



Presentación del gobernador

José Luis Escrivá



El año 2025 y la primera mitad de 2026 se han caracterizado por un entorno excepcional marcado por las tensiones geopolíticas y comerciales y por el debilitamiento del marco multilateral. En ese contexto, el *Informe Anual* del Banco de España analiza en profundidad los rasgos principales que han caracterizado la evolución de la actividad económica internacional y, en particular, de la española, así como algunos de sus principales desafíos estructurales.

Tras los sucesivos anuncios en materia de política arancelaria por parte de Estados Unidos, el conflicto de Oriente Medio, desencadenado a finales de febrero de 2026, constituye la materialización de un nuevo riesgo en un panorama internacional ya tensionado. La economía mundial ha mostrado una resistencia mayor de la anticipada ante todos estos desafíos.

En ese entorno, continuó la relajación de las políticas monetarias en la mayoría de las economías desarrolladas y emergentes, aunque los aumentos de los precios derivados del conflicto en Oriente Medio anticipan un posible cambio de orientación de dichas políticas. Además, los precios de los activos con riesgo siguieron una trayectoria creciente a lo largo de 2025, mientras que los mercados financieros han mostrado hasta el momento una reacción contenida tras el inicio del conflicto.

El área del euro se enfrenta así a una segunda perturbación energética, cuatro años después de la causada por la invasión rusa de Ucrania, desde una posición relativamente sólida, aunque con disparidades entre países. En esta coyuntura, tras la relajación de la

política monetaria en 2025, el nuevo *shock* energético obliga a ponderar cuidadosamente la respuesta a las presiones inflacionistas y a los riesgos para la actividad. En un entorno de elevada incertidumbre y posibles perturbaciones energéticas más intensas y duraderas, la utilización sistemática de escenarios resulta esencial para evaluar los riesgos sobre el crecimiento y la inflación y para calibrar adecuadamente la respuesta de política económica.

A pesar de este entorno internacional de elevada incertidumbre, la economía española ha mantenido una notable resiliencia durante este período. El dinamismo del empleo y los flujos migratorios, junto con la ausencia de desequilibrios macrofinancieros, caracterizan el actual ciclo expansivo.

Esta buena evolución no puede ocultar la existencia de vulnerabilidades relevantes. Así, los precios, en especial los del sector servicios, han seguido creciendo en 2025 y 2026 por encima del promedio europeo. Además, la contribución del sector exterior al crecimiento fue negativa en 2025, en un contexto de elevada incertidumbre arancelaria y geopolítica y de fuerte empuje de la demanda interna.

En el ámbito de las finanzas públicas, pese a registrarse superávit primario en 2025, los niveles de deuda siguen siendo elevados. Esta situación limita el margen de maniobra para hacer frente a las crecientes necesidades de gasto público asociadas al envejecimiento poblacional, la digitalización de la economía, la transición climática o los nuevos compromisos de gasto en defensa. En estas circunstancias, resulta especialmente importante definir un plan de medio plazo compatible con la corrección de los desequilibrios, el crecimiento y la preservación de la cohesión social.

Junto a los rasgos básicos de la actual coyuntura, el Informe examina dos desafíos estructurales de la economía española: el mercado de la vivienda y la productividad como palanca del dinamismo empresarial.

En primer lugar, la evolución reciente del mercado de la vivienda se caracteriza por el auge de la demanda residencial y el crecimiento de los precios, si bien las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera se encuentran contenidos. El uso de información desagregada a nivel geográfico permite identificar que este dinamismo se concentra en las grandes áreas urbanas y en las zonas con mayor atractivo turístico. El Informe presenta nueva evidencia sobre las condiciones de acceso tanto a la vivienda en propiedad como en alquiler y pone de relieve una elevada heterogeneidad territorial

y un esfuerzo especialmente intenso entre los jóvenes y ciertos colectivos, en particular en las grandes ciudades.

Aunque la situación actual refleja un desequilibrio significativo entre una demanda muy dinámica y una oferta rígida, el análisis pone el foco en las restricciones que limitan el crecimiento de la oferta de vivienda residencial. Una política de vivienda efectiva requiere una estrecha coordinación entre las Administraciones Públicas competentes para reducir cuellos de botella regulatorios y administrativos en el ámbito urbanístico y en las políticas de suelo, así como para acelerar y mejorar la ejecución de los recursos públicos ya disponibles. De forma complementaria, las políticas de demanda pueden mitigar en el corto plazo las situaciones de mayor vulnerabilidad, pero deben diseñarse y evaluarse con cuidado para evitar efectos adversos sobre la oferta de vivienda en el medio plazo.

El segundo foco del Informe lo constituye el reto de la productividad y la financiación del crecimiento empresarial como determinantes de la convergencia en bienestar con el área del euro. A partir de información granular a nivel de empresa, se documenta un cambio de tendencia en la productividad española tras la crisis financiera global, momento a partir del cual la economía española pasó a registrar tasas de crecimiento positivas y superiores a las del promedio de la Unión Económica y Monetaria, apoyadas en mejoras en la eficiencia asignativa del capital y del trabajo entre empresas. Este proceso se ha traducido en un mayor peso de las empresas más productivas dentro de cada sector y en una reducción relativa del peso de las microempresas.

En esta evolución ha desempeñado un papel relevante la financiación empresarial. En un contexto de desapalancamiento que ha reforzado la solvencia y la liquidez de las empresas, se ha registrado una mejora en la asignación del crédito bancario hacia las empresas más productivas de cada sector, especialmente en el segmento de microempresas, si bien persisten restricciones de acceso a la financiación para determinados colectivos, como las empresas sin historial crediticio o aquellas con un mayor componente innovador. Al mismo tiempo, las fuentes de financiación alternativa han ganado terreno, aunque su desarrollo sigue siendo limitado en comparación con el observado a escala internacional.

En cualquier caso, los avances observados en la productividad desde 2014 siguen siendo modestos y la brecha desfavorable de productividad acumulada frente al área del euro continúa siendo muy amplia. Abordar las ineficiencias persistentes asociadas

al entorno regulatorio —en particular, las derivadas de la fragmentación y la complejidad normativa, que limitan la unidad de mercado y el crecimiento de las empresas más productivas— resultará esencial para consolidar y ampliar estos progresos. Al mismo tiempo, será necesario aprovechar plenamente el potencial de las tecnologías digitales avanzadas, entre ellas la inteligencia artificial, como palancas para mejorar la asignación de recursos y fomentar el dinamismo empresarial.

José Luis Escrivá

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2025*.

18 de junio de 2026.