Informe anual en breve

Capítulo 1
Rasgos básicos

Entorno internacional

La economía mundial mostró en 2025 una resistencia mayor de lo anticipado frente a un entorno de tensiones comerciales y geopolíticas.

- El crecimiento global se mantuvo sólido y en línea con el año anterior, apoyado en la inversión en nuevas tecnologías y en unas condiciones financieras todavía favorables.
- El proceso de desinflación paulatina siguió su curso, con descensos más limitados en las tasas subyacentes y una notable heterogeneidad por áreas geográficas.

El marco comercial global sigue tensionado y volátil.

- Aunque las tensiones arancelarias se moderaron a partir de mediados de 2025, los aranceles efectivos continúan en niveles elevados y el marco jurídico y político de Estados Unidos ha introducido nuevas fuentes de incertidumbre.
- Ante este escenario más inestable en la relación transatlántica, la Unión Europea (UE) ha intensificado su estrategia de apertura y diversificación, impulsando acuerdos comerciales de gran calado con distintos socios.

El nuevo *shock* energético de Oriente Medio ha cambiado el balance de riesgos.

- El conflicto de Oriente Medio ha provocado un fuerte encarecimiento de la energía y ha reintroducido riesgos claros para la inflación y el crecimiento de la economía global.
- Más allá del canal energético, el cierre del estrecho de Ormuz está provocando perturbaciones en cadenas globales de suministro clave para los sectores agrícola, químico y tecnológico.

El área del euro parte de una posición relativamente sólida, aunque heterogénea entre países.

- El crecimiento se recuperó en 2025, impulsado por la demanda interna y con una elevada heterogeneidad por economías.
- La inflación descendió a lo largo del año, si bien con una evolución diferenciada por componentes y persistente en los servicios.
- El conflicto de Oriente Medio supone un cambio relevante en el entorno macroeconómico del área del euro y ha motivado una revisión a la baja del crecimiento a corto plazo y al alza de la inflación en las proyecciones del Banco Central Europeo (BCE).

Los mercados financieros reflejan la interacción entre la resiliencia de la actividad y el aumento de la incertidumbre geopolítica y comercial.

- En 2025, los tipos de interés a largo plazo evolucionaron de manera diferenciada por áreas, el euro se apreció en términos efectivos y los precios de los activos con riesgo siguieron una pauta creciente, solo interrumpida transitoriamente durante el episodio de tensiones comerciales de abril.
- La reacción de los mercados al estallido de la guerra en Irán fue contenida y, en comparación con episodios previos, los movimientos más significativos se han producido en las rentabilidades a largo plazo.

La política monetaria del BCE ha entrado en una fase más compleja.

- La política monetaria del BCE comenzó a relajarse en 2025, pero el *shock* energético ha introducido una disyuntiva entre reaccionar a las presiones inflacionistas o evitar un deterioro excesivo del crecimiento.
- La reciente revisión estratégica refuerza un enfoque dependiente de los datos y con mayor peso del análisis de riesgos.

Las políticas europeas se reorientan hacia la competitividad, la integración y la resiliencia.

- Pese a los avances recientes, la economía europea sigue lastrada por la fragmentación regulatoria, el limitado desarrollo de los mercados de capitales y la menor capacidad para escalar de las empresas innovadoras.
- En respuesta a estas fricciones estructurales y al nuevo entorno geopolítico, la UE está impulsando una agenda económica más ambiciosa, centrada en reforzar la competitividad, consolidar el mercado único e impulsar la integración financiera para canalizar mejor el ahorro hacia la inversión.

Economía española

La economía española destacó por su dinamismo en 2025, muy superior al observado en el área del euro, en un contexto de ausencia de desequilibrios macrofinancieros significativos.

- Durante el año 2025, el PIB avanzó un 2,8 %, por encima del 1,4 % del conjunto de la Unión Económica y Monetaria y del crecimiento de las principales economías del área.
- La demanda interna privada fue el principal motor del crecimiento: el consumo privado creció un 3,4 %, impulsado por el gasto en bienes duraderos, y la inversión productiva repuntó con un avance del 5,8 %, especialmente en bienes de equipo.
- La mejora de las condiciones financieras y la intensa creación de empleo apoyaron el dinamismo de la demanda interna; la tasa de desempleo se situó por debajo del 10 % a finales de 2025 por primera vez desde 2008.
- El ciclo expansivo volvió a caracterizarse por los elevados flujos de entrada de inmigrantes, que explicarían en torno a la mitad del avance observado en el PIB y más de dos tercios del aumento del empleo en los últimos años.

No obstante, persisten elementos de vulnerabilidad.

- La contribución del sector exterior al crecimiento fue negativa en 2025 (−0,7 puntos porcentuales). Esto refleja el deterioro del entorno internacional —marcado por la incertidumbre arancelaria y geopolítica— y el repunte de las importaciones asociado al dinamismo de la demanda interna.
- El déficit comercial de bienes empeoró, hasta situarse en el −3 % del PIB, pero se compensó con el buen comportamiento de las exportaciones de servicios, tanto turísticos como no turísticos, que generaron un superávit en la balanza comercial del 3,8 % del PIB.
- Tras el inicio de la guerra de Irán, la inflación repuntó hasta el 3,6 % en mayo, reflejo del encarecimiento de los productos energéticos, mientras que la inflación de los servicios ha conservado una elevada persistencia.
- La política fiscal mantiene el desafío de afrontar el déficit estructural en un contexto de nuevas presiones de gasto. El déficit de las Administraciones Públicas se redujo hasta el 2,4 % del PIB en 2025, si bien esta mejora obedece principalmente a factores transitorios, y se estima que el desequilibrio estructural de las cuentas públicas se mantiene en torno al 3 % del PIB.
- La reducción del déficit ha sido compatible con un crecimiento del gasto neto por encima del 3,7 % fijado en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo, en un contexto en el que la política fiscal debe absorber mayores necesidades de gasto vinculadas a defensa, transición climática, envejecimiento demográfico y digitalización de la economía.

Las perspectivas económicas están fuertemente condicionadas por la incertidumbre global y el nuevo *shock* energético.

- A comienzos de 2026, la actividad siguió mostrando fortaleza, pese al aumento de la incertidumbre; no obstante, las proyecciones apuntan a una desaceleración progresiva del ritmo de expansión.
- En el escenario central, el crecimiento del PIB se situaría en el 2,3 % en 2026 y en el 1,7 % en 2027, mientras que el *shock* energético elevaría la inflación hasta el 3,6 % en 2026, para moderarse posteriormente hasta el 2,6 % en 2027.

Capítulo 2

Retos del mercado de la vivienda: problemas de acceso y restricciones de oferta

En España, el mercado de la vivienda se encuentra en una fase de auge, en un contexto de expansión económica y crecimiento demográfico, con aumentos significativos de los precios, especialmente en las grandes áreas urbanas.

— El dinamismo actual se produce en un entorno macroeconómico favorable y de relajación de las condiciones de financiación, que se traduce en un notable aumento de la demanda de vivienda.

— Este auge se refleja en el crecimiento de las compraventas, del crédito hipotecario y de los precios reales, tanto de compra como de alquiler.

— El incremento acumulado de los precios se sostiene por la escasa reacción de la oferta ante una demanda reforzada por el significativo crecimiento demográfico.

— A pesar de este dinamismo, los indicadores de riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera no apuntan a la acumulación de desequilibrios macrofinancieros de ciclos expansivos previos, y la expansión actual presenta ciertas singularidades, como son el auge del alquiler y una mayor heterogeneidad territorial.

Los problemas de acceso a la vivienda se concentran en las grandes áreas urbanas y en los colectivos con menores ingresos, en particular jóvenes y población de origen extranjero.

— La tasa de hogares propietarios de su vivienda habitual se ha reducido desde la crisis financiera global, frente al aumento del peso del mercado del alquiler.

— El mayor incremento de la demanda de alquiler se registra entre los nuevos residentes nacidos fuera de España y entre los jóvenes, que reducen tanto sus tasas de emancipación como su peso relativo en la compra de viviendas.

— A estos problemas de acceso contribuye que los precios de la vivienda hayan crecido más que la renta de los hogares, lo que ha elevado el esfuerzo necesario y ha endurecido las condiciones para comprar una vivienda en España en mayor medida que en las grandes economías europeas.

— El esfuerzo para acceder a una vivienda, tanto en propiedad como en alquiler, es especialmente elevado en las grandes ciudades y entre jóvenes y nuevos residentes, y muestra una significativa dispersión territorial.

— En el mercado del alquiler es donde se concentran las mayores dificultades para acceder a una vivienda, especialmente en los nuevos contratos, cuyos precios han aumentado de manera notable.

Las restricciones a la oferta limitan la producción de nuevas viviendas, cuyo crecimiento se mantiene sistemáticamente por debajo de la demanda.

— El parque actual de viviendas construidas tiene escaso margen para ampliar la oferta residencial en las áreas urbanas con mayor dinamismo económico.

— La oferta de vivienda nueva reacciona de manera contenida al auge de los precios, de modo que la producción no crece al ritmo necesario para equilibrar el aumento de los hogares y la demanda no residencial.

— Las compras de no residentes y el uso turístico de la vivienda reducen el *stock* disponible para uso residencial en zonas de la costa mediterránea, las islas y los centros turísticos de las grandes ciudades.

— La escasez de suelo edificable, la lentitud en la ejecución y las limitaciones de gestión de la planificación urbanística limitan la capacidad de construir nuevas viviendas.

— La caída de la producción también responde a factores del propio sector, como la disminución de la productividad, el déficit de tamaño empresarial y de mano de obra y la contención de la rentabilidad en la construcción y la promoción residencial.

Los problemas en el funcionamiento del mercado de la vivienda pueden dar lugar a importantes efectos macroeconómicos y sociales.

— Los problemas de acceso a la vivienda se transmiten al conjunto de la economía a través de canales que afectan a la situación macroeconómica y a la distribución de la renta y la riqueza de los hogares.

— El crecimiento diferencial entre los precios de la vivienda y la renta de los hogares condiciona el acceso al crédito hipotecario, las decisiones de consumo y la capacidad de ahorro de los hogares que realizan un mayor esfuerzo para acceder a una vivienda.

— La persistencia de elevados esfuerzos para acceder a una vivienda genera un aumento de los hogares en situación de vulnerabilidad social y modifica la distribución intergeneracional de la riqueza.

— La movilidad laboral y la adecuada asignación de factores de producción se ven restringidas, lo que puede generar pérdidas de productividad agregada.

— Estos problemas también pueden limitar el crecimiento potencial, a través de sus efectos sobre la demografía, la acumulación de capital humano y la tasa de ahorro de los hogares.

Los actuales problemas de acceso y las restricciones a la oferta apuntan a la necesidad de implementar políticas estructurales coordinadas entre las Administraciones Públicas competentes para incrementar el parque de viviendas.

— El diagnóstico subraya que la rigidez de la oferta de vivienda en España es un problema estructural, con factores persistentes que limitan su capacidad de ajuste a la demanda.

— Las políticas orientadas a mejorar el acceso a la vivienda deberían priorizar actuaciones que aumenten la disponibilidad de nuevas viviendas.

— La distribución competencial en materia de vivienda entre distintos niveles de la Administración exige una elevada coordinación para garantizar la efectividad de las actuaciones, especialmente en las políticas de suelo y en la planificación urbanística, donde la lentitud de ejecución y las dificultades en la gestión urbanística limitan la producción de vivienda.

— Las distintas Administraciones están adoptando medidas que incrementan gradualmente la oferta de vivienda, aunque sus cuantías siguen siendo modestas en relación con las necesidades existentes. Las corporaciones locales disponen en su conjunto de una situación presupuestaria y patrimonial que les permitiría contribuir a financiar el aumento del parque público de vivienda.

— Las políticas de mitigación de la demanda pueden contener, a corto plazo, el crecimiento de la demanda no residencial y aliviar de manera transitoria situaciones de sobresfuerzo y vulnerabilidad de los hogares, pero su diseño debe tener en cuenta la posible aparición de efectos no deseados que limiten el aumento de la oferta, lo que hace recomendable monitorizar y evaluar estas medidas para detectar la posible aparición de estos efectos.

Capítulo 3

El reto de la productividad y el crecimiento empresarial: el papel de la financiación

En la economía española, la productividad ha mostrado un cambio de tendencia tras la crisis financiera y de deuda soberana del área del euro.

— La productividad total de los factores (PTF) en España ha pasado de registrar tasas negativas hasta 2013 a crecer por encima del conjunto del área del euro.

— Este cambio se explica, principalmente, por mejoras en la asignación del capital y del trabajo entre empresas, mientras que la reasignación entre sectores ha desempeñado un papel más limitado, pese al notable avance de los sectores digitales y de servicios profesionales.

El tejido empresarial español ha experimentado algunos cambios favorables, aunque persisten limitaciones relacionadas con el tamaño empresarial.

— Desde 2013 se observa una reducción del peso de las microempresas y un aumento del de las grandes empresas, si bien las primeras siguen representando una proporción elevada en comparación europea.

— Las empresas españolas presentan niveles de productividad inferiores a los del resto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en todos los estratos de tamaño, y el reducido número de grandes empresas altamente productivas en España limita la capacidad del tejido productivo para impulsar la productividad agregada.

El proceso de desapalancamiento ha reforzado la posición financiera de las empresas españolas, y la mejora en la asignación del crédito ha apoyado el avance de la productividad.

— Desde la crisis financiera, las empresas españolas han reducido de forma notable sus niveles de endeudamiento y han aumentado el peso de los fondos propios, en especial las pymes y las empresas de mayor riesgo.

— Actualmente, las restricciones agregadas en el acceso al crédito bancario son reducidas, si bien persisten dificultades para empresas jóvenes, innovadoras o sin historial crediticio.

— Tras la crisis financiera, el crédito se canaliza en mayor medida hacia empresas más productivas, con un cambio especialmente relevante en el segmento de las microempresas.

Las fuentes de financiación alternativa han ganado relevancia, aunque su desarrollo es todavía limitado.

— La financiación alternativa —incluyendo mercados de capitales y crédito privado— ha experimentado un crecimiento significativo en los últimos años, y esto ha contribuido a diversificar las fuentes de financiación, pero su peso sigue siendo reducido y está concentrado en empresas de mayor tamaño o en fases más maduras.

— Las empresas financiadas mediante capital riesgo presentan mayores tasas de crecimiento, inversión e innovación, lo que subraya su potencial como motor de productividad. El capital riesgo desempeña un papel especialmente relevante en la financiación de empresas jóvenes e innovadoras.

Pese a los avances, la brecha de productividad con el resto de la UEM sigue siendo significativa.

— La brecha negativa acumulada frente al resto de la UEM se habría reducido desde el 12 % en 2013 hasta el 8 % en 2025, lo que pone de relieve la magnitud del desafío pendiente.

— El ligero repunte en los ritmos de crecimiento de la productividad podría no ser sostenible en ausencia de avances adicionales en sus determinantes estructurales.

Persisten importantes ineficiencias asociadas al entorno regulatorio.

— La complejidad y la fragmentación regulatoria entre los diferentes niveles de la Administración generan costes de cumplimiento elevados, dificultan la expansión geográfica de las empresas y se asocian a una elevada heterogeneidad regional en las métricas de eficiencia asignativa.

— La calidad institucional emerge como un factor determinante de la eficiencia en la asignación de recursos y la productividad a nivel regional.

La adopción de tecnologías digitales avanzadas, como la inteligencia artificial (IA), constituye una oportunidad para impulsar la productividad, aunque plantea retos.

— El uso de tecnologías de IA por parte de las empresas españolas ha aumentado de forma notable en los últimos años y se ha situado en niveles similares al promedio del área del euro.

— Las empresas que adoptan estas tecnologías son, en promedio, más grandes y más productivas y cuentan con más capital y trabajadores cualificados.

— La evidencia sugiere que la IA puede generar ganancias de productividad relevantes, pero su impacto agregado puede verse limitado por barreras de adopción en las pymes y por la necesidad de inversiones complementarias en formación y reorganización empresarial, con posibles efectos sobre el empleo, especialmente entre los trabajadores más cualificados y jóvenes.

La evidencia presentada apunta a la importancia del diseño y la continuidad de las políticas públicas.

— Las políticas públicas aplicadas tras la crisis financiera global —incluyendo el saneamiento del sistema financiero, las reformas del mercado de trabajo y los avances en algunos sectores regulados— habrían contribuido a mejorar la asignación de recursos y el dinamismo de la productividad, en un entorno más estable y predecible para las empresas.

— Sin embargo, la elevada complejidad y fragmentación regulatoria y la insuficiente inversión en I+D+i continúan frenando y pueden limitar la capacidad para aprovechar plenamente la IA.

— De cara al futuro, será clave consolidar los avances y abordar las fricciones pendientes para sostener el crecimiento de la productividad y avanzar en la convergencia con la UEM.