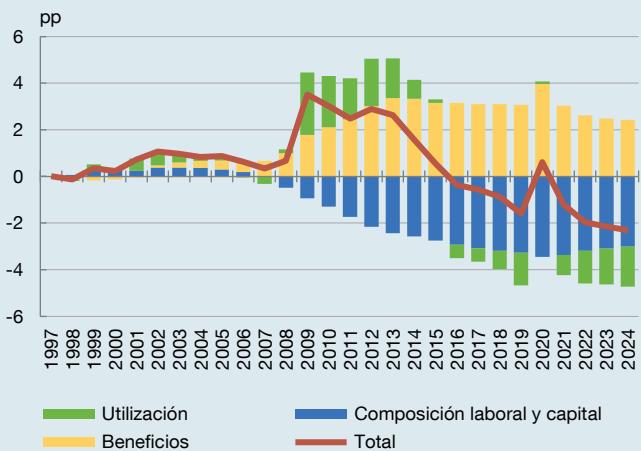
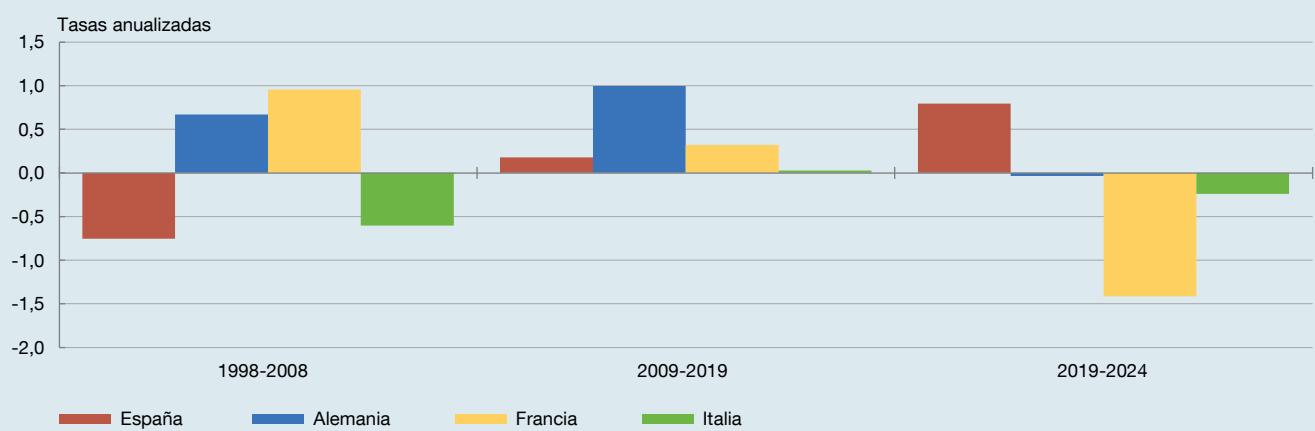


Gráfico 2
Evolución del crecimiento de la PTF en las grandes economías europeas según períodos



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 (Sherpaa 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

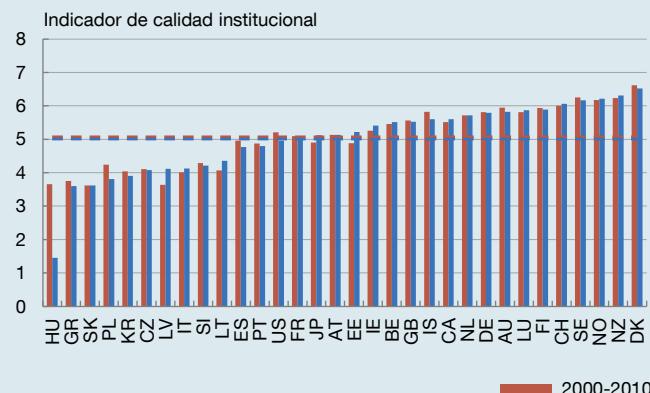
Variable	Ponderación	Correlación	IND2
			Fuente y descripción
Estado de derecho, estimación	0,359	0,964	Worldwide Governance Indicators. Incluye indicadores que miden la confianza y el cumplimiento de las normas de la sociedad, como la percepción del crimen, la efectividad y previsibilidad del sistema 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

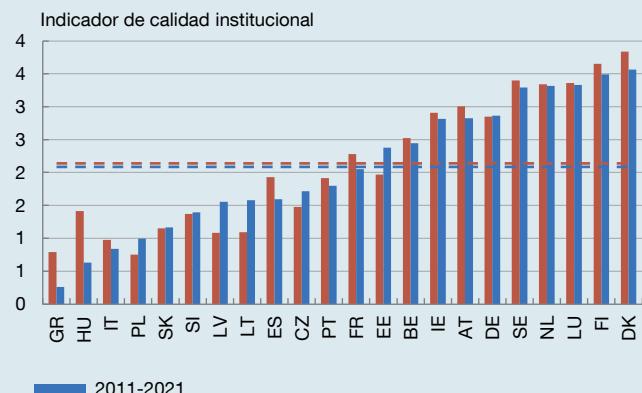


Gráfico 2
Evolución temporal de los indicadores de calidad institucional

**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)**

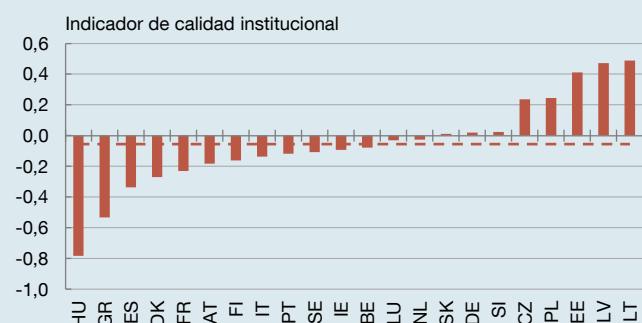
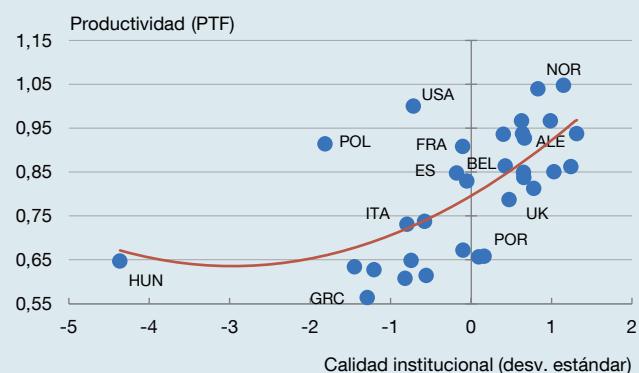
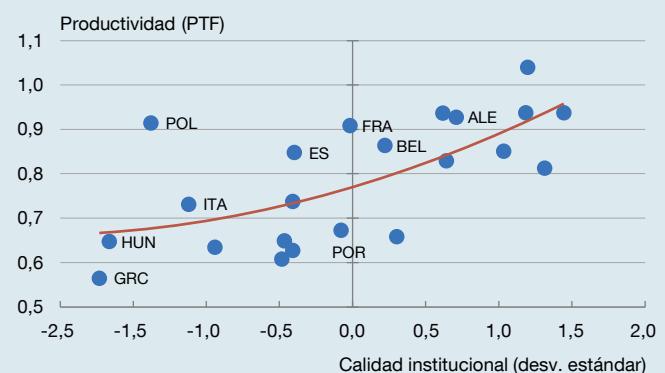


Gráfico 3
Correlación entre calidad institucional y productividad

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 $t-5$.

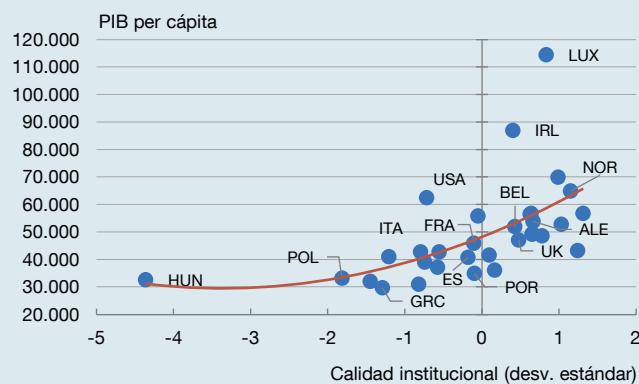
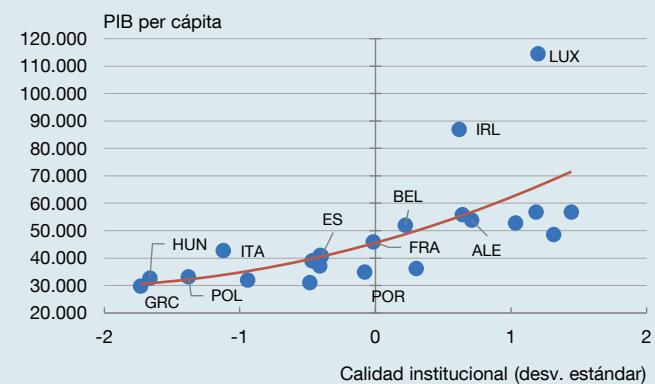
El cuadro 3 muestra los resultados para cada uno de los dos indicadores de calidad institucional construidos. Se observa una correlación positiva entre la calidad institucional y el crecimiento de la productividad, de manera que la mejora de la calidad institucional está

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.)

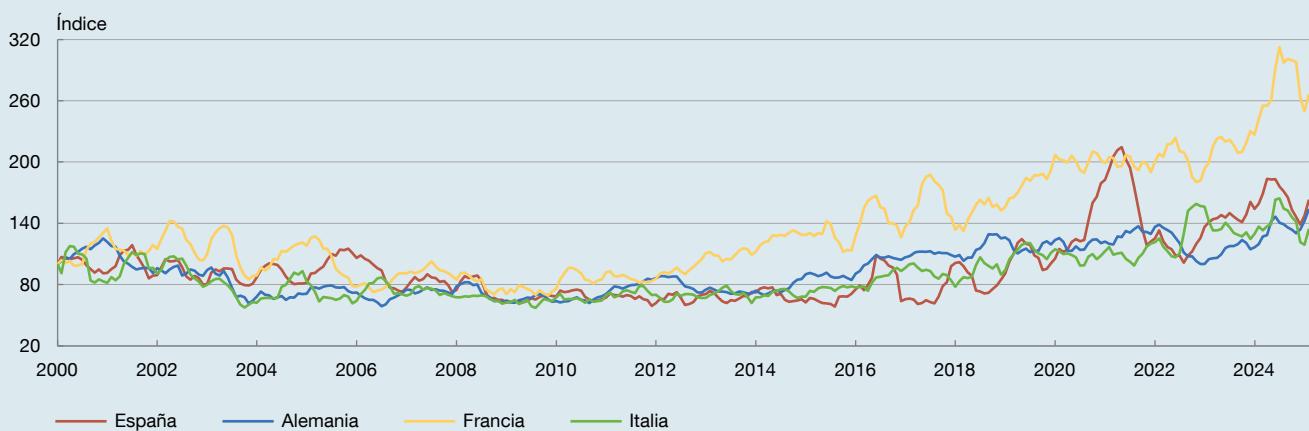
de la polarización política en los cuatro países analizados, aunque con trayectorias específicas en cada caso. En Francia, la polarización ha pasado de ser un fenómeno episódico a constituir una característica estructural del panorama político, con un crecimiento continuo desde 2010 y sin señales de 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 introdujo 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.

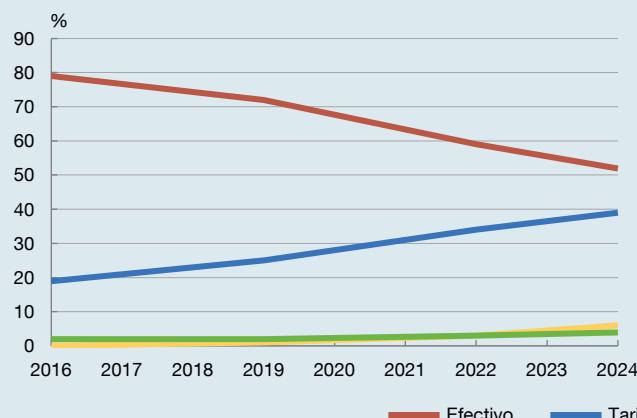
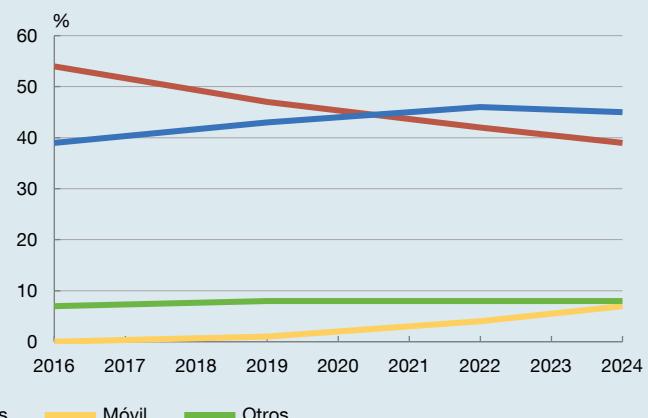
Ante esa situación, el Eurosistema inició en 2020 una reflexión sobre la conveniencia de adaptar el efectivo al mundo digital. Esta se materializó en el proyecto del euro digital, cuyo objetivo es prepararse para estar en condiciones de poder distribuir este instrumento si finalmente se considera necesario.

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.