

INFORME ANUAL

2025

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema



INFORME ANUAL 2025

<https://doi.org/10.53479/43565>

Fecha de cierre de datos: 1 de junio de 2026.

Fecha de publicación: 18 de junio de 2026.

1

RASGOS BÁSICOS

- 1 Un año turbulento en el escenario global 21**
 - 1.1 La evolución de las tensiones comerciales en 2025 y la primera mitad de 2026 21
 - 1.2 La resiliencia de la economía mundial en 2025 24
 - 1.3 El aumento de las importaciones de la Unión Europea desde China: ¿desvío de comercio o una tendencia más estructural? 28
 - 1.4 El conflicto de Oriente Medio y sus implicaciones para la economía global y europea 31
 - 1.5 La evolución de los mercados internacionales en 2025 y la primera mitad de 2026 39
- 2 Moderada aceleración del crecimiento en el área del euro en 2025 y nuevos retos ante el shock de la guerra de Irán 46**
- 3 Las políticas europeas como respuesta a un entorno geopolítico cambiante 49**
 - 3.1 La política monetaria del Banco Central Europeo 49
 - 3.2 El impulso a la competitividad de la economía europea 51
 - 3.3 El impulso a la integración de los mercados de capitales europeos y a la simplificación del marco regulatorio y supervisor 52
- 4 El sólido crecimiento de la economía española en 2025 56**
 - 4.1 La mejora de las condiciones financieras como apoyo al crecimiento de la economía en 2025 58
 - 4.2 La demanda interna privada como motor del crecimiento 58
 - 4.3 La aportación negativa del sector exterior al crecimiento en 2025 63
 - 4.4 El mercado de trabajo 67
 - 4.5 El papel de la inmigración en el actual ciclo expansivo de la economía española 71
 - 4.6 El diferencial de inflación con la Unión Económica y Monetaria y la persistencia de la inflación de los servicios 76
 - 4.7 El crecimiento de los salarios en 2025 permitió recuperar poder adquisitivo 83
- 5 El reto de afrontar el déficit estructural de la política fiscal 86**
 - 5.1 La evolución expansiva de ingresos y gastos 86
 - 5.2 Balance del primer año con el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo 88
 - 5.3 Las nuevas presiones de gasto público en un contexto de elevada deuda pública 89
- 6 El saldo exterior de la economía española en 2025 93**
- Bibliografía 96**
- Recuadros**
 - 1.1** Beneficios de los acuerdos comerciales alcanzados recientemente por la Unión Europea 98
 - 1.2** La agenda de simplificación regulatoria y supervisora: avances desde el Banco de España 101
 - 1.3** El impacto del precio del gas natural sobre el precio de la electricidad en las economías europeas 103
 - 1.4** Las respuestas fiscales a *shocks* energéticos inflacionarios: experiencia pasada y desarrollos recientes 105
 - 1.5** La inversión en intangibles y el avance de las exportaciones de servicios no turísticos en España 112
 - 1.6** El subsidio de desempleo para mayores de 52/55 años en España 116
 - 1.7** La evolución de los ingresos y gastos públicos desde la pandemia 120

2

RETOS DEL MERCADO DE LA VIVIENDA: PROBLEMAS DE ACCESO Y RESTRICCIONES DE OFERTA

- 1 Introducción** 129
- 2 Rasgos básicos del mercado de la vivienda** 130
 - 2.1 Evolución reciente en un contexto de expansión económica 130
 - 2.2 Heterogeneidad geográfica y evolución temporal en perspectiva 135
- 3 El acceso a la vivienda** 141
 - 3.1 La evolución del régimen de tenencia de vivienda en España 141
 - 3.2 El esfuerzo para acceder a una vivienda en propiedad y en alquiler 145
- 4 Restricciones a la oferta de vivienda** 153
 - 4.1 La capacidad del parque de viviendas 153
 - 4.2 Principales factores que limitan la oferta de vivienda 163
- 5 Implicaciones macroeconómicas de los problemas del mercado de la vivienda** 172
 - 5.1 Efectos sobre la estabilidad macrofinanciera y el crecimiento económico 172
- 6 Las políticas públicas** 176
 - 6.1 Principales actuaciones para incrementar la oferta de vivienda 176
 - 6.2 Políticas de mitigación de la demanda de vivienda 183

Bibliografía 186

Recuadros

- 2.1** Heterogeneidad en el crecimiento del precio de la vivienda en las grandes áreas urbanas de España: una primera aproximación basada en un índice de ventas repetidas 190
- 2.2** La evolución de los precios del alquiler residencial (2019-2024): una medición de los precios del stock y de los flujos a partir de las fuentes tributarias 194
- 2.3** Heterogeneidad en el acceso y en la tenencia de vivienda en España: evidencia de la Encuesta Financiera de las Familias (2002-2024) 198
- 2.4** Efectos del aumento de los precios de la vivienda en la movilidad interna y la localización de inmigrantes en España 203

3

EL RETO DE LA PRODUCTIVIDAD Y EL CRECIMIENTO EMPRESARIAL: EL PAPEL DE LA FINANCIACIÓN

- 1 Introducción** 209
- 2 La evolución de la productividad y de la estructura empresarial: de la macro- a la microeconomía** 212
- 3 El papel de la financiación y factores financieros que pueden fomentar el crecimiento empresarial** 225
 - 3.1 El proceso de desapalancamiento de las empresas 226
 - 3.2 La asignación del crédito bancario según las características de las empresas y de los bancos 228
 - 3.3 El ecosistema de financiación alternativa y el potencial del capital riesgo 235
- 4 Algunos retos pendientes para consolidar el crecimiento de la productividad y la convergencia con la Unión Económica y Monetaria** 243
 - 4.1 La fragmentación y complejidad regulatoria como factor limitante de la asignación eficiente de los recursos y el crecimiento empresarial 243
 - 4.2 La adopción de la inteligencia artificial como oportunidad para fomentar el dinamismo de la productividad empresarial 251
- 5 Algunas consideraciones finales** 260

Anejo de fuentes de datos 262

Anejo metodológico 267

Bibliografía 271

Recuadros

- 3.1** Caracterización de la rentabilidad del capital productivo de las empresas españolas 276
- 3.2** El ICAS del Banco de España 281
- 3.3** Las cooperativas de crédito y su papel en la provisión de financiación a las pymes 285
- 3.4** El impacto del Kit Digital sobre la productividad empresarial 291
- 3.5** Los efectos de la reforma laboral de 2021 sobre la productividad de las empresas españolas 296
- 3.6** Licitaciones públicas y crecimiento de las pymes 300

Índice de imágenes 304

Publicaciones del Banco de España 305

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 306

ÍNDICE DE CUADROS

- 1.1 El crecimiento global superó las previsiones en 2025 24
- 1.2 Respuestas de política de oferta ante *shocks* geopolíticos históricos 34
- 1.3 La UE es vulnerable a disrupciones de oferta en productos no energéticos con producción relevante en Oriente Medio 38
- 1.4 El aumento de la tasa de ahorro fue generalizado por grupos de población entre 2017 y 2024 61
- 1.5 Descomposición de la evolución del deflactor del VAB de la industria manufacturera y de los servicios de mercado (períodos 2022-2023 y 2024-2025) 83
- 1.6 En 2025, la capacidad de financiación de la economía española volvió a ser positiva (4 % del PIB), aunque ligeramente inferior a la de 2024. La PII se elevó ligeramente, hasta el 44,8 % del PIB 94
- 2.1 Un número reducido de áreas urbanas, encabezadas por Madrid y Barcelona, concentran el crecimiento de los precios y las compraventas de vivienda 138
- 2.2 El porcentaje de hogares que residen en viviendas de su propiedad descendió tras la crisis económica iniciada en 2008 142
- 2.3 La economía española destaca entre las economías avanzadas por el incremento acumulado durante las últimas cuatro décadas del esfuerzo en términos de renta que deben realizar los hogares para adquirir una vivienda en propiedad 144
- 2.4 El esfuerzo en términos de renta de los hogares para adquirir una vivienda es elevado, especialmente en las grandes ciudades y sus áreas urbanas 146
- 2.5 Los hogares que residen en viviendas de alquiler destinan una proporción elevada de su renta neta al arrendamiento, especialmente en las grandes ciudades 150
- 2.6 Una proporción relevante de los hogares que residen en viviendas de alquiler destinan más de un 30 % de su renta neta al pago del alquiler 151
- 2.7 Las provincias con mayor actividad económica disponen de menos viviendas construidas para incrementar la oferta de vivienda residencial 154
- 2.8 Las compras de no residentes ganan peso en el mercado de la vivienda español, especialmente en las islas y en la costa mediterránea 160
- 2.9 Las viviendas turísticas y las propiedades de no residentes se concentran en la costa mediterránea y las islas 162
- 2.10 El sector de la promoción y la construcción residencial presenta una recuperación de sus márgenes y de la rentabilidad, si bien en conjunto estos indicadores se mantienen en niveles contenidos en relación con otros sectores 167
- 2.11 La propiedad de las viviendas alquiladas para residencia habitual se encuentra distribuida de manera mayoritaria entre arrendadores que no concentran a escala agregada cuotas de mercado significativas 170
- 3.1 Entre 2013 y 2023, la PTF creció más en todos los sectores que en 2000-2013, especialmente en los digitales y servicios profesionales 215
- 3.2 Las empresas solicitantes de ICO Crecimiento están más apalancadas, pero son más solventes y más productivas 234
- 3.3 Las empresas españolas que reciben financiación de CR son más innovadoras y productivas 241
- 3.4 Características de las empresas que adoptan tecnologías de IA 254

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.1 Las tensiones comerciales y los aranceles aplicados por EEUU se han reducido desde abril de 2025, pero permanecen muy elevados respecto a 2024 22
- 1.2 Las nuevas decisiones arancelarias de EEUU han tenido efectos heterogéneos entre países 23
- 1.3 La inflación prosiguió su proceso de moderación gradual en 2025, de forma más paulatina en su componente subyacente, en un contexto de relativa contención de los precios de las materias primas energéticas hasta el conflicto en Oriente Medio 26
- 1.4 En 2025 continuó la relajación de las políticas monetarias en la mayoría de las principales áreas económicas globales, con las excepciones de Japón y de Brasil 27
- 1.5 Exportaciones a EEUU: caen las procedentes de China y de la UE tras un fuerte incremento impulsado por la anticipación de nuevos aranceles 28
- 1.6 Las importaciones de la UE desde China crecen mucho más que las del resto del mundo desde 2024 29
- 1.7 Primer episodio de la guerra comercial (2017-2019): desviación de exportaciones chinas a la UE y efectos limitados sobre los precios, aunque heterogéneos por sector 30
- 1.8 Fuerte incremento de los precios de las materias primas energéticas tras el inicio de la guerra en Irán 32
- 1.9 La dependencia de los combustibles fósiles en el conjunto de la UE sigue siendo muy elevada 35
- 1.10 La composición de los proveedores de productos energéticos de la UE y España se ha visto alterada de forma significativa en los últimos años 36
- 1.11 El cierre del estrecho de Ormuz afecta al comercio de petróleo y gas natural, pero también de fertilizantes y químicos 37
- 1.12 Evolución dispar de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y EEUU, si bien la prima a plazo aumentó en ambas áreas 40
- 1.13 La escalada de las tensiones comerciales en abril de 2025 y, más recientemente, el conflicto bélico en Oriente Medio han condicionado la evolución de los mercados financieros a escala global 41
- 1.14 Los indicadores de mercado que aproximan las expectativas de inflación aumentaron tras el inicio de la guerra en Irán ante el repunte de los precios de la energía 42
- 1.15 Los efectos de la guerra en Irán en los mercados financieros han sido limitados en comparación con episodios pasados de inestabilidad geopolítica y crisis de oferta 43
- 1.16 Persisten valoraciones elevadas en algunos segmentos de los mercados de renta fija y variable, especialmente en grandes empresas del sector tecnológico 44
- 1.17 La evolución del PIB en 2025 mostró disparidades entre los países de la UEM, con España en cabeza 47
- 1.18 El crecimiento del PIB real se moderó hasta el 2,8 % en 2025, se mantuvo por encima del registrado en la UEM (1,4 %) y amplió la brecha positiva de producción 57
- 1.19 El coste del crédito dejó de reducirse en los primeros meses de 2026 y el acceso a la financiación de los hogares y las empresas mostró signos de empeoramiento 59
- 1.20 El aumento del consumo privado se apoyó en el dinamismo de los bienes duraderos 60
- 1.21 La vulnerabilidad financiera agregada de los hogares se sitúa en un nivel históricamente reducido 62
- 1.22 En 2025, las exportaciones de bienes mostraron un avance débil y se vieron lastradas por los automóviles y los combustibles 64
- 1.23 En 2025, las importaciones de bienes mostraron un avance vigoroso, mientras que se mantuvo el proceso de desestacionalización y diversificación de las llegadas de turistas 66
- 1.24 El dinamismo del empleo permitió seguir reduciendo la tasa de paro 68
- 1.25 La tasa de ocupación ha aumentado gracias a la inmigración y a los colectivos nacionales de mayor edad 69
- 1.26 Los desempleados de mayor edad presentan un salario de reserva más elevado 71
- 1.27 Se esperan cambios en los flujos de entrada de inmigrantes en España en caso de que se apliquen políticas migratorias más expansivas o restrictivas 73
- 1.28 Ha aumentado la proporción de inmigrantes con educación universitaria, mientras que no se observa un impacto negativo de los flujos recientes de inmigración sobre el empleo de los nativos 74
- 1.29 Las autorizaciones por arraigo aumentan el empleo formal de extranjeros no pertenecientes a la UE 75

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.30 El diferencial de precios entre España y la UEM se ha mantenido positivo en los últimos dos años. Los precios de los servicios muestran una intensa resistencia a la baja en ambas áreas 77
- 1.31 El episodio actual de incremento de los precios de los servicios muestra similitudes con el observado a principios de siglo. En el actual, los factores de oferta habrían sido relevantes para explicar la persistencia de la inflación de los servicios 79
- 1.32 La resistencia a la baja de los servicios contrasta con la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos 80
- 1.33 Los márgenes de las empresas absorbieron, inicialmente, parte del *shock* inflacionario de 2022. Su recuperación posterior fue más intensa en algunas ramas de servicios 82
- 1.34 La remuneración por asalariado sigue creciendo en torno al 4%, en un mercado laboral tensionado 84
- 1.35 En 2025, el saldo de las AAPP mejoró por el fuerte avance de los ingresos públicos y los menores gastos transitorios 87
- 1.36 El impacto del gasto en defensa sobre la actividad económica se materializaría a medio plazo y con un efecto transitorio 90
- 1.37 Errores de previsión de deuda sobre PIB a 5 años 91

- 2.1 Los riesgos para la estabilidad financiera asociados al mercado inmobiliario están contenidos 131
- 2.2 El peso de la inversión residencial en España se recupera desde 2014, aunque se mantiene en niveles reducidos con una perspectiva de cuatro décadas 133
- 2.3 El precio real de la vivienda muestra una senda de recuperación desde 2014, cuya intensidad se aceleró desde 2024 134
- 2.4 El precio real de la vivienda presenta una elevada heterogeneidad entre áreas urbanas, y su actual dispersión territorial es mayor que al inicio de la recuperación del mercado de la vivienda en 2014 136
- 2.5 La evolución del precio real de la vivienda entre 2014 y 2025 muestra una elevada heterogeneidad entre áreas urbanas, donde destaca un reducido número con aumentos muy superiores al agregado nacional, que contrasta con el estancamiento y las caídas en las áreas menos dinámicas 137

- 2.6 La compra de vivienda por parte de los jóvenes se ha reducido significativamente en las dos últimas décadas y en una proporción mayor que la caída de su peso demográfico 143
- 2.7 Los jóvenes no emancipados presentan serias dificultades para acceder a la vivienda en propiedad sin el apoyo familiar 147
- 2.8 Los jóvenes no emancipados que deseen alquilar deben destinar una elevada proporción de su renta al alquiler, especialmente en las grandes ciudades 148
- 2.9 La proporción de hipotecas para la adquisición de vivienda habitual concedidas asumiendo un mayor riesgo es limitada 149
- 2.10 La creación neta de hogares crece más rápido que el parque de viviendas desde 2011 155
- 2.11 El desequilibrio entre el crecimiento de los hogares y la producción de viviendas se observa en las principales economías de la zona euro, con la excepción de Alemania 157
- 2.12 Las viviendas turísticas tienen especial relevancia en el mercado del alquiler en los centros de las zonas turísticas 161
- 2.13 Las empresas de la construcción muestran cada vez mayores dificultades para encontrar mano de obra especializada 166
- 2.14 España cuenta con uno de los parques de vivienda pública más reducidos entre las economías avanzadas 178

- 3.1 La brecha de crecimiento de la productividad con la UEM se reduce a partir de 2013 213
- 3.2 La reasignación de recursos entre empresas dentro de los sectores explica la mayor parte del crecimiento de la PTF a partir de 2013 216
- 3.3 Los indicadores de eficiencia asignativa de los factores productivos, capital y trabajo, apuntan a una mejoría significativa 218
- 3.4 Las empresas españolas tienen menos capacidad de crecimiento que las europeas en sus primeros años de vida, aunque esta situación ha mejorado en la última década 221
- 3.5 Las microempresas pierden peso en España desde 2013, si bien siguen teniendo una mayor prevalencia que en el resto de la UEM 222
- 3.6 Las empresas españolas son menos productivas que las europeas, especialmente las

ÍNDICE DE GRÁFICOS

- microempresas y las grandes empresas, si bien la brecha se está cerrando ligeramente desde 2013 223
- 3.7 El descenso de los recursos ajenos muestra una importante heterogeneidad por fuente de financiación desde 2013 226
- 3.8 Las empresas han reducido su recurso a la financiación ajena, sobre todo las de menor tamaño 227
- 3.9 Las empresas españolas más productivas se financian en mayor medida con recursos propios 229
- 3.10 Dentro de la financiación ajena, la bancaria tiene un mayor peso en las pymes más productivas 230
- 3.11 El vínculo positivo entre el crecimiento del crédito y la productividad en el período 2004-2013 se intensificó a partir de 2014 231
- 3.12 Pese a su avance reciente, el capital riesgo mantiene en España un grado de desarrollo limitado y una brecha persistente respecto a otras economías más avanzadas 238
- 3.13 El acceso a financiación mediante CR se asocia con trayectorias de crecimiento más dinámicas a lo largo del ciclo de vida empresarial 240
- 3.14 Los factores regionales son clave para explicar la heterogeneidad en la eficiencia asignativa y la productividad 248
- 3.15 Las barreras administrativas limitan el crecimiento de las empresas 250
- 3.16 El porcentaje de empresas que usan tecnologías de IA se ha duplicado en el período 2021-2025, tanto en España como en otros países de la UEM. Más de la mitad de las empresas que usan IA son empresas muy grandes, con 250 o más empleados 252
- 3.17 El uso de IA tiene efectos significativos sobre el empleo y la productividad 256
- 3.18 La exposición de los jóvenes españoles a la IA se ha mantenido estable en los últimos años, aunque presenta una elevada heterogeneidad según el nivel educativo 258



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.

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 sobreesfuerzo 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.



Capítulo 1

Rasgos básicos

1 Un año turbulento en el escenario global

El entorno económico en 2025 y a comienzos de 2026 ha estado marcado por un aumento de las tensiones geopolíticas y comerciales y por un progresivo debilitamiento del marco multilateral. En este contexto, el estallido del conflicto en Oriente Medio a finales de febrero de 2026 supone un nuevo *shock* adverso, con implicaciones relevantes para la actividad, la inflación y los mercados financieros. Este episodio se produce tras un año en el que la economía mundial mostró una notable resiliencia, si bien la naturaleza del actual *shock* —particularmente a través del canal energético— intensifica los riesgos a la baja para el crecimiento y al alza para la inflación.

Pese a este deterioro del entorno externo, el área del euro y la economía española afrontan esta perturbación desde una posición cíclica relativamente favorable, tras un 2025 caracterizado por un dinamismo moderado en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y más robusto en España. No obstante, el nuevo contexto introduce retos relevantes para la política económica, en particular ante la elevada incertidumbre sobre la persistencia del *shock* y su transmisión al conjunto de la economía.

En este marco, el capítulo analiza la evolución reciente del contexto internacional y europeo, el desempeño de la economía española y las principales perspectivas y riesgos a medio plazo.

1.1 La evolución de las tensiones comerciales en 2025 y la primera mitad de 2026

Las tensiones comerciales constituyeron uno de los principales focos de incertidumbre global en 2025. Aunque se moderaron en el tramo final del año, los niveles arancelarios se mantuvieron elevados y el entorno siguió siendo incierto. A comienzos de 2026, los cambios en el marco jurídico de la política comercial estadounidense reintrodujeron volatilidad.

- El endurecimiento de la política comercial de Estados Unidos elevó significativamente la incertidumbre global. En particular, el anuncio de los «aranceles recíprocos» de abril de 2025 no solo incrementó los gravámenes, sino también la incertidumbre sobre su alcance y la respuesta de los países afectados (véase gráfico 1.1.a)¹.
- La incertidumbre se moderó parcialmente en el último tramo de 2025: los acuerdos alcanzados por Estados Unidos con socios clave —incluida la Unión Europea (UE)²—, junto con la tregua temporal con China, contribuyeron a estabilizar el entorno comercial. No

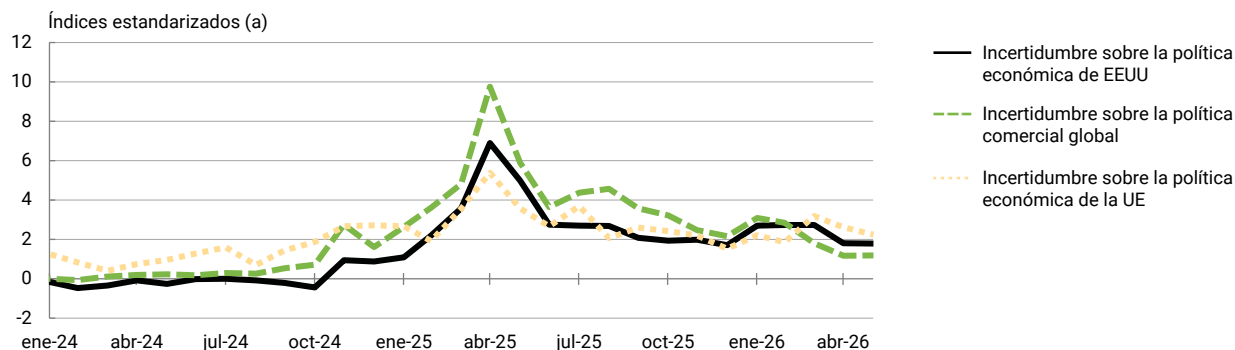
¹ Véase también el *Informe Anual 2024* del Banco de España.

² En particular, el acuerdo con la UE, alcanzado a finales de julio, redujo los aranceles recíprocos sobre las exportaciones europeas hasta un nivel mínimo general del 15 %, con un tratamiento especial para determinados sectores como el farmacéutico y para productos de alta tecnología o automóviles, para los que se establecía un techo del 15 %. En cambio, la UE se comprometía a eliminar casi la totalidad de los aranceles sobre los productos industriales estadounidenses y otorgar acceso preferencial al mercado europeo a una amplia gama de productos agrícolas, así como a reducir las barreras no arancelarias y aumentar las compras de energía y equipamiento militar a Estados Unidos.

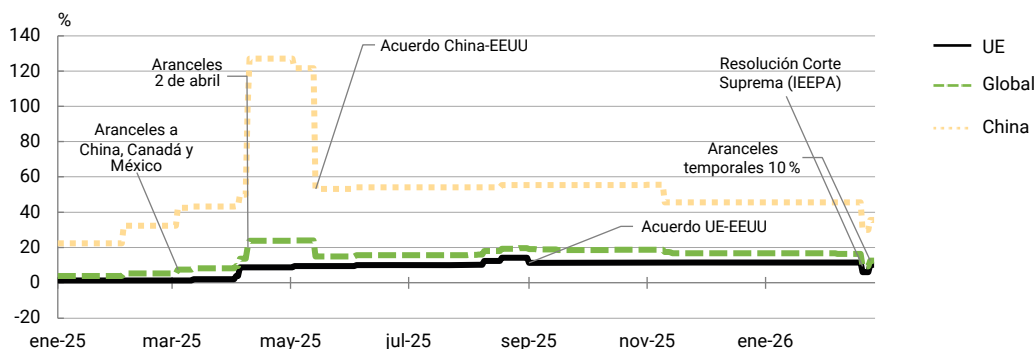
Gráfico 1.1

Las tensiones comerciales y los aranceles aplicados por EEUU se han reducido desde abril de 2025, pero permanecen muy elevados respecto a 2024

1.1.a Evolución de la incertidumbre sobre políticas económicas y comerciales (a)



1.1.b Aranceles efectivos aplicados por EEUU (b)



FUENTES: www.PolicyUncertainty.com [a partir de datos de Scott R. Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). "Measuring Economic Policy Uncertainty". *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593-1636], Global Trade Alert y elaboración propia.

a Índices estandarizados con datos a partir de 1997.

b El nivel del arancel efectivo soportado por un país se calcula multiplicando el arancel de cada producto por el peso relativo de dicho producto en las exportaciones totales del país a EEUU.



obstante, los aranceles efectivos se mantuvieron en niveles elevados en términos históricos y por encima de los observados a finales de 2024 (véase gráfico 1.1.b).

- El entorno arancelario volvió a cambiar a comienzos de 2026. Tras el fallo de la Corte Suprema de los Estados Unidos que invalidaba el uso de la Ley de Poderes Económicos de Emergencia Internacional (IEEPA) para imponer aranceles, la Administración Trump recurrió a otras opciones legales: se introdujo un arancel generalizado temporal³ del 10 % y se anunciaron nuevas medidas arancelarias en distintos sectores⁴.

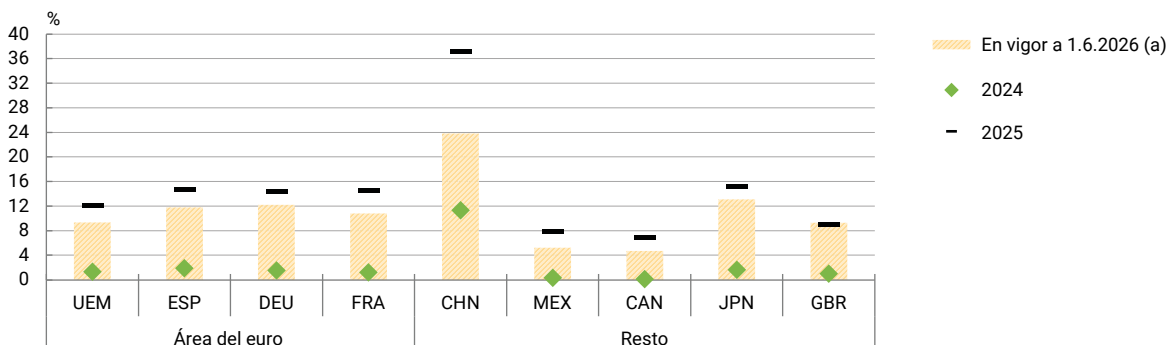
3 La sección 122 de la Ley de Comercio de 1974 indica que estos aranceles deben ser temporales (con un límite de 150 días, salvo prórroga aprobada por una ley del Congreso), hasta un máximo del 15 % y no discriminatorios (es decir, aplicados a todos los socios comerciales por igual).

4 Asimismo, a principios de abril el Ejecutivo reformó el marco de los aranceles impuestos sobre los metales, en función de una legislación que autoriza aranceles por motivos de seguridad nacional (Sección 232 de la Ley de Expansión Comercial de 1962). Con arreglo a la misma ley, anunció además aranceles de hasta el 100 % a productos farmacéuticos patentados, que entrarían en vigor a partir de julio de 2026.

Gráfico 1.2

Las nuevas decisiones arancelarias de EEUU han tenido efectos heterogéneos entre países

1.2.a Aranceles efectivos aplicados por EEUU (a)



FUENTES: Global Trade Alert y cálculos del Banco de España.

a Los aranceles actuales incluyen el recargo global del 10% bajo la Sección 122 (con vencimiento en julio de 2026), así como las nuevas tarifas sobre metales y productos derivados. Tras la anulación de los aranceles recíprocos, asumimos que la cláusula del acuerdo UE-EEUU que fijaba un suelo del 15% queda inoperante; permanece únicamente el techo del 15% aplicable a los sectores sujetos a la Sección 232. El arancel del 10% bajo la Sección 122 actúa como un recargo temporal, sin restablecer el suelo del 15%.



- Estos cambios arancelarios han tenido un impacto desigual en las distintas economías. Mientras que la variación de los aranceles efectivos para la UEM y para España ha sido relativamente contenida —con una reducción de en torno a 3 puntos porcentuales (pp) respecto a diciembre de 2025—, países con niveles previos más elevados, como China, se han visto más beneficiados por los cambios recientes (véase gráfico 1.2.a).
- No obstante, la incertidumbre sobre el marco arancelario seguirá siendo elevada en la segunda mitad de 2026. En primer lugar, el arancel generalizado temporal del 10% expiraría el 24 de julio, salvo extensión legislativa. A ello se suma la incertidumbre derivada de los procedimientos judiciales en curso acerca de su base legal, así como de las investigaciones abiertas por exceso de capacidad y uso de trabajo forzoso a varios países, incluida la UE, que podrían derivar en aranceles adicionales. En el caso de la UE, la incertidumbre dependerá además de la adopción formal y el contenido final del acuerdo comercial con Estados Unidos.

Ante el aumento de la incertidumbre en la relación transatlántica, la UE ha intensificado su estrategia de apertura y diversificación.

- Así, la UE ha dado un nuevo impulso a los acuerdos con otros socios —como Mercosur, la India o Indonesia— con el objetivo de mejorar el acceso a los mercados y reducir las vulnerabilidades (véase recuadro 1.1).
- En paralelo, el acuerdo comercial con Estados Unidos avanza con cautela: en mayo, la presidencia del Consejo y la Eurocámara llegaron a un acuerdo provisional para aplicarlo. El texto, aún pendiente de adopción formal mediante votación del Parlamento Europeo,

Cuadro 1.1
El crecimiento global superó las previsiones en 2025

	2024	2025	2025 Previsiones del FMI de abril de 2025
Global	3,4	3,4	2,8
Avanzadas	1,8	1,9	1,4
EEUU	2,8	2,1	1,8
Área del euro	0,9	1,4	0,8
Economías emergentes	4,5	4,4	3,7
China	5,0	5,0	4,0

FUENTE: FMI (*World Economic Outlook*), abril de 2025 y abril de 2026.

refuerza las salvaguardas de la UE frente a posibles incumplimientos de Estados Unidos y condiciona su aplicación al respeto de los compromisos asumidos por este último⁵.

1.2 La resiliencia de la economía mundial en 2025

En 2025, la economía mundial mostró una resiliencia mayor de la anticipada frente a las tensiones geopolíticas y comerciales y ante la elevada incertidumbre sobre las políticas económicas en Estados Unidos. Esta resiliencia se apoyó tanto en factores de demanda como en unas condiciones financieras relativamente favorables.

- El ritmo de crecimiento global se mantuvo en el 3,4 % en 2025 (véase cuadro 1.1). Así, el avance del producto se situó por encima de lo esperado en abril de 2025, durante el apogeo de las tensiones comerciales globales. Los efectos negativos de las políticas proteccionistas y de la incertidumbre fueron parcialmente compensados por el impulso de la inversión en nuevas tecnologías, especialmente en Estados Unidos, donde la inversión en tecnologías de la información alcanzó máximos históricos en términos de PIB (4,5 %), superando los niveles del episodio «dot-com». Este dinamismo inversor, a su vez, impulsó de manera particular las exportaciones de las economías asiáticas, sostenidas en buena medida por los productos tecnológicos⁶.

5 La Comisión podrá suspender total o parcialmente la aplicación del acuerdo en caso de que las reducciones arancelarias causen un grave perjuicio a la industria de la Eurozona y en caso de que Estados Unidos incumpla sus compromisos o discrimine a operadores europeos. Además, podrá suspender las concesiones sobre acero y aluminio si, a 31 de diciembre de 2026, Estados Unidos mantiene aranceles superiores al 15 % sobre derivados de acero y aluminio importados desde la UE. Además, incluye una cláusula de extinción si el acuerdo no se renueva antes de 2029.

6 De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (2026), los productos tecnológicos explicaron alrededor del 80 % del crecimiento de las exportaciones de las economías asiáticas —excluida China— observado en 2025. La participación de las ventas de este tipo de bienes dirigidas a Estados Unidos fue destacada (en torno al 30 % del avance total). En el caso de China, la aportación de la tecnología al incremento de las exportaciones fue algo superior al 50 %, con un retroceso de las destinadas a Estados Unidos en un contexto de subidas de aranceles bilaterales entre ambos países.

- En paralelo, la actividad también se vio favorecida, en un contexto de relajación gradual de las políticas monetarias, por unas condiciones financieras generalmente benignas en el conjunto del año, a pesar de episodios transitorios de volatilidad en los mercados financieros.

El comportamiento de la actividad global fue, como en el año anterior, heterogéneo por áreas geográficas.

- Las economías avanzadas crecieron en su conjunto un 1,9 % en 2025, ligeramente por encima del año anterior (1,8 %). Dentro de este grupo destacó Estados Unidos, cuyo PIB creció un 2,1 % (2,8 % en 2024), condicionado en el tramo final del año por el impacto, en principio transitorio, del cierre del Gobierno federal. El avance del producto en Estados Unidos se apoyó en el consumo privado, a pesar de la moderación en el ritmo de creación de empleo, y en el dinamismo de la inversión empresarial, especialmente de la vinculada con el despliegue de la inteligencia artificial.
- En China, el PIB volvió a registrar un crecimiento del 5 %, apoyado en la producción industrial y las exportaciones, que han sorteado el impacto adverso de los aranceles de Estados Unidos gracias a una diversificación hacia otros mercados, incluida el área del euro. No obstante, el dinamismo de la actividad continuó limitado por la debilidad de la demanda interna. En particular, el prolongado ajuste del sector inmobiliario siguió lastrando la inversión y la confianza de los hogares. En 2025 persistieron las caídas en los precios de la vivienda en numerosas ciudades y la inversión en el sector inmobiliario se mantuvo en contracción. En este escenario, la tasa de ahorro de los hogares permanece muy elevada y por encima de los niveles previos a la pandemia.
- En América Latina, el crecimiento en 2025 fue similar al del ejercicio precedente (2,4 %). La resiliencia de la región se apoyó en la reducción progresiva de la incertidumbre global, la mejora de los términos de intercambio y unas condiciones financieras favorables⁷.

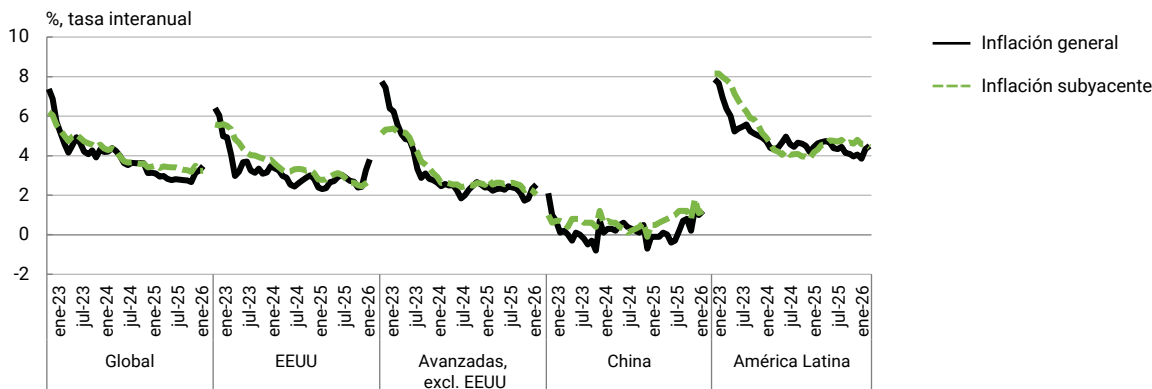
En 2025 prosiguió el proceso de desinflación paulatina, de manera más limitada en las tasas subyacentes y con heterogeneidad por áreas geográficas.

- La inflación promedio mundial se situó en el 2,7 % en diciembre de 2025, frente a un 3,6 % a finales de 2024 (véase gráfico 1.3.a). Las tasas de inflación subyacente, por su parte, decrecieron a escala global de forma más gradual –0,2 puntos porcentuales (pp), hasta el 3,4 %–, condicionadas por el componente de servicios.
- Por áreas geográficas, la evolución de la inflación mostró disparidad. La inflación general en Estados Unidos pasó del 2,9 % a finales de 2024 al 2,7 % en diciembre de 2025, mientras que la inflación subyacente se redujo en 0,6 pp, hasta el 2,6 %. El proceso de desinflación se vio condicionado por la traslación de los aranceles, que elevó la inflación de los bienes. En

⁷ Banco de España (2026a).

Gráfico 1.3

La inflación prosiguió su proceso de moderación gradual en 2025, de forma más paulatina en su componente subyacente, en un contexto de relativa contención de los precios de las materias primas energéticas hasta el conflicto en Oriente Medio

1.3.a Evolución de la inflación


FUENTES: Estadísticas nacionales, LSEG Datastream y elaboración propia.

China, las presiones de precios continuaron siendo débiles en el conjunto del ejercicio, en un contexto de caída persistente de los precios de producción. Con todo, la inflación general se recuperó en el último tramo de 2025 hasta alcanzar el 0,8 % en diciembre (0,1 % a finales de 2024), mientras que la tasa subyacente pasó del 0,4 % al 1,2 %. La tasa de inflación promedio en América Latina se redujo en la segunda mitad de 2025, de manera que cerró el año en el 4 % para el agregado de las principales economías con objetivo de inflación (0,5 pp menos que a finales de 2024).

En este entorno, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas y emergentes continuaron relajando, en términos generales, el tono de sus políticas monetarias a lo largo de 2025.

- Esta fue la tónica en las principales economías avanzadas (véase gráfico 1.4.a). Así, la Reserva Federal estadounidense y el Banco de Inglaterra redujeron su tipo de interés oficial en 75 puntos básicos (pb) en 2025. En las economías emergentes también prosiguió la relajación monetaria, a excepción de Brasil, que durante la primera mitad de 2025 mantuvo el endurecimiento del tono de su política monetaria iniciado en septiembre de 2024.

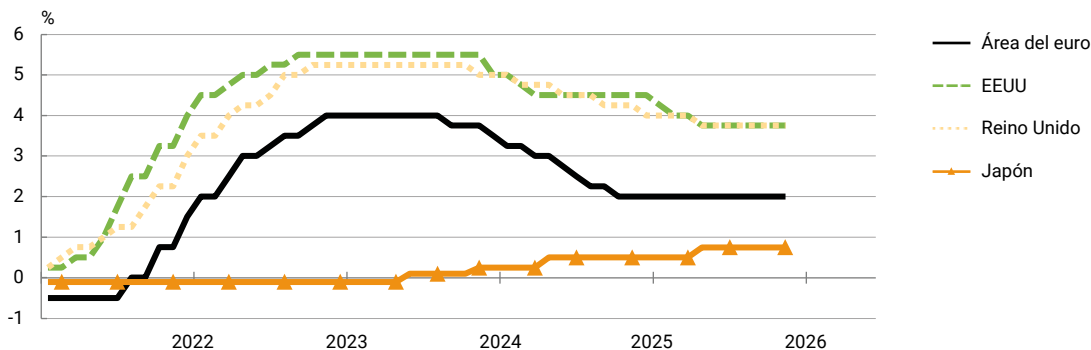
Hasta el momento, el impacto de los aranceles sobre el comercio mundial y los precios ha sido limitado, aunque podría intensificarse a medida que se materialicen plenamente sus efectos.

- En general, la mayor capacidad de anticipación por parte de las empresas —materializada en la acumulación de inventarios y en la prevalencia de contratos a largo plazo con precios y volúmenes predeterminados—, junto con los retrasos en la entrada en vigor de los nuevos

Gráfico 1.4

En 2025 continuó la relajación de las políticas monetarias en la mayoría de las principales áreas económicas globales, con las excepciones de Japón y de Brasil

1.4.a Tipos de interés oficiales de las economías desarrolladas (a)



FUENTES: Bancos centrales nacionales y LSEG.

a Datos mensuales a fin de mes. Último dato observado: 2.6.2026.



aranceles, han atenuado y diferido en el tiempo la transmisión de los aranceles a los flujos comerciales y a los precios.

- Asimismo, la evidencia disponible sugiere que la carga económica de los aranceles impuestos por la Administración del presidente Trump ha recaído sobre las empresas y los consumidores de Estados Unidos en mucha mayor medida que sobre los exportadores extranjeros. Las estimaciones empíricas disponibles indican que, hasta el momento, entre el 90 % y el 100 % de los aranceles ha sido absorbido por las empresas importadoras, con traslado parcial a los consumidores⁸. Sin embargo, cabe recordar que el traslado de los aranceles a los precios podría intensificarse con el tiempo.
- Una de las manifestaciones más visibles de los aranceles ha sido la acusada caída de las importaciones estadounidenses procedentes de China, que prolonga la tendencia iniciada tras la primera guerra comercial de 2017-2019 (véase gráfico 1.5.a). Como resultado, la cuota de China en las importaciones de Estados Unidos se sitúa actualmente por debajo del 10 %, aproximadamente la mitad del nivel observado hace una década⁹. Paralelamente, China ha venido redirigiendo parte de estos flujos hacia terceros mercados, incluidos, en cierta medida, los europeos (véase epígrafe 1.3).
- De igual modo, las importaciones estadounidenses procedentes de la Unión Europea han registrado una ligera disminución, si bien la evolución reciente se encuentra condicionada

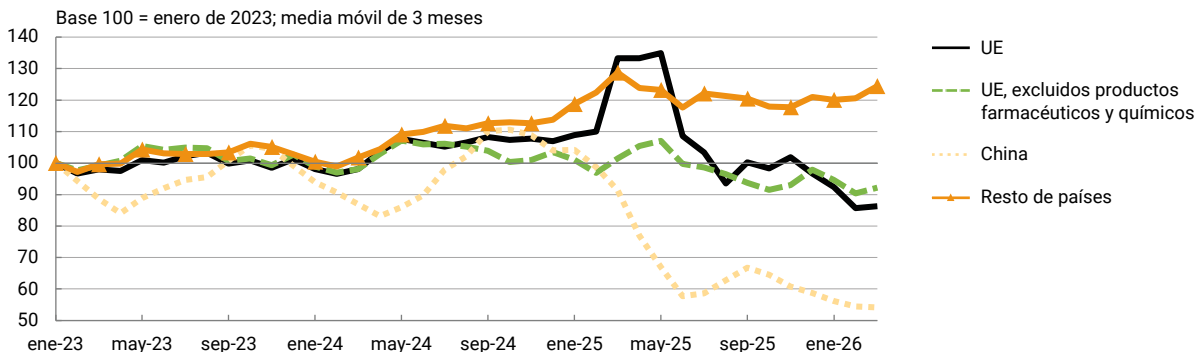
⁸ Véanse Gopinath y Neiman (2026); Amity, Flanagan, Heise y Weinstein (2026); Hinz, Lohmann, Mahlkow y Vorwig (2026), y Schaefer, Gerland y Tirpák (2026).

⁹ Parte de estos flujos se han canalizado hacia Estados Unidos por vías indirectas a través de terceros países como Vietnam y México.

Gráfico 1.5

Exportaciones a EEUU: caen las procedentes de China y de la UE tras un fuerte incremento impulsado por la anticipación de nuevos aranceles

1.5.a Importaciones de EEUU, por país de origen



FUENTE: Trade Data Monitor. Último dato: marzo de 2026.



por el adelanto de las exportaciones —sobre todo en los sectores químico y farmacéutico— concentrado en la primera mitad del año anterior (véase gráfico 1.5.a).

1.3 El aumento de las importaciones de la Unión Europea desde China: ¿desvío de comercio o una tendencia más estructural?

La orientación proteccionista de la política comercial estadounidense ha suscitado preocupación por una posible desviación de los flujos comerciales chinos hacia terceros países, particularmente hacia las economías europeas.

- El aumento de las importaciones de la Unión Europea (UE) procedentes de China, junto con la corrección a la baja de sus precios, constituyen una tendencia ya claramente identificada en los datos recientes. Así, en diciembre de 2025, el volumen de las importaciones chinas de la UE habría aumentado un 14 % respecto al año anterior, mientras que los precios de importación se situaban un 7 % por debajo de los observados en diciembre de 2024 (véanse gráficos 1.6.a y 1.6.b). Estas dinámicas contrastan con las observadas en las importaciones procedentes de otros países.
- En este contexto, la Comisión Europea ha lanzado recientemente un mecanismo especializado en la supervisión de los flujos de importación¹⁰, con el mandato expreso de identificar posibles indicios de desvío comercial hacia los Estados miembros. En paralelo, las autoridades comunitarias¹¹ han planteado la activación de instrumentos adicionales de

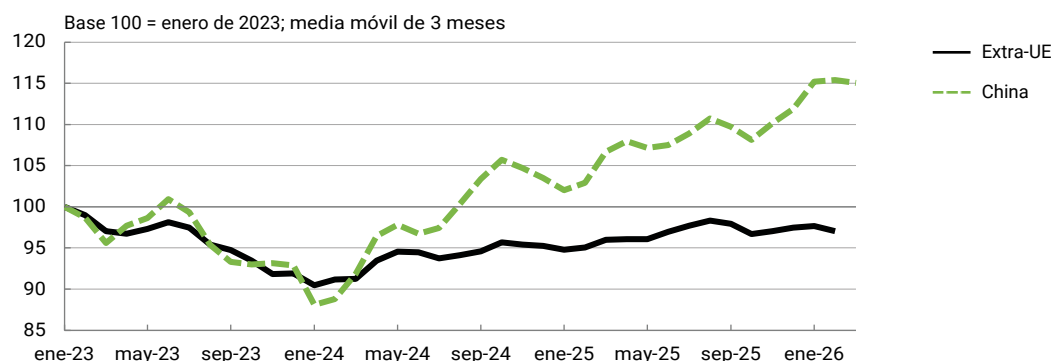
¹⁰ Comisión Europea (2025).

¹¹ En la misma dirección, otras economías avanzadas, como Canadá y el Reino Unido, han introducido recientemente restricciones a la importación mediante la imposición de contingentes en sectores sensibles, con el objetivo de salvaguardarlos frente a una posible reorientación de las exportaciones chinas.

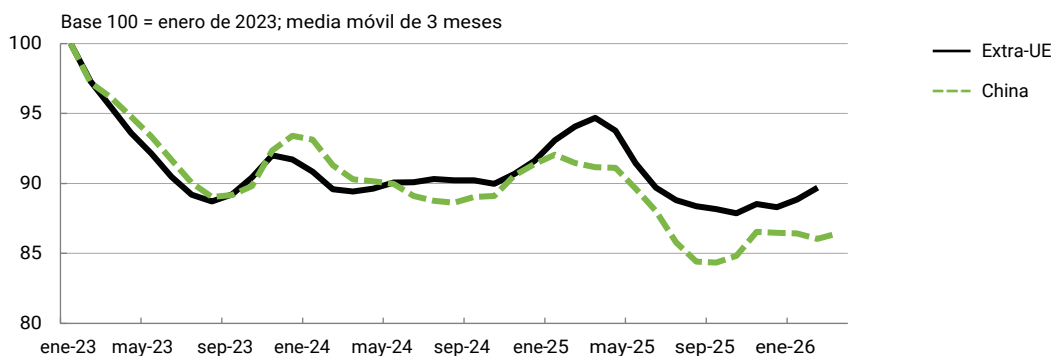
Gráfico 1.6

Las importaciones de la UE desde China crecen mucho más que las del resto del mundo desde 2024

1.6.a Importaciones de la UE en volumen (a)



1.6.b Precios de las importaciones de la UE (a)



FUENTE: Eurostat.

a Índices de volumen ajustados de calendario y estacionalidad e índices de valor unitario (IVU) de las importaciones de la UE.



defensa comercial orientados a reforzar la protección del sector siderúrgico frente a eventuales perturbaciones derivadas de dicha desviación¹².

No obstante, resulta complejo determinar en qué medida estas dinámicas responden directamente a los aranceles estadounidenses, en contraposición a otros factores, como el exceso de capacidad en determinados sectores, la política industrial de China o ganancias de competitividad de la economía asiática.

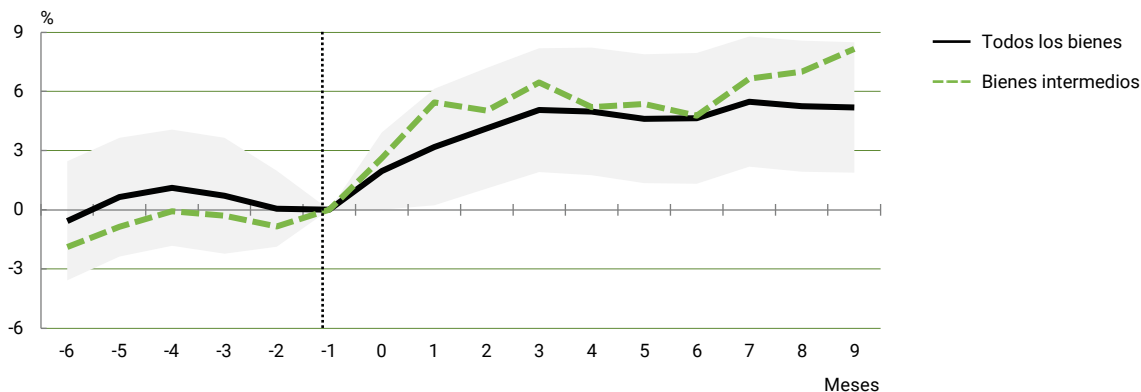
- La evidencia disponible para la primera guerra comercial entre Estados Unidos y China muestra que, durante 2018 y 2019, la UE registró una desviación comercial asociada al redireccionamiento de exportaciones chinas de magnitud limitada, acompañada de un impacto moderado a la baja en los precios de importación.

¹² La nueva propuesta de normativa europea tiene como objetivo proteger la industria siderúrgica de la UE frente al exceso de capacidad global, al reducir los volúmenes de importación libres de aranceles y duplicar los aranceles aplicados a las importaciones que excedan dichos cupos.

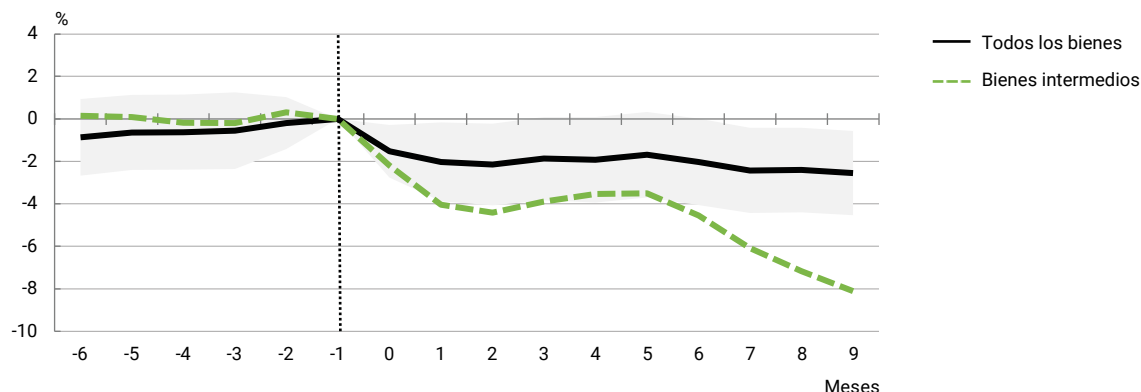
Gráfico 1.7

Primer episodio de la guerra comercial (2017-2019): desviación de exportaciones chinas a la UE y efectos limitados sobre los precios, aunque heterogéneos por sector (a)

1.7.a Volumen de importación



1.7.b Precios de importación



FUENTE: Balteanu, Moreno y Viani (2026).

a Impacto de la implementación de los aranceles estadounidenses sobre el volumen y los precios de las importaciones de la UE procedentes de China, con intervalos de confianza del 90 %, estimado mediante proyecciones locales con un enfoque de diferencias en diferencias (DiD) siguiendo a Arindrajit Dube, Daniele Girardi, Óscar Jordà y Alan M. Taylor. (2025). "A Local Projections Approach to Difference-in-Differences". *Journal of Applied Econometrics*, 40(7), pp. 741-758. <https://doi.org/10.1002/jae.70000>. Para facilitar la visualización, las series se presentan suavizadas con una media móvil centrada de tres meses. Muestra: enero de 2017-julio de 2019. Datos mensuales.



- Por ejemplo, un reciente estudio del Banco de España con datos de comercio granulares busca identificar el efecto causal de los aranceles aplicados por Estados Unidos a China en las compras de la UE al país asiático en 2018-2019¹³. En promedio, estos aranceles incrementaron el volumen de importaciones europeas desde China en torno a un 4 % para el conjunto de los productos afectados y redujeron sus precios en menos de un 2 % (véanse gráficos 1.7.a y 1.7.b). Estos efectos mostraron, además, una elevada heterogeneidad por sectores, con mayor repercusión en los bienes de capital y los bienes intermedios.
- En cuanto al episodio actual, la evidencia empírica directa sigue siendo, por el momento, muy reducida. Los análisis disponibles sugieren que el impacto de las medidas adoptadas

13 Balteanu, Moreno y Viani (2026).

en 2025 seguiría siendo moderado, con desviaciones comerciales limitadas o circunscritas a determinados productos y un impacto macroeconómico contenido¹⁴. No obstante, su identificación causal resulta más compleja, debido a la sucesión de múltiples modificaciones arancelarias, a los cambios simultáneos en la estructura arancelaria de numerosos países y a la existencia de posibles efectos de anticipación, junto con la aún limitada disponibilidad de datos.

- Más allá del efecto directo de los aranceles, la evolución reciente de las importaciones procedentes de China podría reflejar también factores de naturaleza más estructural. Entre estos, destacan el exceso de capacidad en determinados sectores, la política industrial china o las ganancias de competitividad de la economía asiática, que podrían tener implicaciones deflacionistas y reforzar las presiones competitivas sobre los productores europeos.

1.4 El conflicto de Oriente Medio y sus implicaciones para la economía global y europea

Desde el estallido del conflicto en Oriente Medio, los precios de las materias primas energéticas han registrado un incremento muy significativo, con aumentos del orden del 40 % en el precio al contado del petróleo y del 50 % en el del gas natural europeo.

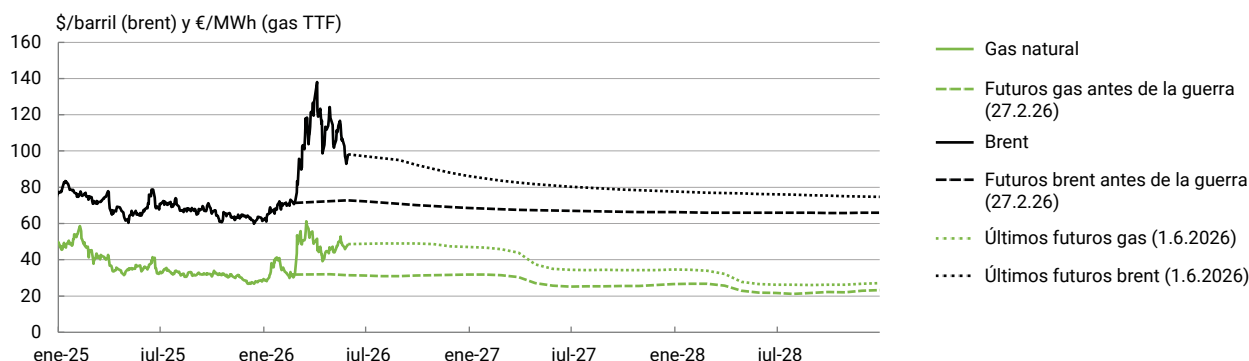
- A pesar de los altos niveles observados al inicio del conflicto —cercanos a los 120 dólares por barril en el caso del petróleo y a los 60 euros el megavatio-hora (MWh) en el del gas natural europeo—, los precios permanecieron, en términos reales, por debajo de los máximos alcanzados en episodios previos, como el año 2008 para el petróleo o el verano de 2022 para el gas natural. Además, el precio del petróleo y el del gas natural se han moderado a lo largo de mayo y cotizan cerca de los 100 dólares el barril y los 50 euros el MWh, respectivamente (véase gráfico 1.8.a).
- No obstante, la magnitud de los ajustes iniciales se sitúa en niveles excepcionalmente elevados. Así, las variaciones porcentuales observadas en el primer mes del conflicto se ubican en el percentil 99 de su distribución histórica para el petróleo y en el 93 en el caso del gas natural (véanse gráficos 1.8.b y 1.8.c), superando la intensidad de episodios geopolíticos anteriores en el mercado del petróleo y situándose, en el caso del gas, solo por debajo de las tensiones registradas tras la invasión de Ucrania. Todo ello se produce en un contexto de elevada volatilidad, lo que incrementa la incertidumbre sobre la evolución futura de los precios.
- Con todo, la evolución de los futuros apunta a una moderación gradual de las tensiones a lo largo de 2027 y 2028, en línea con una normalización parcial de las condiciones geopolíticas. En concreto, las cotizaciones implícitas se sitúan en torno a los 80 dólares por barril para el petróleo a mediados de 2027 y cerca de 35 euros el MWh para el gas. No obstante, estos

14 Le Roux y Spital (2026) y Schulte, Enders, Esser y Strobel (2026).

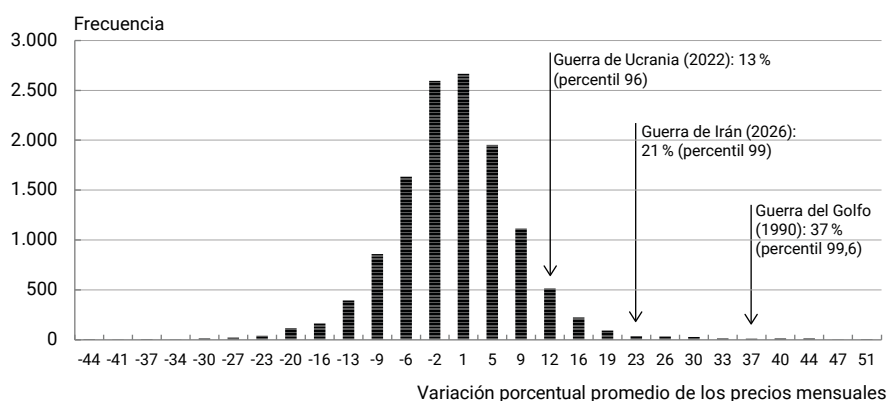
Gráfico 1.8

Fuerte incremento de los precios de las materias primas energéticas tras el inicio de la guerra en Irán

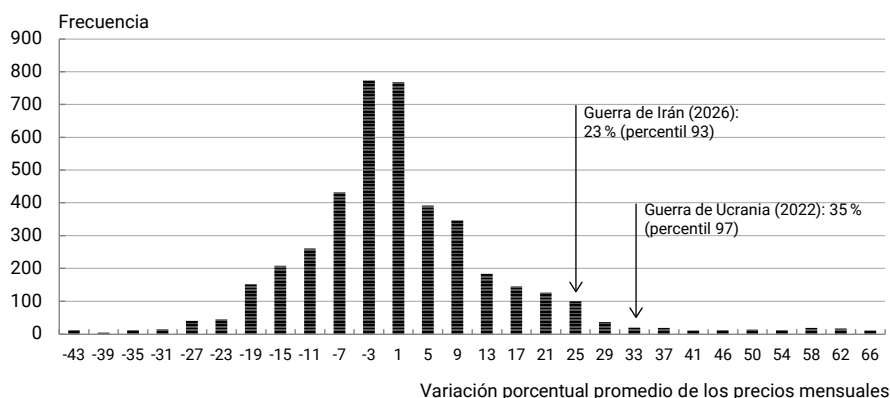
1.8.a Precio al contado y futuros del petróleo y del gas natural TTF



1.8.b Cambio porcentual de los precios reales del petróleo (brent) tras un mes



1.8.c Cambio porcentual de los precios reales del gas natural TTF tras un mes



FUENTES: LSEG y cálculos propios basados en las variaciones porcentuales quincenales de los precios de la energía.



niveles también reflejan una mayor persistencia del *shock* de la inicialmente prevista al comienzo del conflicto, lo que sugiere que, incluso en un escenario de reapertura del estrecho de Ormuz, la vuelta a la normalidad podría ser gradual. Ello respondería a la existencia de cuellos de botella en puertos y rutas marítimas, al tiempo que precisa

la reapertura de pozos e instalaciones afectadas y al proceso de recomposición de los inventarios hasta niveles más normales.

El conflicto presenta un rasgo diferencial respecto a episodios anteriores: la posible interrupción prolongada de la oferta energética, derivada de la práctica paralización del tránsito por el estrecho de Ormuz.

- La reducción del tráfico en el estrecho de Ormuz —un enclave por el que transitan cerca del 19 % del comercio marítimo mundial de petróleo y el 20 % de las exportaciones globales de gas natural licuado (GNL)— es de aproximadamente un 90 % desde el inicio de las hostilidades¹⁵.
- Esta reducción, unida a la destrucción parcial de infraestructuras y a la saturación de inventarios, que ha obligado al cierre temporal de pozos, habría afectado a alrededor del 13 % de la oferta mundial de petróleo y en torno al 20 % del suministro de GNL, con implicaciones potencialmente persistentes sobre la capacidad productiva.
- Las medidas de liberación de reservas estratégicas anunciadas por la Agencia Internacional de la Energía han contribuido parcialmente a mitigar las tensiones, si bien su alcance resulta limitado frente a la dimensión de la oferta afectada. La capacidad máxima de liberación —estimada en aproximadamente 2 millones de barriles diarios durante 200 días— continúa siendo sensiblemente inferior a la magnitud de la interrupción y se sitúa considerablemente por debajo de actuaciones previas de alcance similar (véase cuadro 1.2).

En este contexto de interrupción energética, las economías europeas se encuentran en una situación de mayor resiliencia, aunque mantienen una elevada dependencia de los combustibles fósiles.

- Los países europeos han reducido de forma apreciable su consumo primario de energía en los últimos años, un descenso que responde tanto a los avances registrados en materia de eficiencia energética como a los cambios experimentados en los patrones de demanda tras la pandemia. En el conjunto de la Unión Europea (UE), el consumo primario acumulaba en 2024 una caída cercana al 10,6 % respecto a 2019, mientras que en España la reducción fue algo más moderada, de en torno al 6,3 %. Este descenso ha venido acompañado de un aumento generalizado del peso de las energías renovables en el mix energético.
- Sin embargo, los combustibles fósiles aún representan 63 % del consumo energético total de la UE y el 66 % del consumo energético de España (véanse gráficos 1.9.a. y 1.9.b). Esta persistencia refleja, en parte, el todavía reducido grado de electrificación del conjunto de la economía, en particular en el sector del transporte. En términos agregados, la ratio de electrificación en España se sitúa en torno al 25 %, ligeramente por encima del 23 % de la media de la UE¹⁶.

15 El estrecho de Ormuz tiene una capacidad limitada de desvío hacia rutas alternativas. Incluso considerando la posibilidad de desvío, el 14 % de la oferta mundial de petróleo seguiría viéndose afectado.

16 En cambio, la ratio de electrificación del sector industrial se sitúa en el 33 % en la UE, frente al 31 % en España.

Cuadro 1.2
Respuestas de política de oferta ante shocks geopolíticos históricos

Evento	Disrupción de oferta	Duración	Uso de reserva estratégica	Flujo de liberación de reservas	Impacto: precio del petróleo	Impacto: inflación	Respuesta de política y eficacia
	(Mb/d)	(Meses)	(Volumen)	(Mb/d)			
1973-1974 Embargo petrolero árabe	~4,5 (déficit a países embargados)	~5	Ninguno (AIE formada en 1974)	N/A	↑ ~300%	El IPC de EEUU entró en niveles de dos dígitos (~12% en 1974); se produjo estanflación global.	Racionamiento de combustible, reducción de límites de velocidad, sustitución de combustibles en la industria (efecto limitado para el corto plazo); la crisis llevó a la creación de la AIE (1974) para la coordinación futura.
1978-1979 Revolución iraní	~4.8 (colapso de producción iraní; ~7% mundial)	~12	Ninguno	N/A	↑ >100 %	El IPC de EEUU volvió a situarse por encima del 10% (~13% en 1980); repunte de la inflación global y recesión.	No había disponible ningún alivio directo de la oferta; la Fed (presidente Volcker) impuso fuertes subidas de tipos para contener la inflación (acabó con la estanflación, pero provocó una profunda recesión).
1990-1991 Guerra del Golfo	~4.3 (exportaciones detenidas de Irak + Kuwait)	~6	AIE (hasta ~2.5 mb/d, aumento de suministro)	~2.0 (de reservas, planificado)	↑ ~110%	El IPC de EEUU aumentó entre 1 y 2 pp (hasta ~5,4% en 1990); contribuyó a la breve recesión de 1990-1991.	La liberación coordinada de la AIE y la contención de la demanda estabilizaron el mercado (hasta 2 mb/d procedentes de reservas); la rápida victoria militar en Kuwait puso fin a la interrupción del suministro, permitiendo que los precios bajaran.
2022 Guerra Rusia-Ucrania	Hasta ~3 mb/d posible; < 1 mb/d de pérdida neta real (suministro ruso desviado)	En curso (episodio agudo I TR-II TR 2022)	~AIE; 240 mb/d	~1.0	↑ ~50%	La inflación global alcanzó máximos de 40 años (EEUU ~9% y zona euro ~10% en 2022).	La inédita extracción de la Reserva Estratégica de Petróleo de EEUU liderada por este país (1 mb/d) ayudó a contener los precios del petróleo; Europa impuso un tope al precio del petróleo y diversificó el suministro de gas, evitando los peores escenarios de escasez energética a finales de 2022.
2026 Conflicto de Irán (Ormuz)	~18 (flujos del Golfo interrumpidos; ~10 mb/d de suministro global neto perdido)	En curso (comienzo en marzo 2026)	400 mb (AIE; despliegue coordinado)	~2.0 (máximo sostenible de reservas)	↑ ~50% hasta ahora	+0,8 pp (EEUU) y +1,1 pp (zona euro) sobre la inflación anual si el petróleo se mantiene por encima de 100 \$.	No hay solución a corto plazo: la liberación de 400 mb cubre menos del 10 % del flujo perdido; solo un alto el fuego puede restablecer realmente el suministro. Los bancos centrales afrontan el riesgo de estanflación (inflación al alza, crecimiento a la baja).

FUENTE: Banco de España.

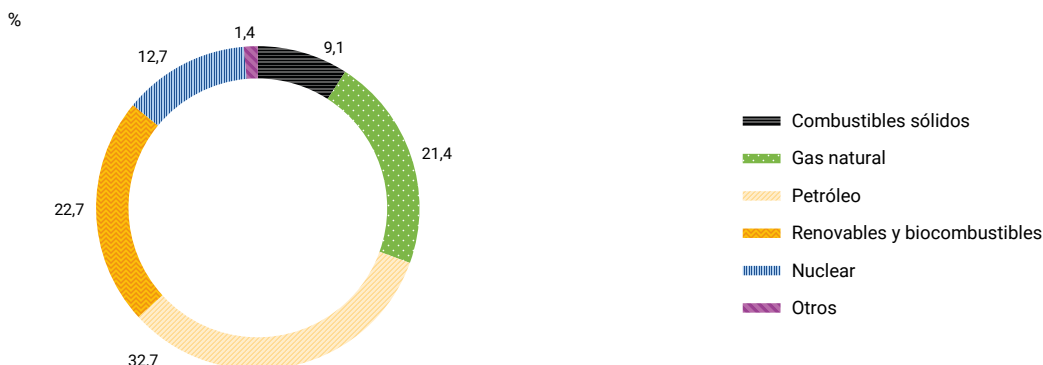
NOTA: «Mb/d» hace referencia a miles de barriles diarios.

- De igual modo, la composición de las importaciones de productos energéticos de la UE y España en lo referido a sus principales países proveedores se ha visto alterada de forma significativa en los últimos años a raíz de la invasión rusa de Ucrania. Así, entre 2019 y 2024, la importación por parte de la UE de productos energéticos provenientes de Rusia se ha sustituido por tres vías: el marcado aumento de la energía suministrada por Estados Unidos y Noruega, la relevancia adquirida por otros socios no europeos ya consolidados (Argelia,

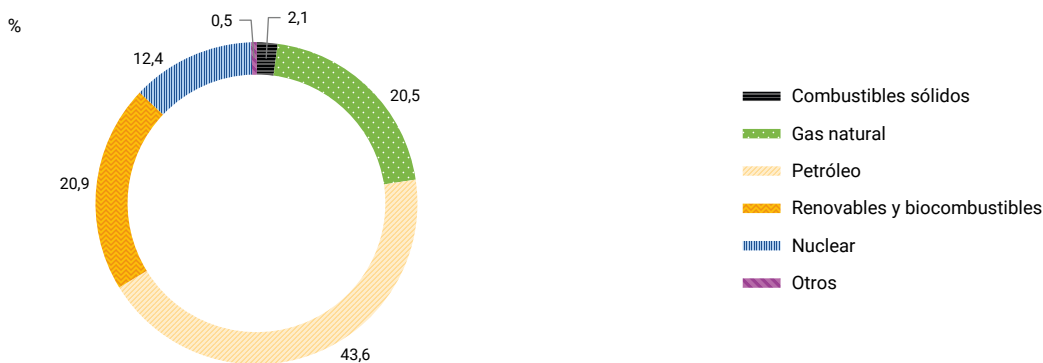
Gráfico 1.9

La dependencia de los combustibles fósiles en el conjunto de la UE sigue siendo muy elevada (a)

1.9.a UE



1.9.b España



FUENTE: Eurostat.

a Consumo primario no disponible en Eurostat. Se calcula como la diferencia entre el consumo interior bruto y los usos no energéticos tanto del sector energético como del consumo final. Datos de 2024.



Kazajistán, Arabia Saudí o Libia) y la diversificación del número de países proveedores (véanse gráficos 1.10.a y 1.10.b). En España, el mapa de proveedores extracomunitarios de energía ha cambiado en líneas parecidas, con el creciente peso de Estados Unidos como principal socio energético o la entrada de Brasil en el tablero de proveedores de mayor relevancia.

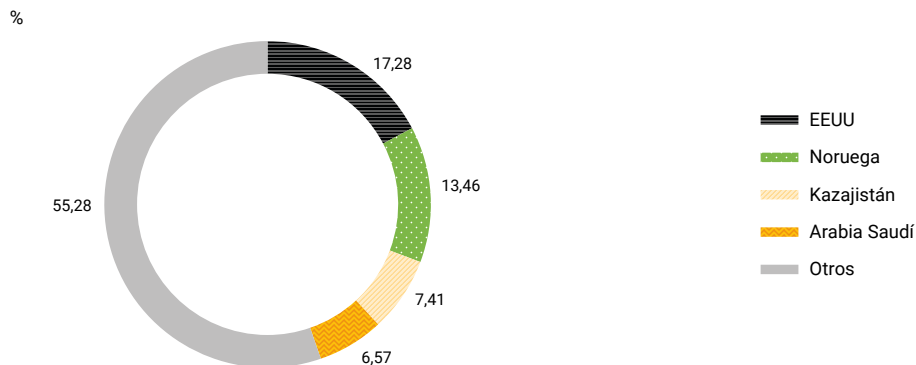
Más allá de la disrupción energética, el cierre del estrecho de Ormuz está generando también perturbaciones relevantes en otras cadenas globales de suministro de productos clave para los sectores agrícolas, químicos y tecnológicos.

- En particular, cerca de un tercio del comercio mundial de fertilizantes —incluidos urea, amoníaco y fosfatos— se ha visto interrumpido, mientras que la caída de la producción de azufre en el Golfo, que representa alrededor del 45 % de la oferta mundial, está tensionando adicionalmente los mercados de nutrientes agrícolas. Estas perturbaciones elevan los costes de producción del sector primario y reavivan los riesgos de inflación alimentaria,

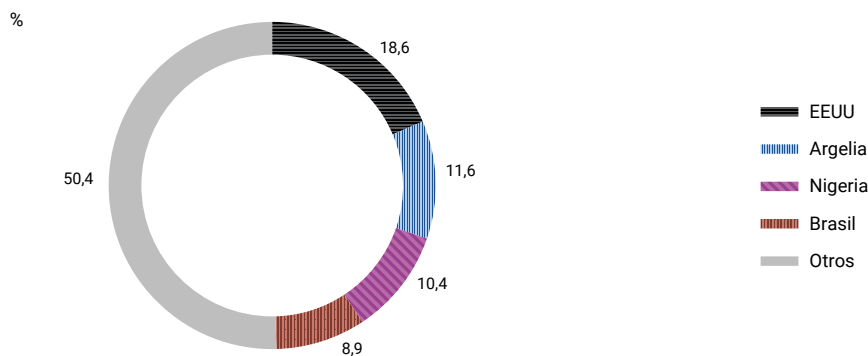
Gráfico 1.10

La composición de los proveedores de productos energéticos de la UE y España se ha visto alterada de forma significativa en los últimos años

1.10.a Mayores proveedores extracomunitarios de productos energéticos en 2024 de la UE (a)



1.10.b Mayores proveedores extracomunitarios de productos energéticos en 2024 de España (a)



FUENTE: Eurostat.

a Consumo primario no disponible en Eurostat. Se calcula como la diferencia entre el consumo interior bruto y los usos no energéticos tanto del sector energético como del consumo final. Datos de 2024.



especialmente en economías con alta dependencia de fertilizantes importados (véase gráfico 1.11.a).

- En el ámbito tecnológico, la posible interrupción del suministro de neón procedente de Irán —insumo esencial para la litografía avanzada— y la reducción del 25-30 % en la oferta mundial de helio derivada del cierre temporal de la producción en Qatar amenazan con generar cuellos de botella significativos en la industria de semiconductores.

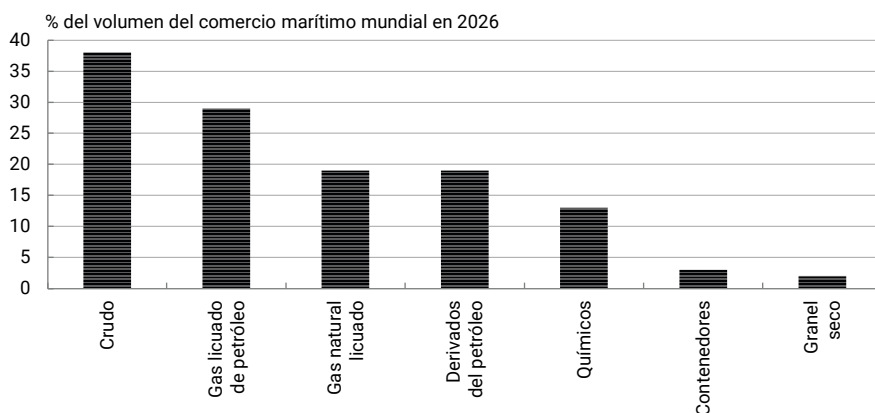
La economía europea presenta vulnerabilidades frente a posibles disrupciones en la oferta mundial de determinados insumos no energéticos exportados por los países de Oriente Medio.

- En concreto, el suministro de ciertos bienes —como fertilizantes, otros compuestos químicos y aluminio— se caracteriza por una elevada escasez en el mercado interno de la UE (medida

Gráfico 1.11

El cierre del estrecho de Ormuz afecta al comercio de petróleo y gas natural, pero también de fertilizantes y químicos

1.11.a Porcentaje del comercio marítimo mundial que atravesó el estrecho de Ormuz una semana antes del conflicto (a)



FUENTE: UNCTAD a partir de datos facilitados por Clarksons Research para 2026.

a En 2024, el volumen total de petróleo transportado a través del estrecho rondaba los 20 millones de barriles diarios (b/d), lo que equivale al 25 % del comercio mundial de petróleo por vía marítima. El crudo y el condensado representan 14 millones de b/d, mientras que los productos petrolíferos suponen 6 millones de b/d.



como las importaciones provenientes de fuera del área con respecto a las totales) y por la baja sustituibilidad que las importaciones extra-UE encuentran en las exportaciones de la Unión, es decir, por una insuficiente capacidad exportadora europea para sustituir las importaciones en caso de una interrupción abrupta en los flujos comerciales.

- Para algunos de estos productos, la exposición comercial directa de la UE a los proveedores de Oriente Medio es significativa, dado que se sitúa entre el 12 % y el 20 % en 2024, lo que pone de manifiesto una vulnerabilidad relevante en las cadenas de suministro europeas (véase cuadro 1.3). Además, en determinados bienes en los que Oriente Medio es un proveedor clave a escala global, la escasa exposición comercial directa de la UE no elimina su vulnerabilidad ante posibles disrupciones ligadas al conflicto. Estas disrupciones podrían materializarse, por ejemplo, si otros países optaran por imponer restricciones a sus exportaciones —como está ocurriendo en el caso de algunos fertilizantes— o si el conflicto se tradujera en incrementos significativos de los precios mundiales (véase cuadro 1.3).

En conjunto, el conflicto en Oriente Medio constituye el principal determinante del actual balance de riesgos global, con efectos adversos sobre la actividad y presiones alcistas sobre la inflación, más intensos en las áreas importadoras netas de energía.

- El conflicto ha sesgado el balance de riesgos a la baja para el crecimiento global y al alza para la inflación. Sus repercusiones potenciales están rodeadas de una elevada incertidumbre que, en vista de la evolución del conflicto y de las negociaciones, hace que dicho balance sea asimétrico, con una mayor probabilidad de que se materialicen escenarios adversos. La

Cuadro 1.3

La UE es vulnerable a interrupciones de oferta en productos no energéticos con producción relevante en Oriente Medio

	Cuota de Oriente Medio en las importaciones de la UE (%)	Cuota de Oriente Medio en las exportaciones globales (%)
Productos de alta vulnerabilidad para la UE (a)		
Ácido fosfórico	20	6
Fertilizantes fosfatados	17	12
Nitratos y nitritos	16	10
Aluminio en bruto	12	18
Elevada exposición indirecta (b)		
Amoniaco	0,5	23
Hierro de alta pureza	0,7	21
Semiproducidos de acero	1,0	11

FUENTE: Banco de España.

- a** Productos, definidos a cuatro dígitos, clasificados de alta vulnerabilidad para la UE en función de los indicadores de escasez dentro del mercado único y de baja sustituibilidad definidos por la Comisión Europea (importaciones extra-UE / importaciones totales > 0,5; indicador de baja sustituibilidad > 1), y para los cuales la cuota de Oriente Medio en las importaciones totales (intra + extra-UE) de la UE excede el 10 %.
- b** Productos que exceden los umbrales de los indicadores de escasez y baja sustituibilidad definidos por la Comisión Europea, y para los cuales la cuota de Oriente Medio en las exportaciones globales excede el 10 %.

prolongación del cierre del estrecho de Ormuz más allá de lo que se anticipaba al principio del conflicto, la magnitud y persistencia de los daños en infraestructuras energéticas y la capacidad de los mercados para reequilibrar los flujos comerciales condicionarán la trayectoria de los precios y la magnitud de los efectos sobre la actividad, especialmente en economías importadoras netas de energía.

- El impacto del conflicto depende principalmente de tres canales de transmisión. En primer lugar, el aumento de los precios de las materias primas energéticas y la interrupción en las cadenas de suministro componen un *shock* negativo de oferta, que aumenta especialmente los costes de los bienes y servicios intensivos en energía. Esta perturbación eleva la inflación y erosiona el poder adquisitivo. En segundo término, este impacto podría verse amplificado si emergen efectos de segunda ronda de precios y salarios, cuya probabilidad es más elevada en el caso de un desanclaje de las expectativas de inflación. Por último, la incertidumbre, junto a las expectativas de una política monetaria más restrictiva, podrían desencadenar un reajuste repentino de las valoraciones en los mercados financieros, lo que endurecería las condiciones financieras y lastraría la demanda agregada.
- Hasta ahora, el impacto macroeconómico de esta perturbación se ha visto limitado parcialmente gracias a las medidas adoptadas por las autoridades en un amplio conjunto de países, la liberación extraordinaria de inventarios de crudo y el dinamismo de la inversión en nuevas tecnologías. Con todo, las tasas de inflación están experimentando ascensos generalizados y las expectativas de política monetaria apuntan a un tono más restrictivo en las principales áreas económicas.

1.5 La evolución de los mercados internacionales en 2025 y la primera mitad de 2026

A lo largo de 2025, la evolución de los mercados financieros reflejó la interacción entre la resiliencia de la actividad económica y el aumento de la incertidumbre geopolítica y comercial. En este contexto, los tipos de interés a largo plazo mostraron una evolución 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.

- En el área del euro, el tipo OIS¹⁷ a diez años se situó en el 2,7 % a finales de 2025, 46 puntos básicos (pb) por encima de los niveles de finales de 2024. Esta evolución estuvo asociada a un aumento de las expectativas a largo plazo de los tipos de interés oficiales y, especialmente, de la prima a plazo (es decir, de la compensación que los inversores exigen por mantener deuda a vencimientos largos en sus carteras) (véase gráfico 1.12.a).
- Las rentabilidades a largo plazo de la deuda pública aumentaron con distinta intensidad entre los países del área del euro (véase gráfico 1.13.a). Este aumento fue más acusado en Alemania, condicionado en parte por los paquetes de expansión del gasto público, y en Francia, influenciado por el entorno político. En cambio, el incremento de la rentabilidad del bono equivalente español fue más moderado. Como resultado, el diferencial soberano a diez años de la deuda española frente al *Bund* alemán se redujo en 26 pb, hasta 43 pb al cierre del año. En Italia, por su parte, la rentabilidad apenas varió en el conjunto del año. Esta evolución más contenida en España e Italia reflejó la mejoría en la percepción de riesgos, en línea con la revisión al alza de las calificaciones crediticias de la deuda de estos países¹⁸.
- En cambio, la rentabilidad de la deuda pública estadounidense a diez años descendió en 40 pb a lo largo del año (véase gráfico 1.13.a). Esta evolución se vio impulsada por una revisión a la baja de las expectativas de tipos de interés oficiales, aunque dicho efecto se vio parcialmente compensado por el repunte de la prima a plazo (véase gráfico 1.12.b) en un contexto de creciente preocupación e incertidumbre sobre la política comercial de la Administración Trump. En cualquier caso, esta prima se sitúa en niveles moderados en términos históricos, aunque claramente por encima de los niveles excepcionalmente reducidos que se alcanzaron durante el período de expansión del balance de la Fed.
- En paralelo, en los mercados de renta variable, las valoraciones mostraron en términos generales una evolución alcista en 2025, interrumpida transitoriamente en abril por el episodio de turbulencias derivado de los anuncios arancelarios. Los índices bursátiles se revalorizaron tanto en Europa, con una intensidad destacada en España, como en Estados

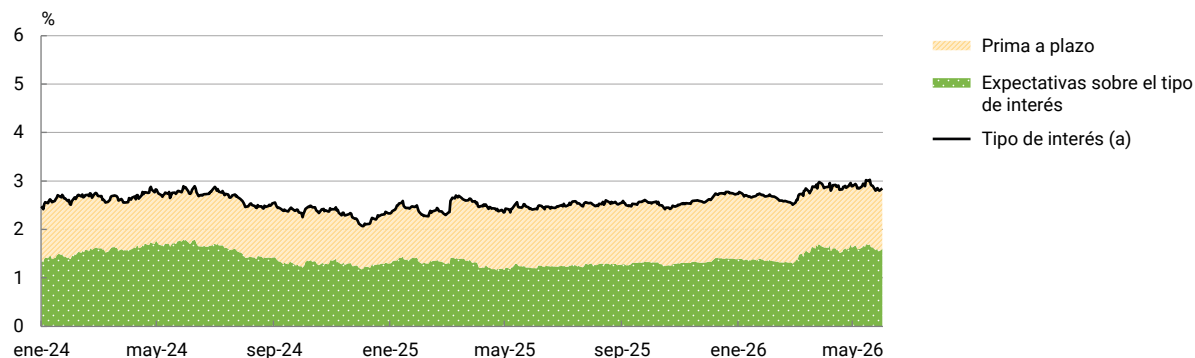
17 El OIS (*overnight index swap*) es considerado la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo en la Unión Económica y Monetaria (UEM). Se trata de la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día.

18 S&P, Moody's y Fitch elevaron la calificación de España en septiembre de 2025. Respecto a Italia, en mayo de 2025 Moody's elevó su perspectiva de «estable» a «positiva», en septiembre Fitch elevó su *rating* a BBB+, en octubre DBRS su *rating* a A (bajo) y en noviembre Moody's a BBB; asimismo, en enero de 2026 S&P elevó la perspectiva de «estable» a «positiva».

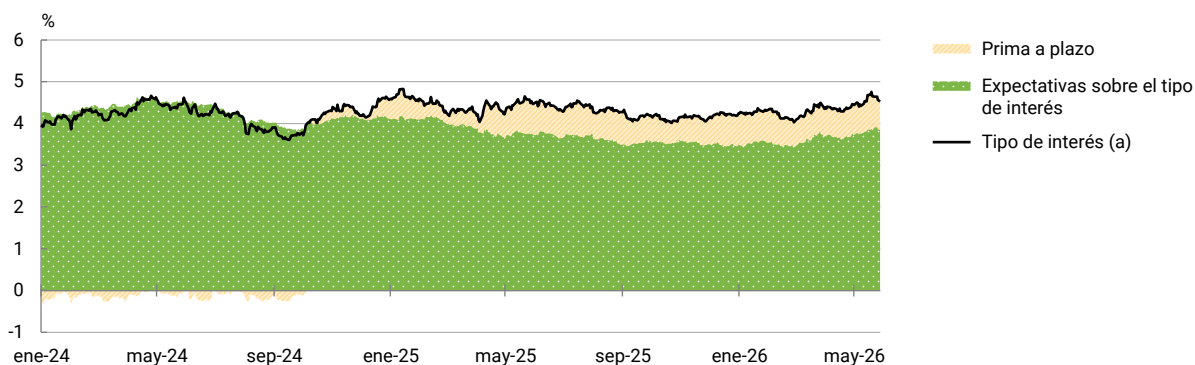
Gráfico 1.12

Evolución dispar de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y EEUU, si bien la prima a plazo aumentó en ambas áreas

1.12.a Descomposición del tipo OIS de la UEM a 10 años



1.12.b Descomposición del tipo de interés a 10 años de la deuda pública de EEUU



FUENTES: Bloomberg Data License, Banco de la Reserva Federal de Nueva York y Ricardo Barahona y María Rodríguez-Moreno. (2024). "Estimating the OIS term premium with analyst expectation surveys". Documentos Ocasionales, 2410, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/36253>. Última observación: 1.6.2026 (panel a) y 28.5.2026 (panel b).

a El tipo de interés corresponde al estimado por el modelo y se descompone en expectativas y prima a plazo.

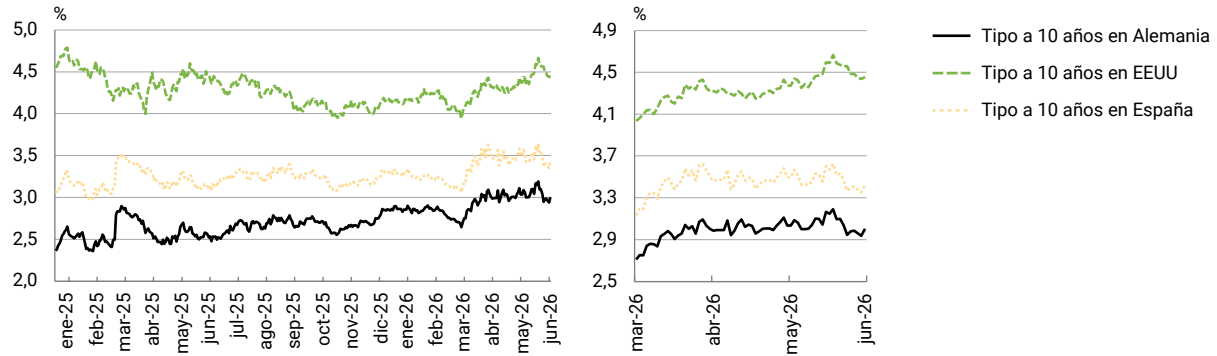
Unidos. En particular, en el conjunto del año, el EURO STOXX avanzó un 21 %, el IBEX-35 un 49 % y el índice estadounidense S&P 500 un 16 % (véase gráfico 1.13.b). Por su parte, el precio de las acciones de las principales empresas con un fuerte componente tecnológico en Estados Unidos, conocidas como «Magnificent-7», aumentaron un 22 % en 2025 —y un 323 % en el acumulado desde finales de 2022—, impulsadas por las valoraciones positivas en torno a la evolución de la inteligencia artificial.

- Por otro lado, en los mercados cambiarios, el euro se apreció un 6 % en términos efectivos nominales en el conjunto de 2025, impulsado por su fortalecimiento frente al dólar —del 13 %— (véase gráfico 1.13.c). Asimismo, la moneda única también registró avances frente a la libra esterlina y el yen japonés —del 5 % y el 13 %, respectivamente—. La fuerte apreciación del euro frente al dólar es consistente con el estrechamiento del diferencial de tipos de interés a dos años. La relación entre estas variables solo se rompió transitoriamente durante el episodio de tensiones financieras vinculado al anuncio de aranceles de abril.

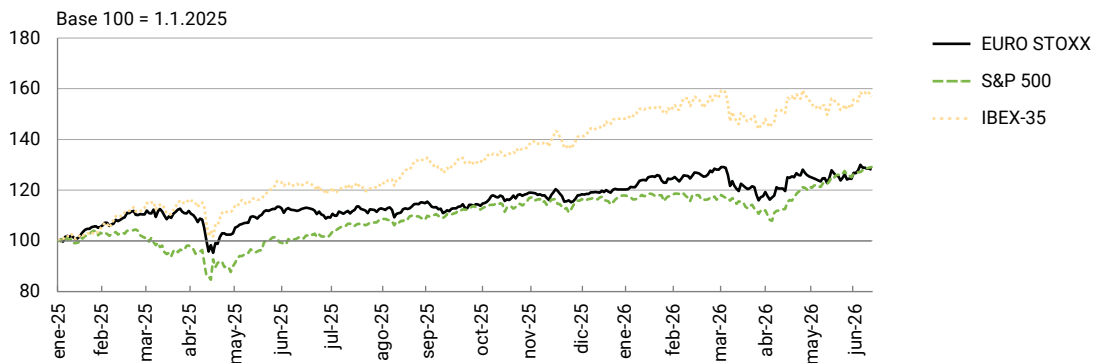
Gráfico 1.13

La escalada de las tensiones comerciales en abril de 2025 y, más recientemente, el conflicto bélico en Oriente Medio han condicionado la evolución de los mercados financieros a escala global

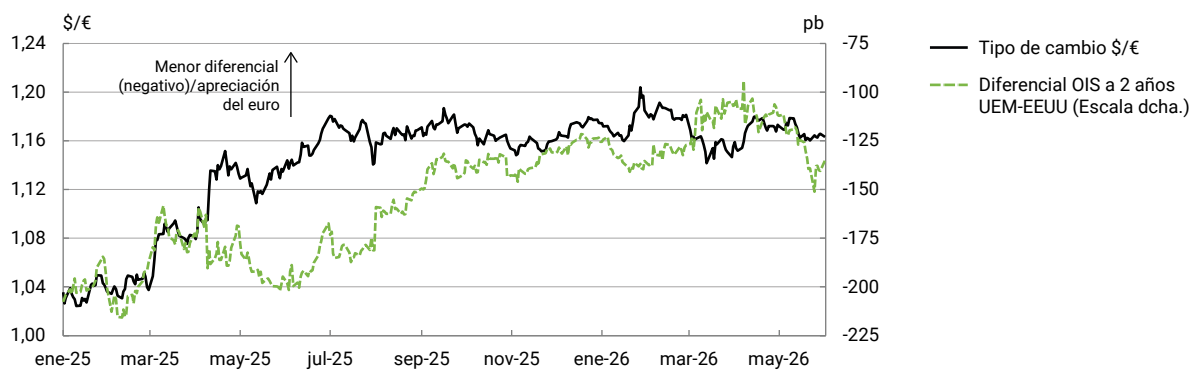
1.13.a Rentabilidades de las deudas soberanas



1.13.b Índices bursátiles



1.13.c Diferencial de tipos de interés entre el área del euro y EEUU y tipo de cambio bilateral

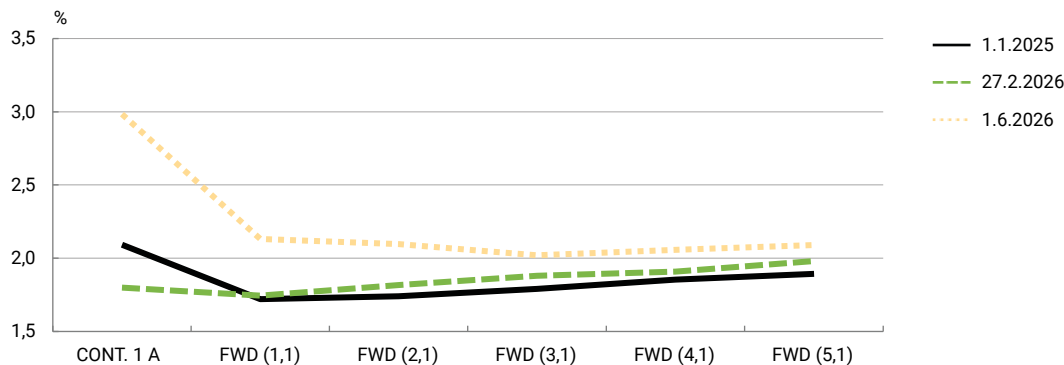


FUENTES: Bloomberg Data License y LSEG Datastream. Última observación: 1.6.2026.

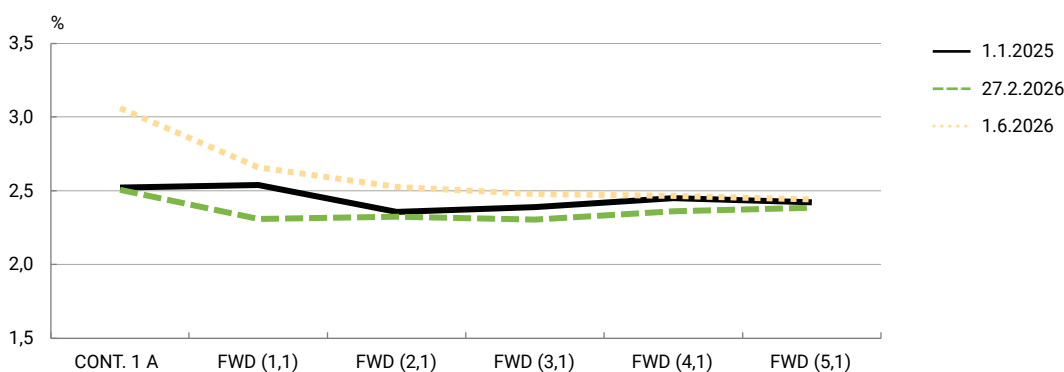
Gráfico 1.14

Los indicadores de mercado que aproximan las expectativas de inflación aumentaron tras el inicio de la guerra en Irán ante el repunte de los precios de la energía

1.14.a Compensación por inflación (a). UEM



1.14.b Compensación por inflación (a). EEUU



FUENTE: Bloomberg Data License.

a Calculada a partir de los *inflation-linked swaps* (ILS). CONT. 1A corresponde a la compensación por la inflación esperada por el mercado durante el próximo año. Los *forwards* [FWD(i, 1)] representan la compensación por la inflación esperada por el mercado durante un año dentro de i años.

El estallido de la guerra en Irán alteró las dinámicas de los mercados financieros a escala global, al suponer un *shock* de oferta con implicaciones inflacionistas.

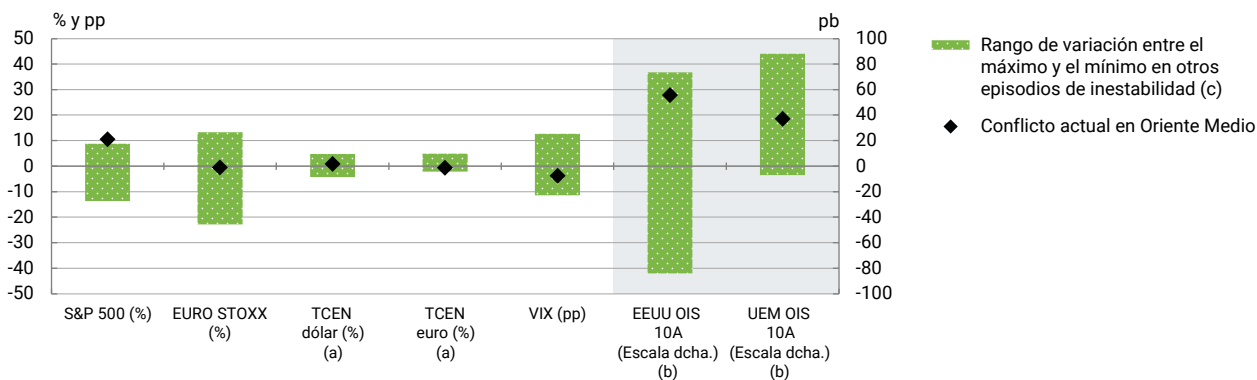
- El temor a mayores presiones inflacionistas se vio reflejado en un repunte de los indicadores de mercado que aproximan las expectativas de inflación tanto en Estados Unidos como en la UEM, especialmente en un horizonte de corto plazo (véase gráfico 1.14a).
- En este contexto, y a escala global, se produjo una revisión al alza de la senda prevista de los tipos de interés oficiales y se registraron aumentos de los tipos de interés de mercado, fundamentalmente en los plazos más cortos, así como caídas en algunos índices bursátiles y repuntes de la volatilidad.

No obstante, más allá de la reacción inicial, el análisis comparativo del conflicto en Oriente Medio con episodios anteriores de inestabilidad geopolítica y *shocks* severos de oferta apunta a una reacción contenida de los precios de los activos con riesgo.

Gráfico 1.15

Los efectos de la guerra en Irán en los mercados financieros han sido limitados en comparación con episodios pasados de inestabilidad geopolítica y crisis de oferta

1.15.a Variación en los indicadores de los mercados de renta variable y cambiarios (izqda.) y del tipo libre de riesgo (dcha.). Incluye la variación desde el inicio de la guerra en Oriente Medio y el rango de variación entre el máximo y el mínimo en otros episodios de inestabilidad



FUENTE: Bloomberg Data License. Última observación: 1.6.2026. Las variaciones registradas en el actual conflicto en Oriente Medio se calculan respecto al 27.2.2026.

a TCEN: tipo de cambio efectivo nominal.

b El OIS (*overnight index swap*) es considerado la tasa de referencia para los tipos de interés libres de riesgo. Es la tasa del componente fijo de un contrato *swap* de tipos de interés en el que el componente variable es el tipo de interés €STR a un día (JEM) o la tasa de los *Fed Funds* (EEUU) que estará vigente en el futuro (en este caso, dentro de 10 años).

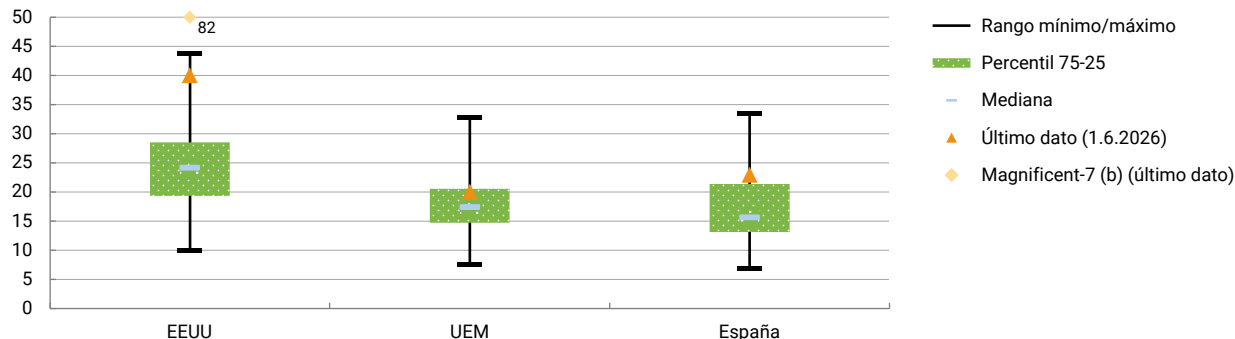
c Rango de variación entre el máximo y el mínimo en otros episodios de inestabilidad tras 66 días hábiles desde su inicio: guerra del Golfo (2.8.1990), ataques del 11-S (11.9.2001), guerra de Afganistán (7.10.2001), COVID-19 (21.2.2020), invasión de Ucrania (24.2.2022) y ataque a Irán (del 13.6.2025 al 24.6.2025).

- En comparación con los episodios previos, los movimientos más significativos se han producido en las rentabilidades a largo plazo (véase gráfico 1.15a). Así, desde el inicio del conflicto, el incremento de las rentabilidades del bono a 10 años en Alemania y Estados Unidos fue de 36 pb y 51 pb, respectivamente, mientras que en Japón fue de 56 pb, hasta alcanzar en este último país niveles no registrados desde 1997. En cualquier caso, en los países del área del euro, desde el inicio del conflicto y hasta la fecha de cierre de este Informe, el diferencial de la deuda soberana a 10 años con respecto al OIS ha experimentado variaciones contenidas, reduciéndose en 1 pb en Alemania y en España y aumentando en 10 pb en Italia.
- La reacción de los mercados bursátiles en el área del euro y en Estados Unidos ha sido limitada, tanto en términos absolutos como en comparación con episodios pasados, y heterogénea por áreas geográficas. Así, si bien el S&P 500 retrocedió puntualmente tras el inicio del conflicto bélico, posteriormente repuntó y desde entonces acumula una revalorización del 10,5%. Por su parte, el EURO STOXX, condicionado por la mayor exposición europea al *shock* debida a una dependencia más intensa de las importaciones energéticas, registra niveles un 0,6% inferiores a los previos al inicio del conflicto. Esta evolución agregada ha sido compatible con caídas más abultadas en los precios de las acciones de aquellas empresas pertenecientes a los sectores más afectados por la perturbación. Así, por ejemplo, en el EURO STOXX el sector inmobiliario y el relacionado con el turismo, que incluye las aerolíneas, han descendido en un 14,6% y un 6,4%, respectivamente, desde el inicio de la guerra.

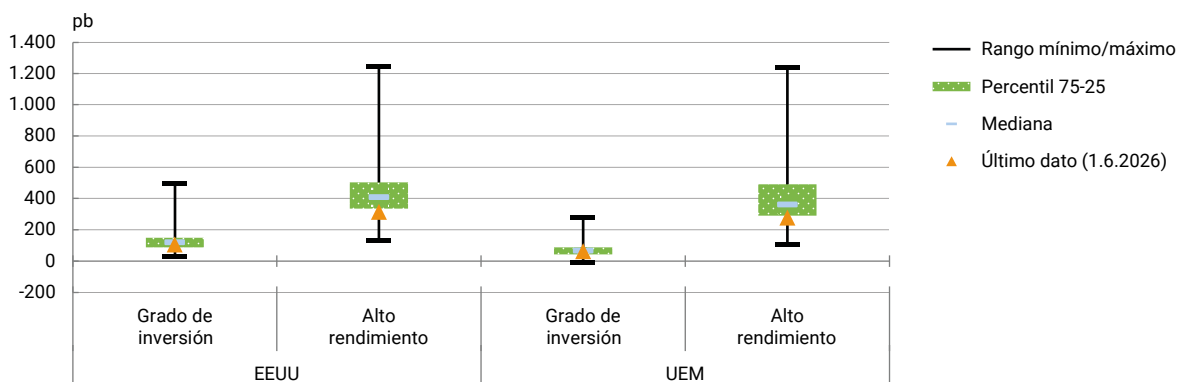
Gráfico 1.16

Persisten valoraciones elevadas en algunos segmentos de los mercados de renta fija y variable, especialmente en grandes empresas del sector tecnológico

1.16.a CAPE (a)



1.16.b Diferenciales de los bonos corporativos (c)



FUENTES: Banco de España, Bloomberg Data License y LSEG Datastream. Última observación: 1.6.2026.

- a Elaborada a partir de series mensuales de índices bursátiles construidas por Datastream desde 1985 para la UEM y EEUU y desde 1977 para España. La ratio CAPE se calcula como el valor del índice bursátil en términos reales (con IPC) sobre una media móvil de 10 años de los beneficios de las empresas que cotizan en el índice en términos reales.
- b Se incluye a Amazon, Apple, Google, Meta, Microsoft, Nvidia y Tesla.
- c Diferenciales corporativos respecto a la curva *swap*. Datos mensuales de las series desde 1998.

- El índice VIX, que mide la volatilidad implícita del índice S&P 500, experimentó un repunte acusado pero transitorio tras el inicio del conflicto. Cabe señalar que la volatilidad implícita ya mostraba una tendencia ascendente desde principios de 2026, condicionada por otros factores como las elevadas valoraciones de las empresas tecnológicas, las crecientes preocupaciones en torno al crédito privado, las tensiones territoriales sobre Groenlandia y los conflictos arancelarios. En cualquier caso, a fecha de cierre de este Informe, el índice VIX se sitúa en niveles contenidos en perspectiva histórica y por debajo del nivel registrado antes del inicio del conflicto en Oriente Medio.
- En los mercados cambiarios, el dólar se apreció tras el inicio del conflicto bélico, favorecido por el rol de Estados Unidos como productor de energía y recuperando su papel tradicional de activo refugio. En términos efectivos nominales, la divisa estadounidense acumula una

apreciación del 0,9 %, mientras que el euro se sitúa un 0,7 % por debajo de los valores registrados antes del estallido de la guerra.

En conjunto, el principal riesgo para los mercados financieros internacionales reside en una posible corrección abrupta de los precios de los activos con riesgo en un contexto de elevada incertidumbre y valoraciones elevadas, especialmente en empresas relacionadas con la inteligencia artificial.

- La valoración de determinados activos con riesgo sigue siendo históricamente elevada. En concreto, las primas de riesgo bursátiles se mantienen por debajo de su mediana histórica, en especial en Estados Unidos¹⁹. Asimismo, los ratios de valoración bursátiles —que relacionan los beneficios empresariales con sus cotizaciones en bolsa— son históricamente elevadas, particularmente en Estados Unidos y en las empresas integrantes del Magnificent-7 (véase gráfico 1.16.a). En este contexto, destacan los riesgos de mercado asociados a la inteligencia artificial, derivados tanto del elevado optimismo sobre su expansión como de su posible impacto negativo en los sectores más expuestos a esta tecnología.
- En paralelo, en el mercado de crédito corporativo, los diferenciales del segmento de alto rendimiento permanecen muy por debajo de su mediana histórica (véase gráfico 1.16.b).
- Por su parte, en los últimos meses se han registrado algunas tensiones en los mercados de crédito privado. La materialización de impagos y los problemas de liquidez experimentados en determinados segmentos —que han llegado a traducirse en limitaciones y suspensiones de reembolsos— han provocado correcciones en las valoraciones de los principales fondos de inversión especializados en crédito privado²⁰. Un eventual repunte de estas tensiones podría propagarse a otros mercados en un contexto de elevada interconexión financiera.

19 Banco de España (2026b).

20 Banco de España (2026b).

2 Moderada aceleración del crecimiento en el área del euro en 2025 y nuevos retos ante el *shock* de la guerra de Irán

En 2025, y pese al entorno internacional adverso, la actividad del área del euro aceleró su crecimiento, impulsada principalmente por la demanda interna. Este dinamismo reflejó una mejora del ciclo económico doméstico en un contexto de progresiva normalización de la inflación y de las condiciones financieras.

- El producto de la zona del euro creció un 1,4 % en 2025, la tasa más elevada de los últimos tres años —tras el 0,9 % en 2024 y el 0,4 % en 2023—.
- El principal motor del crecimiento fue el consumo privado —con una contribución de 0,8 puntos porcentuales (pp), 0,1 pp superior a la de 2024—, apoyado en el avance de la renta disponible real gracias al sólido crecimiento de los salarios nominales, la moderación de la inflación y una evolución aún favorable del empleo. Por su parte, la inversión recuperó dinamismo y aportó 0,6 pp al crecimiento, lo que supone una mejora de 1,2 pp respecto al año anterior. Por el contrario, la demanda externa restó 0,6 pp al crecimiento del PIB, en línea con el debilitamiento del entorno exterior.

Este comportamiento agregado ocultó, no obstante, una elevada heterogeneidad entre países.

- Las economías del sur de Europa e Irlanda²¹ registraron un ritmo de crecimiento más dinámico, mientras que Alemania y los países del Este mostraron un desempeño más débil (véase gráfico 1.17.a).
- En concreto, y tras dos años de contracción, Alemania creció un 0,2 %, muy por debajo del promedio del área del euro. Este menor dinamismo refleja, en parte, problemas estructurales de competitividad derivados de su aparato productivo y relacionados con el encarecimiento de los costes energéticos y la intensificación de la competencia procedente de China, factores que no fueron plenamente contrarrestados por las medidas de estímulo fiscal anunciadas.
- Por el contrario, el mayor dinamismo del turismo, del consumo privado y del empleo, así como la ejecución de proyectos vinculados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, impulsaron el crecimiento en el sur de Europa.

En paralelo a la evolución de la actividad, la inflación continuó moderándose a lo largo de 2025 y comienzos de 2026.

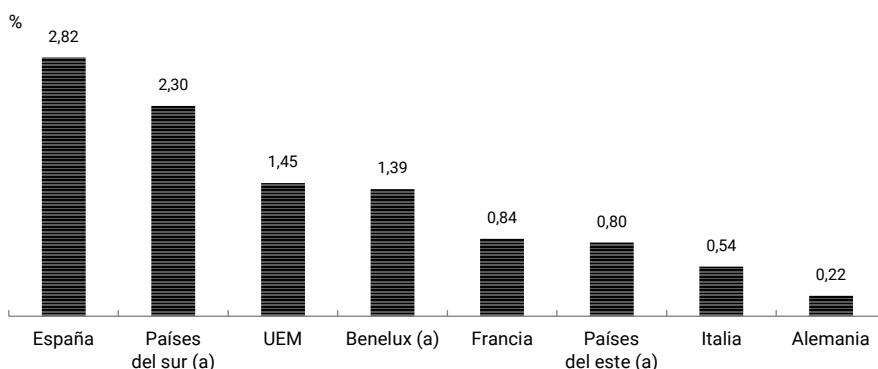
- En 2025, la tasa de inflación general descendió hasta el 2,1 % en promedio anual, tras el 2,4 % registrado en 2024. Este proceso se caracterizó por una evolución diferenciada entre componentes. Así, los precios energéticos disminuyeron, mientras que los alimentos continuaron registrando una inflación relativamente elevada (2,8 %, apenas 0,1 pp menos que en 2024).

21 Irlanda registró un crecimiento del 12,3 % en 2025.

Gráfico 1.17

La evolución del PIB en 2025 mostró disparidades entre los países de la UEM, con España en cabeza

1.17.a Tasa de crecimiento del PIB de los países de la UEM en 2025



FUENTES: Eurostat, Eurosistema, Banco de España y Refinitiv Datastream.

a Países del sur: Portugal, Grecia, Chipre, Malta y Croacia. Benelux: Países Bajos, Bélgica y Luxemburgo. Países del este: Austria, Finlandia, Eslovenia, Eslovaquia, Estonia, Letonia y Lituania.



- En el caso de la inflación subyacente, los servicios mantuvieron una elevada persistencia, con una tasa del 3,4 % en 2025 —a pesar de desacelerarse 0,6 pp respecto al año anterior—, si bien esta persistencia se vio parcialmente compensada por la baja inflación de los bienes industriales no energéticos, que se situó en el 0,6 %, su menor nivel desde la pandemia.

Los salarios mostraron en 2025 una moderación progresiva.

- En particular, el crecimiento de la remuneración por asalariado en el área del euro se mantuvo relativamente estable en 2025, con un promedio del 3,9 %, en un contexto en el que los salarios negociados se desaceleraron de forma significativa —hasta el 2,8 %, desde el 4,5 % en 2024— conforme se fueron normalizando las demandas salariales tras la recuperación del poder adquisitivo perdido durante el episodio inflacionista previo.
- No obstante, esta desaceleración se vio parcialmente contrarrestada por una evolución de la deriva salarial sorprendentemente elevada en algunos países, en parte relacionada con efectos estadísticos asociados a pagos extraordinarios en 2024, lo que sostuvo el crecimiento salarial agregado.
- Al mismo tiempo, la mejora del crecimiento de la productividad contribuyó a contener los costes laborales unitarios, mientras que los márgenes empresariales —medidos a través de los beneficios unitarios— mostraron una cierta recuperación, en línea con el ciclo.

A comienzos de 2026, el área del euro partía de una posición cíclica relativamente sólida, caracterizada por un crecimiento moderado pero sostenido y una inflación próxima al objetivo, aunque aún con señales de persistencia en algunos componentes.

- Los indicadores de actividad para el primer trimestre de 2026 apuntaban a una continuidad del crecimiento: el PIB aumentó un 0,1 % intertrimestral, cifra que se eleva al 0,2 % si se excluye la elevada volatilidad vinculada a Irlanda.
- Por el lado de los precios, la inflación general se situaba en el 1,9 % en febrero de 2026, muy próxima al objetivo del Banco Central Europeo (BCE), reflejando la moderación de los componentes más volátiles, en particular la energía. Con todo, la inflación de servicios seguía en niveles elevados (3,4 % en febrero).

La irrupción del conflicto en Oriente Medio supuso un cambio relevante en el entorno macroeconómico del área del euro.

- El conflicto en Oriente Medio ha motivado una revisión a la baja del perfil de crecimiento a corto plazo y una revisión al alza de la inflación en las proyecciones del BCE tanto de marzo como de junio de 2026. Este nuevo *shock* opera fundamentalmente a través del canal energético y afecta tanto a la inflación como al crecimiento y a las condiciones financieras. En comparación con las proyecciones de diciembre de 2025 del Eurosistema, las de junio de 2026 han revisado a la baja el crecimiento del PIB en 0,4 pp para 2026 (hasta el 0,8 %) y en 0,2 pp para 2027 (hasta el 1,2 %), mientras que la inflación se ha revisado al alza en 1 pp para 2026 (hasta el 2,9 %) y en 0,4 pp para 2027 (hasta el 2,2 %).
- Los primeros datos de inflación tras el estallido de la guerra confirman el repunte del componente energético en la Unión Económica y Monetaria, que pasó del -3,1 % interanual en febrero al 5,1 % en marzo y al 10,8 % en abril.
- Dado el elevado grado de incertidumbre asociado a estas hipótesis, cobra relevancia el análisis de escenarios alternativos al escenario central, que incorporan una perturbación energética más intensa y duradera, así como mayores efectos indirectos y de segunda ronda sobre la inflación, bajo el supuesto habitual de políticas monetarias y fiscales sin cambios respecto al escenario base.
- Así, en un escenario adverso (que asume una subida de los precios de la energía mayor y persistente en el tiempo), el crecimiento del PIB sería 0,1 pp inferior al del escenario central en 2026 y 0,3 pp menor en 2027, mientras que la inflación general sería 0,2 pp más elevada en 2026 y 0,7 pp en 2027. En el escenario severo (que asume una subida aún mayor de los precios de la energía que el adverso), el impacto sería más profundo y prolongado, con un crecimiento del PIB 0,3 pp inferior en 2026 y 0,9 pp en 2027, y una inflación significativamente más alta, 0,9 pp superior a la del escenario central en 2026 y 3 pp en 2027.

3 Las políticas europeas como respuesta a un entorno geopolítico cambiante

En este entorno de elevada incertidumbre, las políticas económicas del área del euro han evolucionado para acompañar el ajuste del ciclo y responder a los riesgos asociados al *shock* energético. Esta sección examina su orientación reciente y sus implicaciones para el escenario macroeconómico.

3.1 La política monetaria del Banco Central Europeo

En 2025, la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) atravesó por un proceso de relajación gradual, iniciado en 2024. Este proceso respondió a la moderación de la inflación y a la valoración de que el grado de restricción de la política monetaria seguía siendo elevado.

- Durante el primer semestre de 2025, el Consejo de Gobierno bajó hasta en cuatro ocasiones los tres tipos de interés oficiales del BCE. En conjunto, los tipos de interés oficiales se redujeron en 100 puntos básicos (pb) y el tipo de la facilidad de depósitos se situó en el 2 % en junio. Estas decisiones se adoptaron a la luz de la evidencia acumulada que indicaba que la inflación evolucionaba de forma consistente hacia una convergencia sostenible con el objetivo del 2 % a medio plazo.
- Durante la segunda mitad de 2025, el Consejo de Gobierno mantuvo los tipos de interés sin cambios, al considerar que se encontraban en un nivel adecuado para asegurar una convergencia sostenible de la inflación hacia el 2 %. Esta decisión respondió a la moderación de las presiones inflacionistas internas, la resiliencia de la actividad y un enfoque estrictamente dependiente de los datos, en un entorno global incierto.

Durante 2025, la normalización del balance del Eurosistema iniciada en 2022 continuó avanzando de forma gradual.

- A finales de año, el balance era de 6,3 billones de euros, frente a los 6,4 billones registrados al cierre de 2024, lo que refleja principalmente la reducción sostenida de las tenencias de valores en las carteras del Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés) y del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés).
- Los activos mantenidos con fines de política monetaria descendieron hasta los 3,7 billones de euros, 0,5 billones menos que un año antes, y su peso sobre el total de activos se redujo hasta el 60 %. El recurso de las entidades de crédito a las operaciones de financiación del Eurosistema se mantuvo limitado. En contraste, otros activos financieros aumentaron, fundamentalmente como consecuencia del encarecimiento del oro.

- En el pasivo, las reservas de las entidades de crédito se redujeron de forma significativa, mientras que el volumen de billetes en circulación permaneció prácticamente estable. El resto de las partidas del pasivo, incluidos los depósitos públicos y las cuentas de revalorización, registraron un aumento moderado.

En este contexto, la revisión estratégica de 2025 ha reforzado el marco de actuación del BCE ante *shocks* adversos y un entorno inflacionista más incierto.

- El 30 de junio de 2025, el Consejo de Gobierno publicó los resultados de la revisión periódica de su estrategia de política monetaria, de alcance más acotado que la revisión integral de 2021 y centrada en incorporar las lecciones derivadas del profundo cambio del entorno inflacionista.
- La evaluación reafirmó el objetivo simétrico del 2 % a medio plazo como elemento central de la estrategia y su orientación a medio plazo, que proporciona la flexibilidad necesaria para preservar la estabilidad de los precios en un entorno caracterizado por una elevada incertidumbre.
- Asimismo, subrayó la necesidad de reaccionar con suficiente contundencia o persistencia ante desviaciones amplias y prolongadas para evitar el desanclaje de las expectativas de inflación, y destacó la importancia de integrar sistemáticamente los riesgos, la incertidumbre y los análisis de escenarios en la toma de decisiones.
- En este marco, los tipos de interés oficiales continúan siendo el principal instrumento de política monetaria, complementado, cuando es necesario, por el resto de los instrumentos disponibles.

El *shock* energético plantea una disyuntiva compleja para la política monetaria del BCE, dada la elevada incertidumbre sobre la magnitud, persistencia y propagación del repunte inflacionista. Esta disyuntiva refleja la necesidad de distinguir entre perturbaciones transitorias y presiones inflacionistas más persistentes.

- La disyuntiva de política monetaria que afronta el BCE ante el actual *shock* energético radica en distinguir entre perturbaciones transitorias y desviaciones de inflación más amplias y persistentes. Dado que la política monetaria no puede influir directamente sobre los precios de la energía, el foco deberá situarse en evaluar si el *shock* se propaga hacia la inflación subyacente a través de efectos indirectos o de segunda ronda.
- La revisión de la estrategia del BCE aprobada el año pasado permite articular una respuesta graduada y dependiente de los datos: desde «mirar a través» de *shocks* pequeños y temporales hasta actuar de forma contundente si el desvío del objetivo del 2 % se amplía o se prolonga. La clave para un futuro residirá en gestionar los riesgos y preservar el anclaje de las expectativas de inflación en un entorno de elevada incertidumbre.
- En este contexto, en su reunión de junio el Consejo de Gobierno del BCE decidió aumentar los tipos de interés en 25 pb, subrayando la persistencia de las presiones inflacionistas en un entorno marcado por la incertidumbre geopolítica. La institución reconoció que la

prolongación del conflicto de Oriente Medio sigue intensificando los riesgos al alza para la inflación y a la baja para el crecimiento. El BCE subrayó que el impacto dependerá de la duración del *shock* energético y de su posible transmisión a la inflación subyacente, reiterando su enfoque dependiente de los datos y su compromiso con el anclaje de las expectativas de inflación.

3.2 El impulso a la competitividad de la economía europea

El diseño reciente de las políticas europeas se ha sustentado en la hoja de ruta trazada por los informes Letta y Draghi, que proponen un amplio conjunto de medidas para reforzar la productividad de la economía europea y revitalizar el mercado único. Estas iniciativas responden al diagnóstico de un deterioro relativo de la competitividad europea en un contexto de creciente competencia global.

- La adaptación de los informes a las prioridades de la actual Comisión Europea se recoge en la llamada Brújula de Competitividad, que se estructura en varias áreas transversales de actuación —como la simplificación regulatoria y el pleno aprovechamiento del mercado único— y en tres ejes centrales de mejora de la competitividad: el fomento de la innovación, la aceleración de la transición climática y el fortalecimiento de la seguridad económica.

De entre estos ámbitos, la simplificación regulatoria se ha convertido en uno de los principales focos de actuación.

- Las encuestas empresariales muestran de forma recurrente que las empresas europeas identifican la complejidad regulatoria como un factor que condiciona negativamente su actividad en un contexto de creciente competencia global²². En particular, la inestabilidad de las normas y su fragmentación entre los distintos Estados miembros de la Unión Europea incrementan la incertidumbre, elevan los costes de cumplimiento y tienden a retrasar o desincentivar la toma de decisiones de inversión.
- Para llevar a cabo la simplificación regulatoria, la Comisión Europea ha recurrido a la técnica legislativa de los paquetes ómnibus, que agrupan en un único instrumento legal enmiendas a múltiples normas. Hasta la fecha, ha presentado diez paquetes de este tipo. En principio, estos constituyen una herramienta eficiente para eliminar disposiciones obsoletas o redundantes y mejorar la coherencia del marco normativo²³.

Un segundo eje clave de actuación es la profundización del mercado único.

- La propuesta más importante para hacer que esos obstáculos desaparezcan es la creación de un marco societario europeo opcional que conviviría con los regímenes societarios

22 Banco de España (2025a).

23 En el caso de la regulación bancaria, el proceso de simplificación sigue un enfoque diferenciado. Como se detalla en el recuadro 1.2, la Comisión Europea prevé publicar en el verano de 2026 un informe sobre la competitividad del sistema bancario europeo, a partir del cual se articularán futuras propuestas regulatorias.

nacionales, lo que se suele denominar Régimen 28 y la Comisión llamó EU Inc. en la propuesta de reglamento que presentó en marzo de este año.

- Aunque abierto a todo tipo de empresas, el marco jurídico de EU Inc. está concebido principalmente para empresas innovadoras de reciente creación (*startups*) o en fase de expansión (*scaleups*). En consecuencia, introduce una simplificación de los requisitos, plazos y costes de creación de nuevas empresas e incorpora el principio de «solo una vez», por el que las empresas han de facilitar su información a las autoridades públicas en una única ocasión, permitiendo su reutilización por las distintas Administraciones competentes. Asimismo, incorpora el reconocimiento automático en todos los Estados miembros, lo que facilita la expansión transfronteriza.
- La propuesta refleja un compromiso entre ambición jurídica y viabilidad política: descarta la introducción de una normativa laboral y tributaria específica, por su recorrido previsiblemente limitado en la tramitación legislativa, y, aunque introduce algunos elementos de armonización de los procedimientos de insolvencia, mantiene la primacía del derecho nacional en este ámbito.

Además, la Comisión Europea ha impulsado iniciativas específicas para reforzar la innovación, acelerar la transición climática y reducir dependencias externas.

- En el ámbito de la innovación, se han propuesto, entre otras iniciativas, estrategias orientadas a impulsar un entorno favorecedor para la creación de empresas y su crecimiento posterior y a impulsar la adopción de tecnologías como la inteligencia artificial y la robótica.
- En cuanto a la descarbonización, las propuestas incluyen el Pacto por una Industria Limpia —orientado a facilitar la transición a tecnologías bajas en carbono— y el Plan de Acción para una Energía Asequible —con el objetivo de reducir el coste de la energía—.
- La recién anunciada Ley de Aceleración Industrial busca compatibilizar la reducción de las dependencias estratégicas externas y la aceleración de la transición climática con el refuerzo de la base productiva de la Unión Europea.

3.3 El impulso a la integración de los mercados de capitales europeos y a la simplificación del marco regulatorio y supervisor

En marzo de 2025, la Comisión publicó el plan de acción de la Unión de Ahorros e Inversiones (SIU, por sus siglas en inglés), con el objetivo de canalizar más eficazmente el ahorro europeo hacia la financiación de la inversión productiva. Este plan responde al diagnóstico de una infrautilización del ahorro europeo y a la necesidad de mejorar la asignación del capital dentro de la Unión Europea (UE).

- La evidencia disponible muestra que una mayor integración de los mercados de capitales europeos puede tener efectos positivos significativos. Estos efectos se canalizan tanto a

través de la reducción del coste del capital como mediante una mayor presencia de agentes proclives a la financiación de proyectos innovadores²⁴.

- Desde la perspectiva de la financiación empresarial, las iniciativas de la SIU incluyen la revisión del marco de titulaciones, concebida para que los bancos liberen capacidad de balance, y el fortalecimiento de los incentivos regulatorios a la inversión por parte de las aseguradoras y los fondos de pensiones, en determinadas clases alternativas de activos, como el capital privado, el capital riesgo o las infraestructuras.
- Por el lado de la oferta de financiación, la Comisión parte del diagnóstico de que, pese al elevado nivel de ahorro de los hogares europeos, una proporción demasiado elevada de este se materializa en depósitos bancarios de rentabilidad reducida que contribuyen de forma limitada a la financiación de la economía. En este ámbito, la Comisión tiene escasas competencias normativas, por lo que ha optado principalmente por hacer recomendaciones a los Estados miembros orientadas al desarrollo de los sistemas de pensiones complementarias, la introducción de productos sencillos de ahorro-inversión o el fomento de la educación financiera.
- En el ámbito de los sistemas de pensiones, las recomendaciones no vinculantes para los Estados miembros relacionadas con el segundo pilar incluyen la adscripción automática de los trabajadores a los planes de empleo. Además, la Comisión propone la revisión de la directiva relativa a los fondos de pensiones de empleo (IORP, por sus siglas en inglés), orientada a reducir la excesiva aversión al riesgo de sus carteras y a alinear mejor los incentivos y las responsabilidades de los gestores. En cuanto al tercer pilar, la Comisión ha propuesto la recalibración del producto paneuropeo de pensiones individuales para flexibilizar sus costes y sus carteras de inversión e incrementar su atractivo para un abanico más amplio de inversores.
- Por lo que respecta a las cuentas de ahorro-inversión, la Comisión ha recomendado unos principios comunes en su diseño que incluyen un tratamiento impositivo favorable, condicionado al mantenimiento de la inversión en un horizonte de largo plazo. Esta iniciativa está estrechamente vinculada con la estrategia para el fomento de la educación financiera, que es contemplada como un elemento esencial para impulsar la canalización del ahorro de los hogares hacia la inversión productiva.

En paralelo, la Comisión ha avanzado en la integración y en la convergencia supervisora de los mercados financieros. Además, el Paquete de Integración y Supervisión de Mercados (MISP, por sus siglas en inglés), presentado en diciembre de 2025, considera un conjunto ambicioso de medidas para superar la fragmentación de los mercados financieros europeos y aumentar la convergencia supervisora entre Estados miembros.

- En particular, el Paquete promueve la interoperabilidad e integración de las infraestructuras de mercado y crea un marco normativo único que facilitará las actividades transfronterizas.

24 Venditti, Caivano, Cova, Pallara y Pisani (2025).

- Asimismo, la Comisión integra en el MISP su agenda de innovación financiera digital. La adopción de las tecnologías digitales se considera una condición necesaria para que los mercados financieros europeos ganen escala y sean competitivos a nivel global. Con este fin, el Paquete amplía el alcance del régimen piloto de tecnologías de registro distribuido (DLT, por sus siglas en inglés) y busca asegurar que el marco regulatorio europeo mantenga su adaptabilidad y neutralidad ante posibles tecnologías emergentes.
- El Paquete persigue también una supervisión más eficiente de los mercados financieros, con una mayor convergencia entre supervisores y, en algunos casos, una transferencia de competencias al nivel europeo para la supervisión de los agentes con una elevada dimensión transfronteriza y carácter sistemático.

Por su parte, en el ámbito de la supervisión bancaria, el Eurosistema ha impulsado iniciativas complementarias destinadas a simplificarla y racionalizarla.

- Las iniciativas buscan reducir complejidades innecesarias y asegurar al mismo tiempo la capacidad de los supervisores para abordar riesgos nuevos. El objetivo es reforzar la resiliencia del sistema bancario europeo, así como aumentar su integración y competitividad ante un entorno marcado por una mayor incertidumbre y una creciente relevancia de riesgos no tradicionales.
- En este contexto, el Banco de España ha impulsado una reflexión interna articulada a través de un grupo de trabajo transversal, que ha permitido identificar áreas de mejora y desarrollar propuestas concretas en el marco regulatorio y supervisor (véase [recuadro 1.2](#)).

Asimismo, y en respuesta a la consulta específica de la Comisión Europea, el Eurosistema ha publicado sus propuestas para aumentar la competitividad del sector bancario europeo.

- El Eurosistema²⁵ considera que la competitividad del sector bancario se ve lastrada por una complejidad innecesaria y por la fragmentación entre países. En este contexto, reforzar la competitividad implica avanzar en la integración y la creación de condiciones que permitan a los bancos alcanzar economías de escala y diversificar sus operaciones, más que apostar por una desregulación.
- El Eurosistema propone que se progrese de forma sincronizada en elementos clave para completar la unión bancaria, incluidas medidas concretas para la creación de un sistema europeo de garantía de depósitos (EDIS, por sus siglas en inglés), con un calendario claro de aplicación. La zona del euro debe funcionar en mayor medida como una jurisdicción única en la que el capital y la liquidez circulen libremente en los grupos bancarios y todos los depósitos estén protegidos por igual.
- Las iniciativas para simplificar la normativa deben abordar la excesiva complejidad sin debilitar la resiliencia. Las reformas aplicadas tras la crisis financiera global fueron

25 Banco Central Europeo (2026).

fundamentales para restablecer la confianza en las entidades de crédito de la zona del euro: reforzaron la resiliencia de las entidades sin restringir su capacidad para financiar la economía.

Por último, cabe destacar que la escasez de activos seguros denominados en euros constituye un obstáculo importante en el desarrollo de los mercados de capitales europeos y de sus infraestructuras, así como para el refuerzo de la autonomía financiera y monetaria europea.

- El debate europeo sobre los activos seguros ha cobrado un renovado impulso en el actual entorno, caracterizado por mayores necesidades de financiación comunes, márgenes fiscales nacionales limitados y una mayor incertidumbre geopolítica. Existe un amplio consenso sobre que la zona del euro sigue enfrentándose a una escasez estructural de activos seguros denominados en euros, lo que limita la integración financiera, debilita los mercados de colateral y reduce la resistencia ante episodios de estrés financiero.
- Además, en el actual contexto de incertidumbre geopolítica, una mayor oferta de activos seguros denominados en euros reforzaría la autonomía financiera de Europa y canalizaría la creciente demanda global de diversificación por parte de los inversores. Asimismo, contribuiría a promover el papel internacional del euro y a consolidarlo como moneda global de reserva²⁶.
- La viabilidad de un instrumento de este tipo dependerá fundamentalmente de su diseño. Para cumplir su función sistémica, debe alcanzar una escala suficiente, una liquidez profunda, un respaldo creíble y un comportamiento sólido en situaciones de tensión, lo que plantea importantes retos institucionales. Por lo tanto, en los debates políticos y académicos²⁷ se identifican tres enfoques generales: aumento de la emisión a nivel de la UE, ampliando programas temporales como el *Next Generation EU* (NGEU) (opción más viable políticamente, pero de escala limitada a corto plazo); conversión de una parte de la deuda nacional existente (más eficaz para alcanzar escala, pero con importantes limitaciones jurídicas y políticas), y un enfoque secuencial con una combinación gradual de ambos.

26 El Eurosistema está impulsando diversas iniciativas orientadas a aumentar el atractivo internacional del euro y reforzar la soberanía monetaria europea, como el proyecto del euro digital, el rediseño de las líneas de liquidez para los bancos centrales de fuera de la zona del euro, la revisión de los servicios de liquidación mayorista en dinero de banca central o la interconexión de su sistema de pagos instantáneos (TIPS) con otros países.

27 Véanse, por ejemplo, Lane (2026), Blanchard y Ubide (2026) o Brunnermeier, Langfield, Pagano, Reis, Nieuwerburgh y Vayanos (2017).

4 El sólido crecimiento de la economía española en 2025

En un entorno de elevada incertidumbre global, asociada a las tensiones comerciales y geopolíticas, el dinamismo de la actividad en España mostró una notable resiliencia en 2025 y los primeros meses de 2026. Este comportamiento ha permitido que la economía española mantenga un crecimiento significativamente superior al del área del euro.

- A lo largo de 2025, el PIB avanzó un 2,8 % (véase gráfico 1.18.a) y mostró una cierta desaceleración respecto a 2024 (3,5 %), aunque se mantuvo claramente por encima del PIB del conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (1,4 %) y, en especial, del observado en las grandes economías del área, como Alemania (0,2 %), Francia (0,8 %) e Italia (0,5 %) ²⁸. Este crecimiento se estableció por encima de las estimaciones del crecimiento potencial —ligeramente superiores al 2 %—, ampliando la brecha de producción hasta alrededor de 1,5 puntos porcentuales (véase gráfico 1.18.b) ²⁹.
- El avance del PIB en 2025 se situó muy levemente por encima del anticipado a principios de año por el Banco de España (2,7 %) ³⁰ y por el consenso de los analistas. Esta leve sorpresa positiva se debió, principalmente, al mayor dinamismo de las exportaciones de servicios y de la inversión, parcialmente compensado por el repunte de las importaciones.
- Este crecimiento tuvo lugar en un contexto de mantenimiento del dinamismo demográfico, con un crecimiento de la población del 0,9 %, apoyado en los notables flujos de entrada de inmigrantes. Como resultado, el avance del PIB per cápita fue más moderado (1,8 %, tras el 2,4 % registrado en 2024), aunque, de nuevo, por encima del registrado en el conjunto de la UEM (1,1 %).
- La información disponible sobre la evolución de la actividad en el primer trimestre de 2026 muestra el mantenimiento de un crecimiento sólido, con un avance del 0,6 % en términos trimestrales, a pesar del *shock* energético asociado al conflicto de Oriente Medio, que intensificó significativamente la incertidumbre sobre la economía global a comienzos de 2026.
- Las perspectivas actuales ³¹ anticipan una desaceleración progresiva del ritmo de expansión de la actividad de la economía española, que estará condicionada por un contexto internacional marcado por el conflicto de Oriente Medio. En este escenario, el crecimiento del PIB se situaría en el 2,3 % en 2026 y en el 1,7 % en 2027. El *shock* energético asociado a la guerra de Irán es un condicionante fundamental de las perspectivas para la economía

28 Entre los países de la UEM, en 2025 el crecimiento del PIB en España solo se situó por debajo del observado en Irlanda (12,3 %), Malta (4 %), Chipre (3,8 %), Croacia (3,4 %) y Lituania (2,9 %).

29 En contraste con la brecha negativa que se mantuvo en 2025 en el conjunto de la UEM (−0,4 %, según las estimaciones de la Comisión Europea).

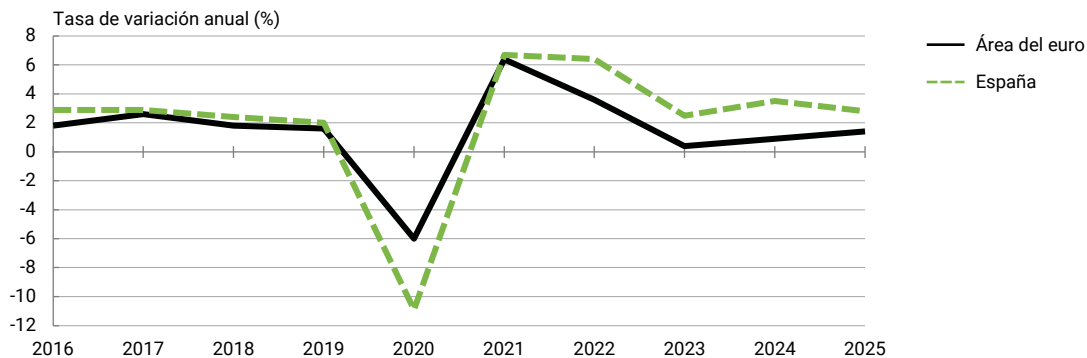
30 Banco de España (2025a).

31 Banco de España (2026c).

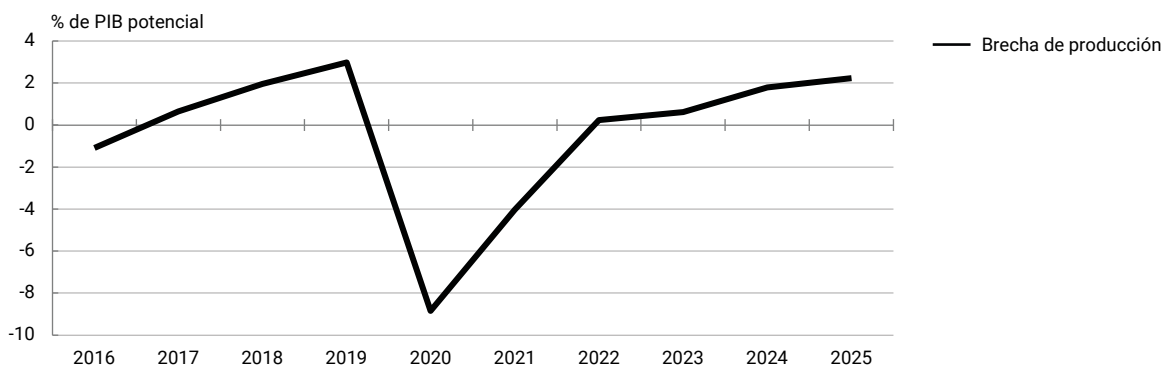
Gráfico 1.18

El crecimiento del PIB real se moderó hasta el 2,8% en 2025, se mantuvo por encima del registrado en la UEM (1,4%) y amplió la brecha positiva de producción

1.18.a PIB



1.18.b Brecha de producción



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



española. Se prevé que el *shock* energético elevará la tasa de inflación hasta el 3,6% en 2026, para reducirse posteriormente hasta el 2,6% en 2027.

- En todo caso, la gran imprevisibilidad sobre la intensidad y duración del conflicto bélico de Oriente Medio ha sumido a la economía global en un contexto de incertidumbre muy elevada, introduciendo riesgos sustanciales en torno a las perspectivas para la economía mundial y la española, lo que podría dar lugar a escenarios más adversos. La economía española se enfrenta, en todo caso, a esta perturbación inmersa en un ciclo expansivo de la actividad económica, fruto de diferentes factores que contribuirían a mantener un dinamismo relativamente elevado de la actividad en los próximos años. La menor exposición relativa de España al impacto del *shock* energético, gracias al aumento reciente del peso de las energías renovables en el mix energético de nuestro país, ha permitido reducir la dependencia de los precios de la electricidad de la evolución del precio del gas natural (véase recuadro 1.3).

4.1 La mejora de las condiciones financieras como apoyo al crecimiento de la economía en 2025

A lo largo del pasado año se produjo una progresiva reducción de los tipos de interés bancarios, que tendieron a estabilizarse en los primeros meses de 2026, en un contexto de mejora del acceso a la financiación, si bien con cierto deterioro tras el estallido de la guerra de Irán. En conjunto, la mejora de las condiciones financieras apoyó el dinamismo de la actividad, aunque este impulso comenzó a moderarse a comienzos de 2026.

- Durante 2025, el coste de la financiación bancaria continuó reduciéndose de forma generalizada. Estos descensos fueron algo más acusados en los créditos al consumo en el caso de los hogares y, en el caso de las empresas, en los préstamos de hasta un millón de euros (véase gráfico 1.19.a). No obstante, a principios de 2026 los tipos de interés bancarios se estabilizaron, manteniéndose en España por debajo de los de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en todos los segmentos, excepto en el de los empresarios individuales. En términos de diferencial respecto a los tipos de interés de mercado a los plazos correspondientes, los niveles se mantienen por debajo de los observados entre 2013 y 2019.
- En cuanto a las condiciones de acceso a la financiación, los criterios de concesión de préstamos se mantuvieron prácticamente estables, según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), mientras que las condiciones aplicadas experimentaron una ligera relajación (véase gráfico 1.19.b). Por su parte, la Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación (SAFE) mostró una mejora en el acceso a la financiación bancaria, gracias a la evolución positiva de la situación financiera de las empresas y a la mayor disposición de los bancos a conceder crédito. No obstante, tras el estallido de la guerra de Irán ambas encuestas mostraron un endurecimiento de la oferta de préstamos y de las condiciones de financiación.

En este contexto de mejora gradual de las condiciones financieras, el saldo de crédito a hogares avanzó a un ritmo superior al del crédito concedido a las empresas.

- Las nuevas operaciones de crédito a los hogares mostraron un comportamiento muy dinámico en 2025, con un crecimiento del 20,6 %; destacan los aumentos del crédito destinado a la adquisición de vivienda (25,3 %) y del crédito al consumo (20,7 %). Este dinamismo se trasladó al saldo vivo de crédito, con un aumento interanual del saldo de hipotecas del 4,1 % en febrero de 2026 y del 12,9 % del crédito al consumo.
- En cambio, el crédito al sector empresarial experimentó una evolución más moderada, con un aumento del 11 % en el caso de las empresas y un 3,5 % en el de los autónomos, manteniendo el saldo vivo de crédito en este segmento un aumento de en torno al 3 % en 2025.

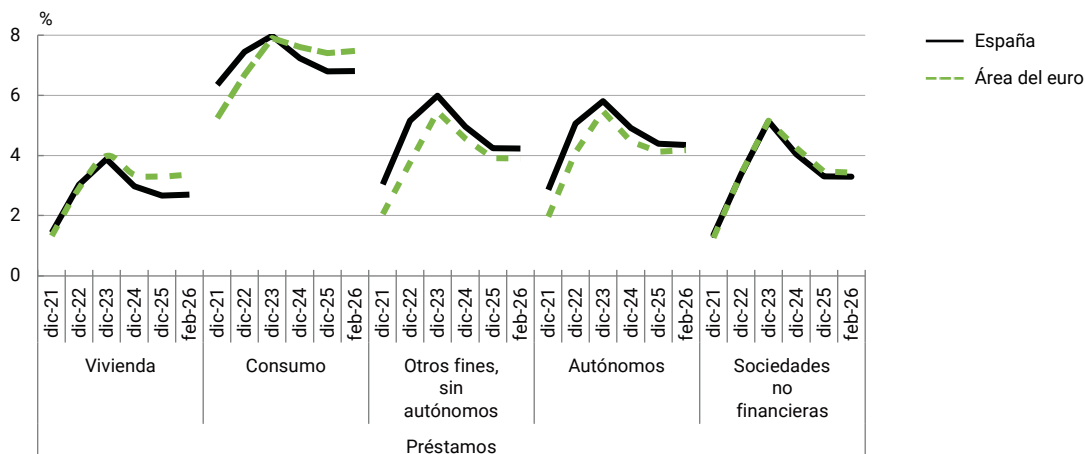
4.2 La demanda interna privada como motor del crecimiento

El consumo privado mantuvo un crecimiento sólido en 2025, impulsado por el dinamismo del consumo en bienes duraderos y apoyado en el crecimiento de las rentas laborales, en un

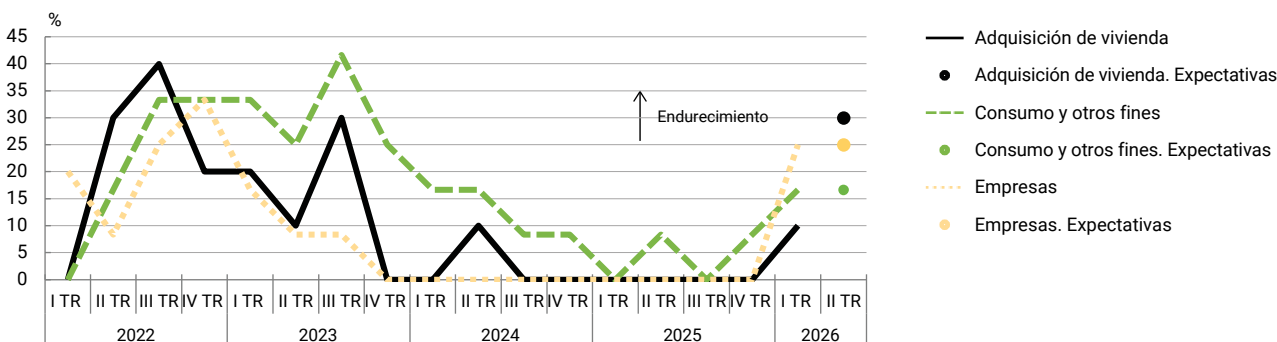
Gráfico 1.19

El coste del crédito dejó de reducirse en los primeros meses de 2026 y el acceso a la financiación de los hogares y las empresas mostró signos de empeoramiento

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



1.19.b Variación de los criterios de aprobación de préstamos en España. EPB (b)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Son tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones. Están ajustados por componente estacional e irregular.
- b EPB. Los bancos respondieron entre el 19 de marzo y el 7 de abril, al menos 20 días después del estallido de la guerra de Irán. Porcentaje de entidades que señalan un endurecimiento menos el de las que señalan una relajación.



contexto en el que la tasa de ahorro permaneció elevada en términos históricos. Este comportamiento consolidó el papel del consumo privado como principal motor del crecimiento de la demanda interna.

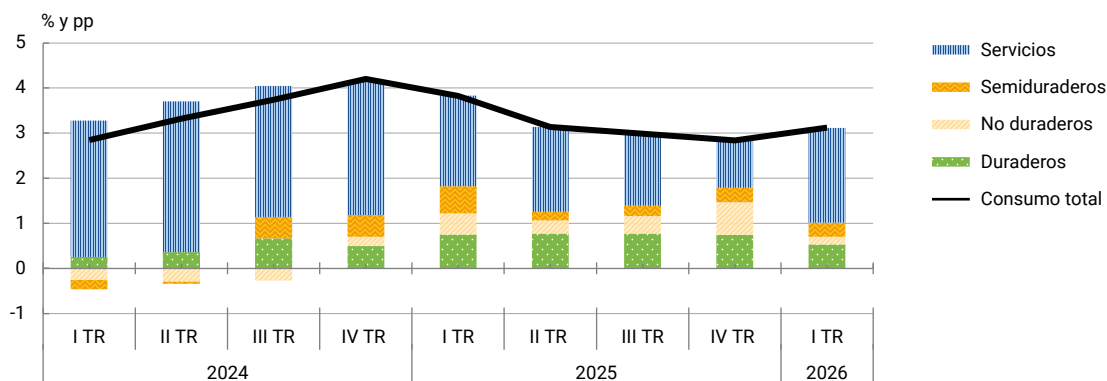
— Durante 2025, el consumo de los hogares creció un 3,4 %, algo por encima del avance registrado en 2024 y del promedio registrado desde 2017³². Este dinamismo se apoyó en la

32 Entre 2017 y 2024, el crecimiento medio del consumo privado fue del 2,6 %, excluyendo los años 2020 y 2021 por estar muy afectados por la pandemia.

Gráfico 1.20

El aumento del consumo privado se apoyó en el dinamismo de los bienes duraderos

1.20.a Tasa de crecimiento interanual del consumo final interior de los hogares y contribuciones de grupos de bienes y servicios (a)


FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Contabilidad Nacional Trimestral).

a La contribución de cada componente al consumo total se calcula a partir de las tasas de variación intertrimestral de los índices de volumen encadenados, ajustados de estacionalidad y calendario utilizando los pesos de cada componente en precios corrientes.



mejora de las condiciones financieras, así como en un entorno de dinamismo de las rentas y la riqueza de los hogares³³.

- Por tipo de bienes, destacó el aumento del gasto en bienes duraderos (véase gráfico 1.20.a), que mostró avances superiores al 10 %, mientras que los servicios moderaron su crecimiento hasta el 2,8 %. Con una perspectiva temporal algo más amplia, en el actual ciclo expansivo de la economía española el avance del consumo se ha sustentado en el incremento del gasto en actividades de ocio, que creció un 8 % en 2024 y cuyo peso en el consumo total se situó en el 21,9 %, 1,6 puntos porcentuales (pp) por encima del observado en 2017.
- El impacto del conflicto de Oriente Medio sobre los precios energéticos apunta a una reducción de las rentas reales de los hogares, en línea con lo observado tras el estallido de la guerra de Ucrania en 2022, si bien las rebajas impositivas a los carburantes y la electricidad aprobadas en el Real Decreto-ley 7/2026 suavizarían el impacto del conflicto (véase recuadro 1.4).

La evidencia microeconómica disponible muestra que el aumento de la tasa de ahorro observado desde 2017 ha sido generalizado por colectivos, en un contexto de mayor incertidumbre, inflación elevada y condiciones financieras relativamente restrictivas. Este comportamiento ha contribuido a reforzar la posición financiera de los hogares en los últimos años.

- A lo largo de 2025, la tasa de ahorro de los hogares se mantuvo en niveles elevados: se situó en el 12 %, por debajo del 14,9 % observado en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria

33 Desde 2021-2022, el dinamismo de la renta y la riqueza neta de los hogares se observa especialmente en la parte inferior de ambas distribuciones, según los datos de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF).

Cuadro 1.4
El aumento de la tasa de ahorro fue generalizado por grupos de población entre 2017 y 2024

%

	Incremento de la tasa de ahorro entre 2017 y 2024 (a)	Contribución al aumento de la tasa de ahorro agregada
Nivel educativo		
< bachillerato	17,9	6,0
Bachillerato	15,0	3,3
Superior	12,0	5,3
Edad		
< 34	19,4	1,2
35-44	8,3	1,3
45-54	16,0	3,8
55-64	15,4	3,6
> 65	13,9	4,3
País de nacimiento		
España	15,4	13,1
Extranjero	16,4	2,4
Régimen de tenencia de la vivienda		
Propietario con hipoteca	15,4	7,7
Propietario sin hipoteca	12,6	3,7
Alquiler/cesión	16,0	3,3
TOTAL	14,4	

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística [Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) y Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF)] y Banco de España.

a El ahorro se define como la diferencia anual entre la renta disponible y el gasto de los hogares. La medida de gasto se obtiene de la EPF y contiene todos los gastos, excepto los alquileres imputados de la vivienda en propiedad. La medida de renta se obtiene de la ECV (2018 y 2025). El cuadro muestra la evolución de la ratio agregada de ahorro sobre renta (calculada a partir de encuestas) entre 2017 y 2024. La contribución de cada grupo se calcula multiplicando el cambio mostrado en las columnas por el peso de cada grupo en la renta agregada.

(UEM), pero claramente por encima del promedio histórico desde 1999 (8,7 %). El leve descenso de la tasa de ahorro en 2025 (0,7 pp) contribuyó a mantener el dinamismo del consumo en un contexto de aumento de la renta disponible algo inferior al de los dos años precedentes (2,7 % en términos reales).

- Con información microeconómica a partir de encuestas a hogares³⁴, se confirma el carácter generalizado del aumento de la tasa de ahorro por grupos de población (véase cuadro 1.4). Durante el período 2017-2025, el aumento de la tasa de ahorro habría respondido a factores comunes asociados a un contexto de mayor incertidumbre, inflación más elevada y condiciones financieras más estrictas³⁵. En este período, la composición del ahorro se desplazó hacia depósitos a plazo, cuentas de ahorro y participaciones en sociedades —estas últimas especialmente en los hogares con mayor riqueza—, lo que contribuyó al aumento de la riqueza financiera, según la EFF de 2024.

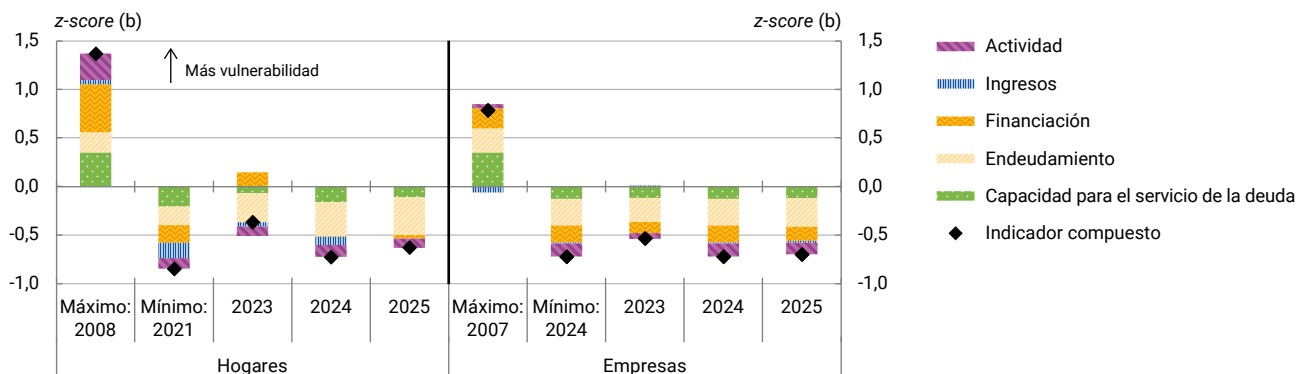
³⁴ Para más detalles, véase Anghel, Barceló y Villanueva (2019).

³⁵ En esta línea, en Banco Central Europeo (2025) se señala que tanto los factores cíclicos como los comportamentales han contribuido a que la tasa de ahorro permanezca alta, aunque estable.

Gráfico 1.21

La vulnerabilidad financiera agregada de los hogares se sitúa en un nivel históricamente reducido

1.21.a Indicador compuesto de vulnerabilidad de los hogares y las empresas (a)



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Valores positivos (negativos) indican una mayor (menor) vulnerabilidad financiera que la media en el período de referencia (de 2005 al IV TR 2025). Para más detalles de la composición del indicador, véase el recuadro 2 del Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas del segundo semestre de 2024.
- b En cada fecha, el z-score muestra el número de desviaciones típicas (al alza o a la baja) del indicador sobre la media de todo el período 2005-IV TR 2025.



- Esta buena posición financiera se reflejó en el descenso del endeudamiento de los hogares hasta el 68,1 % de la renta bruta disponible, cerca del mínimo registrado a principios de este siglo y unos 14 pp por debajo del observado en el conjunto de la UEM. Además, la EFF muestra una reducción tanto de la proporción de hogares endeudados como del valor mediano de la deuda desde 2022, especialmente entre los hogares con menor nivel de riqueza.
- En esta dirección apunta también un indicador de vulnerabilidad financiera de los hogares —definido como la media aritmética de la capacidad para hacer frente al servicio de la deuda, el nivel de endeudamiento, la financiación, los ingresos y la situación laboral— que muestra una posición financiera favorable, situándose a finales de 2025 0,6 desviaciones típicas por debajo de su media desde 2005 (véase gráfico 1.21.a)³⁶.

La inversión productiva repuntó en 2025, lo que confirma una notable recuperación en los últimos años, impulsada por la inversión en equipo y en intangibles. Este dinamismo ha contribuido a reforzar el crecimiento y la capacidad productiva de la economía.

- En 2025, la formación bruta de capital fijo mostró un notable dinamismo, con un avance del +5,8 %, frente al 3,6 % de 2024. Destacó el repunte de la inversión en bienes de equipo (+7,4 %), aunque la inversión tanto en activos intangibles como en otras construcciones también mostró tasas de avance superiores al 5 %.

36 Asimismo, se produjo una mejora de la calidad crediticia de la cartera de préstamos bancarios concedidos a los hogares, con un descenso de los préstamos dudosos y de aquellos en situación de vigilancia especial. Para mayor detalle, véase Banco de España (2026b).

- En particular, el dinamismo de la inversión en intangibles ha contribuido al crecimiento económico, en la medida en que se encuentra una asociación positiva entre la inversión en tecnologías de la información y la comunicación (TIC), en activos tanto tangibles como intangibles, con el crecimiento del PIB per cápita³⁷. La información individual de la Central de Balances apunta a que el dinamismo inversor reciente ha estado impulsado por las empresas jóvenes y más productivas³⁸.
- La favorable situación financiera de las empresas contribuyó al buen comportamiento de la inversión y permitió una ligera reducción de la ratio de endeudamiento, hasta el 311 % del excedente bruto de explotación a finales de 2025, por debajo de su promedio desde el año 2000 (424 %) y en línea con el observado en la UEM. Asimismo, un indicador de vulnerabilidad financiera —definido de forma análoga al de los hogares— muestra una sólida posición financiera de las empresas y a finales de 2025 se situó en 0,7 desviaciones típicas respecto a su media desde 2005, un valor cercano a sus niveles mínimos.

La inversión residencial ganó impulso a lo largo de 2025. Este dinamismo reflejó el fuerte aumento de la demanda de vivienda en un contexto de oferta limitada³⁹.

- Esta evolución se sustentó en la mejora de la capacidad adquisitiva de los hogares, asociada a las ganancias de empleo y el crecimiento de sus rentas reales, el aumento de la población, el cambio gradual hacia hogares más reducidos y el atractivo inversor de la vivienda. En conjunto, estos factores impulsaron la demanda residencial. De este modo, la inversión residencial creció un 5,1 % en 2025 y se situó en el 5,8 % del PIB, nivel algo superior al registrado en la UEM (5,4 %).
- Este dinamismo de la demanda, en un contexto de oferta contenida, se trasladó a los precios de la vivienda. Como consecuencia del desequilibrio entre oferta y demanda, el precio de la vivienda mantuvo un crecimiento elevado (12,7 % en 2025, su mayor aumento anual desde 2007). En todas las comunidades autónomas el precio se aceleró en 2025, en especial en la modalidad de vivienda usada, hasta registrar tasas de crecimiento de dos dígitos de forma generalizada. Con ello, el precio de la vivienda en 2025 se situó un 20 % por encima de su nivel de 2007, aunque en términos reales permanece aproximadamente un 17 % por debajo del máximo observado en 2007.

4.3 La aportación negativa del sector exterior al crecimiento en 2025

En contraste con el comportamiento de los últimos años, la contribución del sector exterior al crecimiento de la economía española fue negativa en 2025, lo que refleja, fundamentalmente, el repunte de las importaciones de bienes.

37 Filip, Pérez González y Setzer (2026) encuentran que las diferencias en la composición de la inversión ayudan a explicar las disparidades en el crecimiento económico entre países de la Unión Europea para el período 1996-2021.

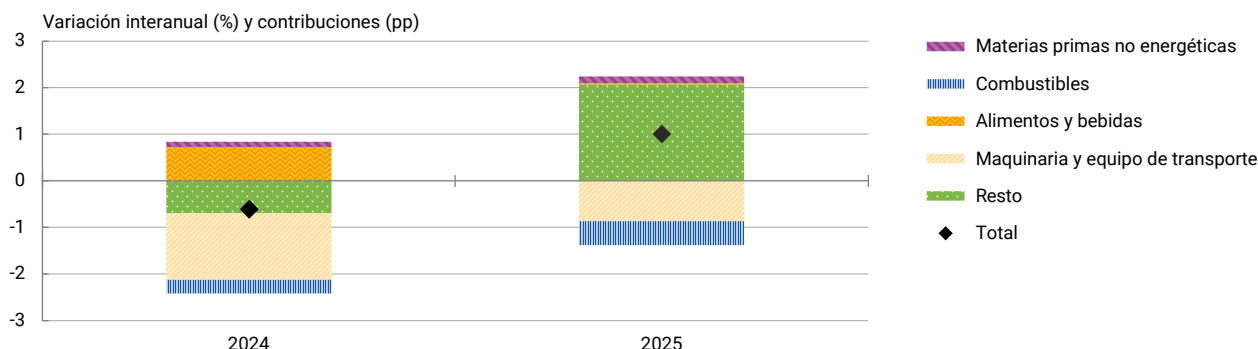
38 En particular, con información hasta 2024, las empresas con menos de cinco años que realizan inversiones han aumentado su tasa de inversión mediana en 10 pp, frente al aumento de unos 7 pp observado en las empresas más maduras. En el capítulo 3 de este Informe se profundiza en el análisis del vínculo entre inversión y productividad a nivel de empresa.

39 En el capítulo 2 de este Informe se analizan en detalle los desarrollos recientes del mercado de la vivienda.

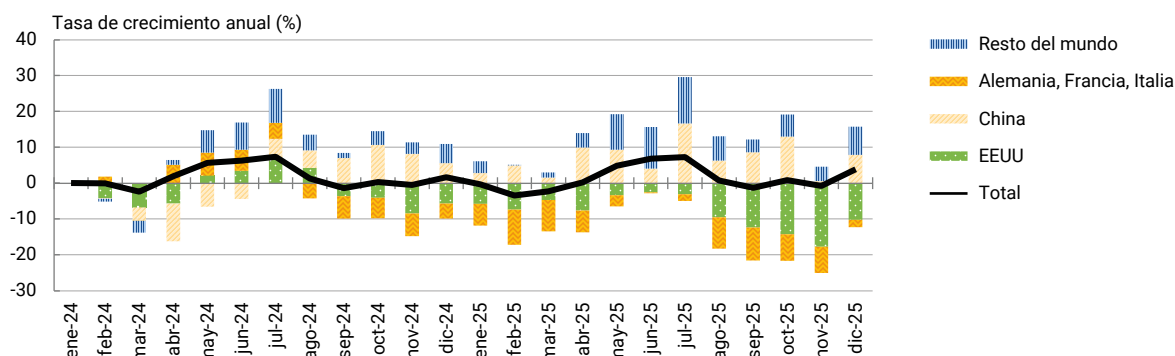
Gráfico 1.22

En 2025, las exportaciones de bienes mostraron un avance débil y se vieron lastradas por los automóviles y los combustibles

1.22.a Contribuciones a la tasa anual de las exportaciones reales de bienes



1.22.b Evolución de las exportaciones reales de bienes, por destino



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.



- Esta contribución negativa al avance de la actividad económica en 2025 —de -0,7 puntos porcentuales (pp)— supone, si se exceptúan los años de la pandemia, la primera de este signo desde 2018. Este resultado obedece, por un lado, al deterioro del entorno internacional —marcado por la incertidumbre y la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos— y, por otro, al intenso dinamismo de la demanda interna, especialmente en los componentes con mayor contenido importador.

Mientras que las exportaciones de bienes crecieron un 1,1 %, las importaciones repuntaron un 6,1 % en 2025.

- En el caso de las exportaciones de bienes, estas se vieron afectadas por la debilidad de la demanda interna en los principales socios comerciales de la economía española (Francia, Alemania e Italia) y la imposición de aranceles por parte de Estados Unidos, lo que, en conjunto, afectó especialmente a las ventas exteriores de bienes como los automóviles y los combustibles (véase gráfico 1.22.a). Esta debilidad se vio parcialmente compensada por la diversificación de mercados y productos; destaca el buen comportamiento de las

exportaciones de productos químicos, especialmente de los países de Europa del Este y de Asia (véase gráfico 1.22.b).

- Por su parte, las importaciones de bienes repuntaron en 2025, impulsadas por el fuerte crecimiento de los componentes de la demanda interna con elevada intensidad importadora y por la apreciación del euro⁴⁰. Este repunte fue generalizado por productos y, por origen, destaca el notable aumento (13,8 %) de las importaciones procedentes de China (véase gráfico 1.23.a), cuya penetración aumentó más en España que en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM).
- En general, el déficit comercial de bienes empeoró en 2025, hasta situarse en el -3 % del PIB (-2,1 % en 2024), como reflejo del aumento del desequilibrio frente a Estados Unidos y China y del descenso del superávit comercial frente a la UEM.

En contraste con la debilidad del comercio de bienes, el comercio de servicios mantuvo un comportamiento muy favorable, con un avance muy notable de las exportaciones tanto de los servicios turísticos como de los no turísticos.

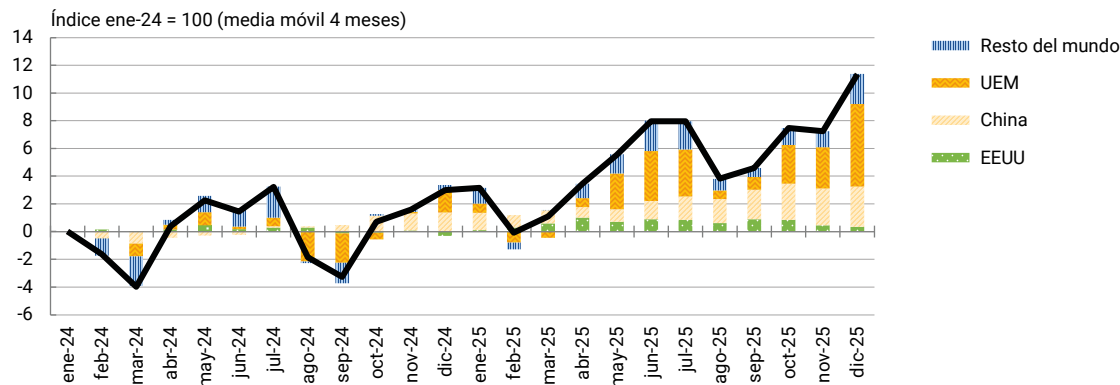
- Los servicios no turísticos continuaron mostrando el buen comportamiento de los años pasados, con un aumento del 11,1 % de las exportaciones. En consecuencia, su peso en el PIB alcanzó el 8,7 %, su máximo de los últimos 25 años. En el [recuadro 1.5](#) se analizan la evolución reciente de estas exportaciones y los determinantes asociados a factores tanto estructurales, entre los que destacan las infraestructuras digitales, la conectividad o las tendencias de teletrabajo, como de carácter más coyuntural, por las ganancias de competitividad observadas en los últimos años.
- En cuanto a los servicios turísticos, la cuota española de turistas mundiales (6,3 %) se consolidó por encima de la observada entre 2016 y 2019 (5,9 %) gracias a que continuó el proceso de diversificación y desestacionalización. El aumento de las llegadas (3,2 %) se apoyó especialmente en los meses no estivales, en comunidades autónomas con menor peso turístico y en mercados de origen no tradicionales (véase gráfico 1.23.b). Cabe destacar que, en términos de gasto turístico, el aumento en 2025 (6,8 %) fue superior al aumento de turistas.
- Esta evolución permitió compensar el déficit comercial de bienes y generó un superávit en la balanza comercial española del 3,8 % del PIB en 2025 (0,4 pp inferior al de 2024).

⁴⁰ En 2025, la competitividad de España con respecto a la zona del euro mostró pequeños deterioros, medida a través de los costes laborales y de los precios de consumo, con pérdidas inferiores al 1 %. En cambio, el indicador basado en los precios industriales manufactureros apuntó a una mejora moderada, de alrededor del 1 %. Sin embargo, en comparación con los países industrializados no pertenecientes a la zona del euro, la competitividad de España se deterioró de forma más generalizada en todos los indicadores de costes y precios, en torno al 2 %. Este deterioro estuvo impulsado principalmente por la apreciación del euro durante 2025, que se revalorizó un 2,2 % frente a las monedas de los países industrializados no pertenecientes a la zona del euro y un 3,6 % frente a una cesta más amplia de divisas de 40 países no integrantes de la zona del euro.

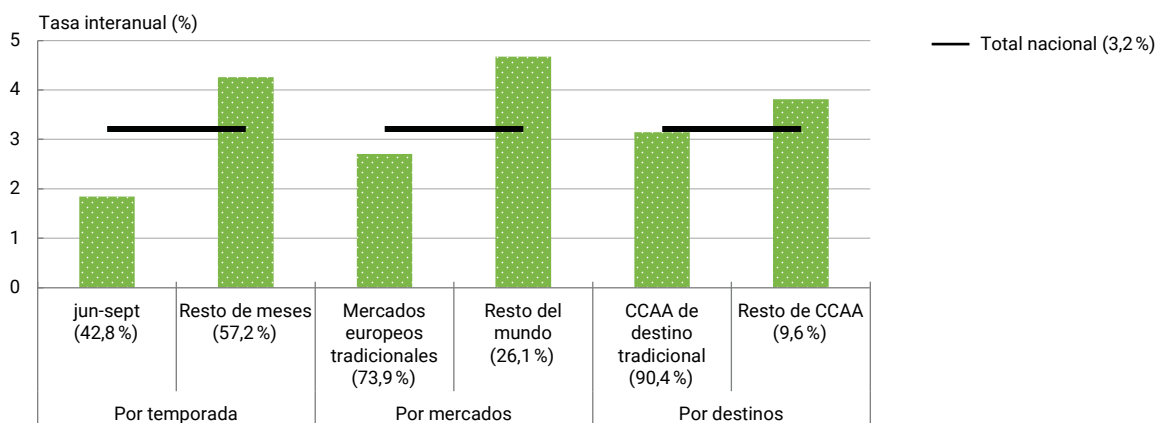
Gráfico 1.23

En 2025, las importaciones de bienes mostraron un avance vigoroso, mientras que se mantuvo el proceso de desestacionalización y diversificación de las llegadas de turistas

1.23.a Descomposición de las importaciones reales de bienes, por origen



1.23.b Crecimiento de las llegadas de turistas en 2025 (a)


FUENTES: Banco Central Europeo, Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, Instituto Nacional de Estadística y Organización Mundial del Turismo.


a Entre paréntesis figura el peso de cada categoría sobre el total de llegadas de turistas a España.

- De cara a 2026, la evolución del sector exterior se enfrenta a una elevada incertidumbre. El conflicto de Oriente Medio eleva considerablemente la incertidumbre sobre la evolución del turismo mundial en 2026, aunque se podría producir cierta desviación de los flujos de turistas hacia España. El nivel de los distintos países de Oriente Medio⁴¹ en el turismo internacional está cerca del 5 % del total, con un peso reducido, aunque creciente, de los turistas procedentes de Europa y América que podrían redirigirse a España⁴². Asimismo, el conflicto podría tener impacto sobre algunos de los competidores mediterráneos de España

41 Oriente Medio incluye Siria, Líbano, Israel, Palestina, Jordania, Irak, Irán, Kuwait, Arabia Saudí, Baréin, Catar, Emiratos Árabes Unidos, Omán y Yemen.

42 En concreto, según el índice de competitividad turística de 2024 del World Economic Forum, la seguridad es uno de los factores de competitividad turística que destacan en España respecto a sus competidores directos mediterráneos.

(Turquía, Túnez o Egipto). En conflictos pasados, en estos países se observó cierta desviación de flujos turísticos hacia España. No obstante, factores como los tipos de cambio, el aumento del precio de los combustibles —que podría afectar especialmente al transporte aéreo— y el descenso de la renta de los agentes podrían mitigar este efecto.

4.4 El mercado de trabajo

Durante 2025, el mercado de trabajo español mantuvo un comportamiento dinámico, prolongando la fase expansiva de los últimos años. Este dinamismo del empleo ha sido uno de los principales soportes del crecimiento de la economía española en este período.

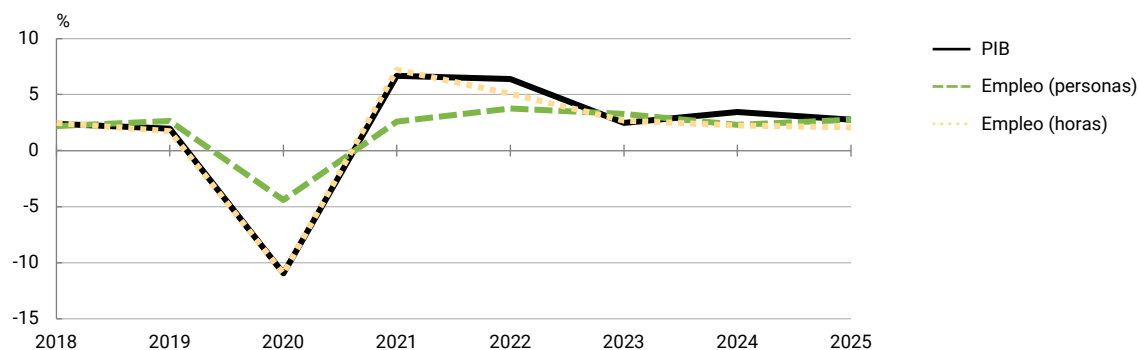
- Según la Contabilidad Nacional Trimestral de España, el número de ocupados creció un 2,7 %, 0,4 puntos porcentuales (pp) por encima de lo registrado en 2024 (véase gráfico 1.24.a). En términos del total de horas trabajadas, el avance fue del 2,1 %, lo que dio lugar a una caída de las horas trabajadas por ocupado (-0,7 %) y sugiere que parte del ajuste asociado a la desaceleración cíclica se ha producido a través del margen intensivo.
- El buen comportamiento del empleo se mantuvo en el primer trimestre de 2026, de acuerdo con la información más reciente. En particular, según la Encuesta de Población Activa (EPA), mantuvo un crecimiento intertrimestral desestacionalizado del 0,5 %, similar al de los registros de la Seguridad Social (0,6 %), aunque mostrando, en ambos casos, una moderación respecto a lo observado a finales de 2025. Esta desaceleración fue compatible con un elevado dinamismo del empleo en los meses de marzo y abril, según los datos de afiliación, lo que mostraría cierta resiliencia frente al *shock* energético asociado al conflicto de Oriente Medio, gracias, especialmente, al buen comportamiento de la construcción residencial y de los servicios relacionados con el turismo.
- Por ramas de actividad, los servicios continuaron siendo el principal motor de creación de empleo en 2025. En una perspectiva más amplia, la estructura sectorial del empleo ha evolucionado desde 2017 hacia un mayor peso de la construcción y, dentro de los servicios, las actividades sanitarias, la información y comunicaciones, las actividades profesionales, científicas y técnicas, y el transporte y almacenamiento⁴³.
- Este comportamiento del empleo se ha traducido en una moderación en el avance de la productividad por ocupado, que presentó un crecimiento nulo en 2025, tras el crecimiento del 1,1 % del año anterior. Por hora trabajada, el crecimiento de la productividad (0,7 %) estuvo en línea con la media observada desde 2013. En el capítulo 3 se analizan con más detalle los desarrollos recientes de la productividad en España.
- El aumento del empleo vino acompañado de un crecimiento significativo de la población activa (1,7 %), impulsado por el aumento poblacional (1,3 % en términos de la población mayor

43 Por otro lado, las actividades que más han reducido su peso en el empleo han sido el comercio, aquellas de los hogares como empleadores de personal doméstico, la agricultura, la educación y la industria manufacturera.

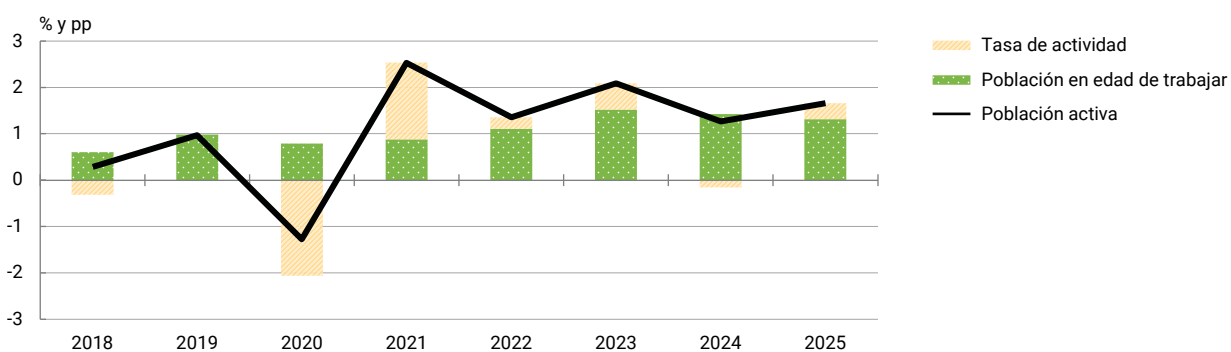
Gráfico 1.24

El dinamismo del empleo permitió seguir reduciendo la tasa de paro

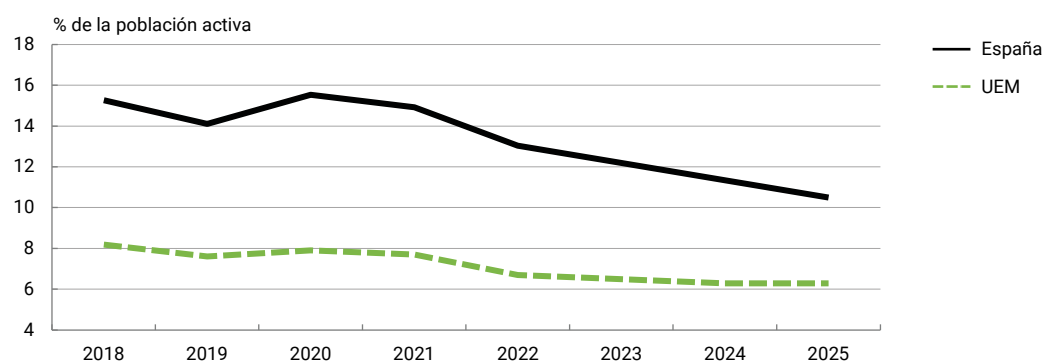
1.24.a Crecimiento del PIB y del empleo



1.24.b Contribución a la tasa de crecimiento interanual de los activos



1.24.c Tasa de paro



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.



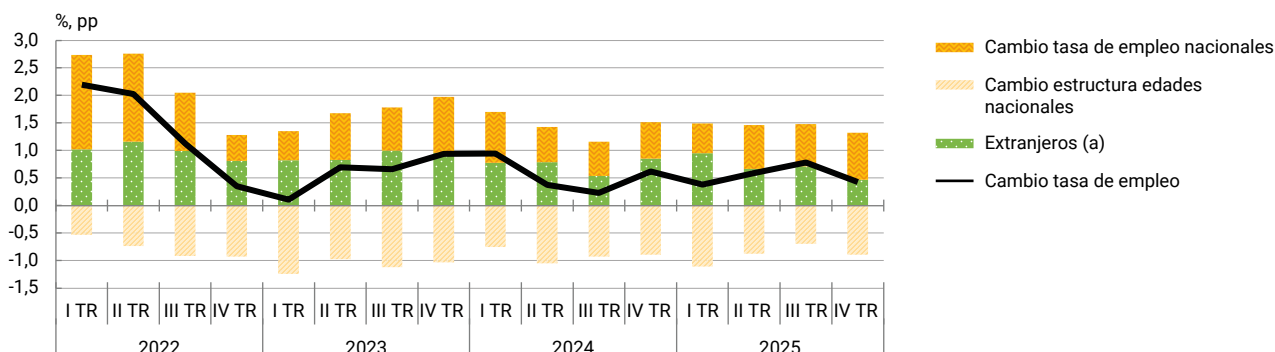
de 16 años) (véase gráfico 1.24.b) y el incremento de la participación laboral, en particular entre los trabajadores de mayor edad y la población extranjera.

- La tasa de paro mantuvo la senda descendente de años anteriores, situándose por debajo del 10 %, por primera vez desde 2008, a finales de 2025 (véase gráfico 1.24.c), aunque

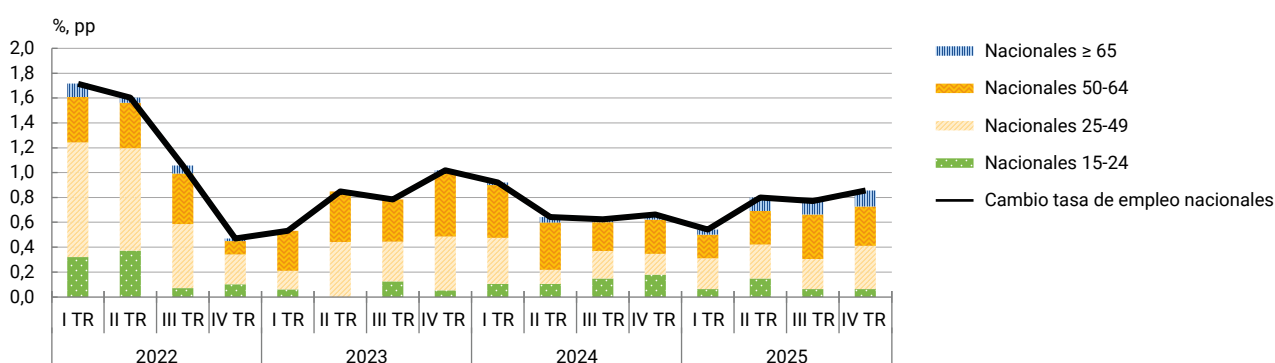
Gráfico 1.25

La tasa de ocupación ha aumentado gracias a la inmigración y a los colectivos nacionales de mayor edad

1.25.a Descomposición del cambio interanual de la tasa de empleo



1.25.b Descomposición del cambio interanual de la tasa de empleo de los nacionales



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).

a «Extranjero» se refiere a la persona nacida fuera de España.



repuntó hasta el 10,8 % (10,3 % en términos desestacionalizados) en el primer trimestre de 2026. En todo caso, el nivel de la tasa de paro sigue siendo elevado en comparación internacional y se mantienen diferencias significativas entre comunidades autónomas y por grupos de edad.

La mejora del mercado laboral se ha visto reforzada por factores demográficos y de participación. La inmigración y el aumento de la tasa de empleo de los nacionales compensaron el efecto negativo del progresivo envejecimiento de la población sobre la tasa de empleo.

- En los últimos cuatro años, la tasa de ocupación ha aumentado un promedio de 0,8 pp por año (véase gráfico 1.25.a), a pesar de la contribución negativa (-0,9 pp) de los efectos composición asociados al envejecimiento poblacional. Este avance refleja el impacto positivo asociado a los ocupados extranjeros (+0,8 pp), pero también el aumento de las tasas de empleo del colectivo de nacionalidad española (+0,8 pp), que se ha concentrado en las edades adultas y, especialmente, en los mayores de 50 años (véase gráfico 1.25.b).

- En comparación internacional, las tasas de actividad de los jóvenes y los adultos de más edad se mantienen por debajo de las observadas en otros países europeos. Así, entre los jóvenes españoles (15-24 años), la tasa de actividad se sitúa en el 30,5 %, por debajo de la observada en países como Francia (43,2 %), Alemania (56,7 %) y Países Bajos (85 %). Entre los mayores de 65 años, a pesar de la mejora reciente, España sigue presentando una tasa de actividad reducida (4,1 %), frente a la observada, por ejemplo, en Alemania (10,9 %) y Países Bajos (14 %).
- En términos de la tasa de paro, las principales diferencias se concentran en el colectivo de jóvenes, entre los que el desempleo se sitúa en el 23 % en España, muy por encima de lo observado en Alemania (6,5 %) y Países Bajos (8,6 %), aunque en línea con lo registrado en Francia (21,6 %) e Italia (20,6 %).

De cara al futuro, las políticas públicas desempeñarán un papel clave en la reducción del desempleo estructural, en particular a través de una mejor adecuación entre la educación formal y las necesidades del mercado laboral y un mejor diseño de las políticas pasivas y activas de empleo.

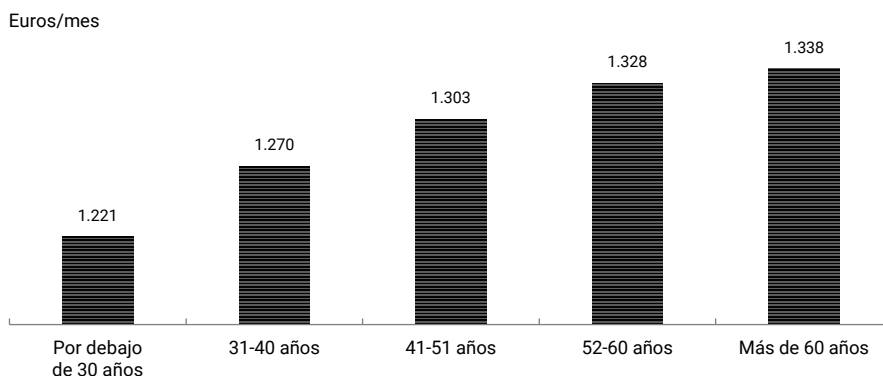
- En este ámbito, resulta clave el refuerzo de las políticas de formación y recualificación para alinear mejor las cualificaciones de los trabajadores con las competencias demandadas por las empresas, en un contexto de intensos cambios tecnológicos y demográficos, aumentar la empleabilidad de los parados y reducir los desajustes persistentes entre oferta y demanda de trabajo. En el ámbito de la formación profesional, la limitada capacidad administrativa, organizativa y de tutorización de muchas pymes constituye un factor clave que puede estar ralentizando la implantación efectiva de la modalidad dual y generando diferencias significativas tanto entre territorios como entre perfiles de estudiantes. Asimismo, habría que revisar el sistema de financiación de la enseñanza universitaria con el objetivo de aumentar su capacidad para fomentar la excelencia.
- En términos de políticas activas, la reciente reforma de los subsidios por desempleo apunta en la dirección correcta, pero requeriría algunos ajustes —por ejemplo, en el subsidio permanente para mayores de 52 años—, con el fin de equilibrar la protección de rentas de los desempleados con la provisión de incentivos a la búsqueda activa de empleo (véase [recuadro 1.6](#)).
- En este campo, el Complemento de Apoyo al Empleo (CAE) podría contribuir positivamente a la reentrada laboral de los parados. Este mecanismo compatibiliza parcialmente las prestaciones por desempleo con el empleo, con el objetivo de incentivar la reincorporación laboral y reducir las trampas a la inactividad. Desde noviembre de 2024, se aplica de forma obligatoria al subsidio de desempleo y, por defecto, a la prestación por desempleo contributiva de más de 12 meses de duración⁴⁴. Su carácter temporal y decreciente busca favorecer transiciones hacia el empleo conservando un cierto nivel de protección.
- Sin embargo, con información hasta diciembre de 2025, el CAE mantiene una incidencia muy reducida dentro de la prestación contributiva (0,1 % de los perceptores de más de un año) y es

44 Aunque, en este caso, se puede suspender su aplicación para mantener el derecho a la prestación.

Gráfico 1.26

Los desempleados de mayor edad presentan un salario de reserva más elevado

1.26.a Salario de reserva: ¿por qué salario mensual bruto estaría dispuesto a trabajar?



FUENTE: Banco de España (EFF 2022).

algo más relevante dentro de los perceptores del subsidio de desempleo (3,5%). Esta diferencia sugeriría que el incentivo al empleo no es lo suficientemente atractivo. Entre los perceptores del subsidio, la incidencia relativa del CAE va descendiendo con la edad: desde un 5,8% para los parados de entre 40 y 49 años hasta el 1,2% para los mayores de 60 años.

- La evidencia procedente de la Encuesta Financiera de las Familias de 2022 indica que los trabajadores desempleados de mayor edad, en particular los mayores de 50 años, presentan un salario de reserva más elevado (véase gráfico 1.26.a). Este perfil, unido a la menor probabilidad esperada de encontrar empleo de este colectivo, sugiere que el CAE podría tener un impacto superior en el colectivo de más edad. Entre los más jóvenes, con salarios de reserva más reducidos, el efecto potencial del CAE sobre la decisión de reentrada laboral podría ser inferior. Estos resultados indican que el impacto de estas medidas puede ser heterogéneo entre colectivos, lo que refuerza la necesidad de seguir evaluando su diseño.

4.5 El papel de la inmigración en el actual ciclo expansivo de la economía española

Como ya ocurrió entre 2005 y 2008, en el actual ciclo expansivo España ha vuelto a destacar en la atracción de inmigrantes, algo que se ha visto favorecido por un sistema de acogida más flexible que el de otros países europeos. Los flujos migratorios han desempeñado un papel central en el dinamismo reciente de la economía española, especialmente a través del empleo y la oferta de trabajo. Además, la evidencia disponible sugiere que estos flujos no han reducido las oportunidades laborales de los trabajadores nativos.

- La inmigración ha contribuido de manera relevante al reciente dinamismo de la economía española, si bien la estimación de su impacto agregado es compleja y requeriría una visión de equilibrio general. Una aproximación basada en descomposiciones contables indica que,

en el período 2022-2025, la población inmigrante habría explicado en torno a la mitad [1,7 puntos porcentuales (pp)] del avance observado en el PIB y algo más de dos tercios del avance del empleo. En términos del PIB per cápita, la inmigración habría contribuido en 0,5 pp al crecimiento medio anual (2,7 %).

- Diversos trabajos recientes señalan la relevancia de los factores específicos del país de destino en la atracción de flujos migratorios hacia España. En particular, el análisis del Banco de España⁴⁵ muestra que, junto con los factores de expulsión vinculados a las condiciones económicas y sociales de los países de origen, variables propias del país receptor explicarían una parte muy importante de las entradas recientes a nuestro país.
- Para cuantificar el impacto de las políticas migratorias sobre los flujos de entrada de inmigrantes, se han realizado ejercicios contrafactuales que comparan distintos marcos regulatorios, simulando el impacto de políticas más restrictivas y laxas que las españolas. Los resultados muestran un efecto significativo sobre las entradas brutas de inmigrantes, de forma que estas se podrían situar en torno a un 20 % por debajo (por encima) en el caso de adoptar políticas más restrictivas (laxas) (véase gráfico 1.27.a).
- En términos de la composición de los flujos migratorios, según los microdatos censales⁴⁶, en comparación con la ola migratoria de comienzos de los años 2000, ha aumentado el peso de los inmigrantes procedentes de América Latina, en detrimento de los procedentes de otros países de la Unión Europea (UE). En términos educativos, se observa un aumento del porcentaje de inmigrantes con educación universitaria, aunque también se ha observado un cierto aumento de aquellos con estudios primarios (véase gráfico 1.28.a). Esto es relevante, dado que la inmigración hacia España ha presentado tradicionalmente una elevada proporción de personas con bajos niveles de cualificación, en línea con la utilización de canales de entrada poco selectivos, flujos irregulares y procesos de regularización *ex post*⁴⁷.
- Los intensos flujos migratorios recibidos no habrían drenado las oportunidades laborales de los nativos, aunque habrían favorecido una reasignación sectorial del empleo nacional. En particular, utilizando una estrategia empírica que aísla el componente exógeno de los flujos migratorios⁴⁸, se estima que el aumento de la inmigración no habría tenido efectos

45 Sastre, Suárez-Varela, Cuadrado y Di Stefano (2025). Esta evidencia es coherente con los resultados de Fernández-Huertas Moraga (2025), quien descompone el cambio en los flujos hacia España y concluye que los factores de atracción contribuyen con un 57 % a ese cambio, por encima de lo observado en otros países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE).

46 Véase Anghel, Antón, Jimeno y Lacuesta (2026) para más detalles.

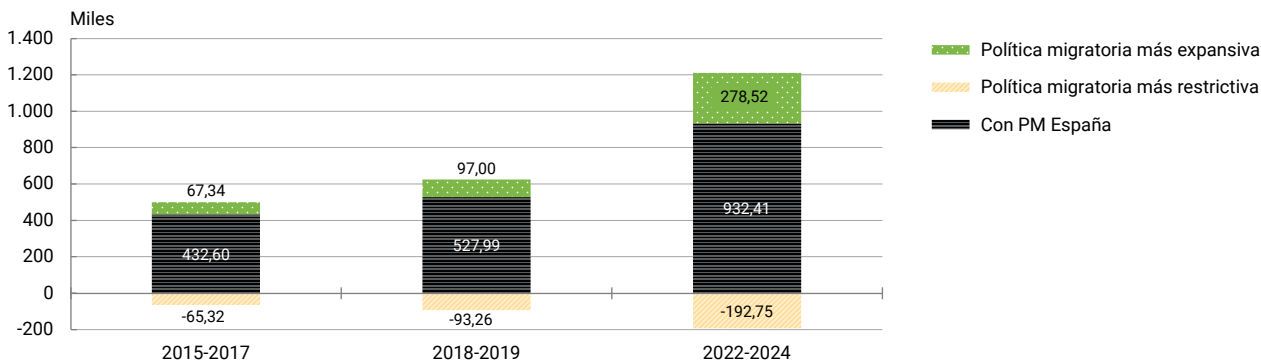
47 Fernández-Huertas Moraga (2021).

48 En este ejercicio, la cuota de inmigrantes en la población en edad de trabajar de la provincia se instrumenta mediante una herramienta *shift-share* construida a partir de los patrones históricos de asentamiento por país de origen y de los *shocks* agregados de inmigración específicos por origen, siguiendo la metodología de Card (2001). Para estimar su impacto sobre la tasa de empleo agregada y las cuotas de empleo de nacionalidad española por ramas, se realizan estimaciones mediante mínimos cuadrados en dos etapas a nivel provincia-año. Los datos de empleo, actividad, paro y composición sectorial proceden de la Encuesta de Población Activa (EPA) para el período 1999-2025, mientras que la información sobre el *stock* y los flujos de inmigrantes por provincia y país de origen se obtiene del Padrón Continuo. Los controles incluidos en las ecuaciones de las dos etapas incluyen un conjunto amplio de controles provinciales que varían con el tiempo, efectos fijos provinciales y temporales, y, en determinadas especificaciones, tendencias lineales provinciales para absorber trayectorias estructurales persistentes.

Gráfico 1.27

Se esperan cambios en los flujos de entrada de inmigrantes en España en caso de que se apliquen políticas migratorias más expansivas o restrictivas

1.27.a Medias anuales de entradas de inmigrantes en España (a)



FUENTES: Naciones Unidas, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Organización Internacional del Trabajo, *Migrant Integration Policy Index* (MIPEX) y Banco de España.

a Estimaciones obtenidas mediante el método de pseudomáxima verosimilitud de Poisson de un modelo de «gravedad estructural». El marco teórico en el que se basan estos modelos es la maximización de la utilidad de los inmigrantes (*Random Utility Maximization Model*), que depende del beneficio que obtienen si deciden migrar y del coste que dicha decisión conlleva. El modelo incluye factores fijos bilaterales entre países de origen y destino, factores fijos cambiantes en el tiempo que caracterizan a los países de origen y variables explicativas que capturan características de los países de destino a lo largo del tiempo. La variable dependiente son los flujos migratorios bilaterales entre el país de origen y el de destino. Las variables explicativas se refieren a condiciones económicas, como el salario real y la tasa de paro, y, como condicionantes sociales, un indicador de política migratoria que engloba tres de las ocho áreas del MIPEX —facilidad de acceso a la nacionalidad, al permiso de residencia y a la reunificación familiar—, las redes de inmigrantes establecidas en el país de destino correspondientes a un mismo país de origen y el grado de envejecimiento demográfico en el país receptor, mediante la ratio del colectivo de 55-64 años y el de 15-24 años. Los datos utilizados en la estimación corresponden al período 2008-2019. La variable explicativa clave para este ejercicio contrafactual es la política migratoria en España, en Austria, elegido como país de destino con un mayor grado de restricción en esta materia dentro de la UE, y en Portugal, elegido como país de destino con un mayor grado de flexibilidad dentro de la UE. Se obtiene la suma de los flujos bilaterales estimados por el modelo que tienen como país de destino España y la misma suma en un escenario contrafactual en el que España hubiera tenido la política migratoria de Austria o la de Portugal desde el año 2014. El segmento negro corresponde a los flujos estimados con destino a España por el modelo utilizando la política migratoria de España, mientras que los segmentos verde y amarillo muestran la diferencia entre este escenario y los contrafactuales.



estadísticamente significativos sobre la tasa de empleo de los trabajadores nativos. Sin embargo, el análisis de la composición sectorial revela un proceso de reasignación, en la medida en que, como resultado de los flujos migratorios, los nativos tienden a reducir su peso relativo en la agricultura, la industria y la construcción, y a concentrarse progresivamente en ramas del sector servicios (véase gráfico 1.28.b).

Los cambios recientes en las políticas migratorias han ampliado los instrumentos disponibles para mejorar la selección y la integración laboral de los inmigrantes, aunque aún quedan retos pendientes.

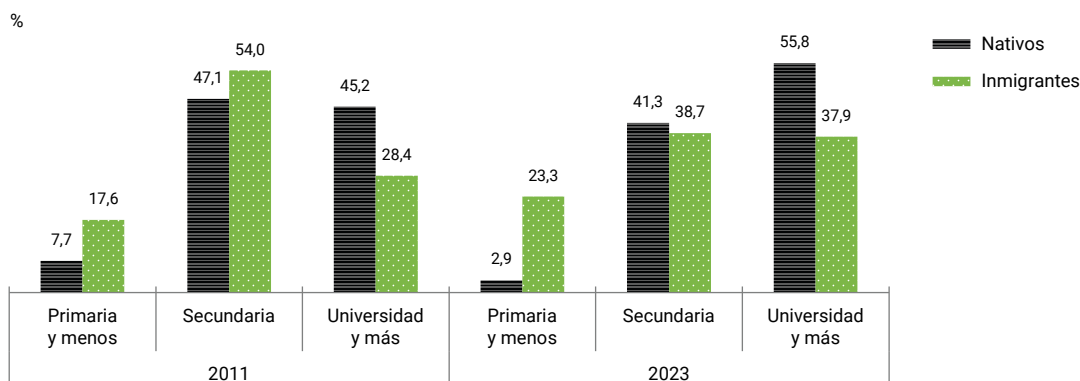
- En la parte alta de la distribución por ocupaciones, las autorizaciones vinculadas a la Ley 14/2013 (Ley de Emprendedores) han ganado peso dentro del total de permisos de residencia, hasta superar el 10 % del total⁴⁹. Este repunte refleja el aumento de autorizaciones para personal directivo o altamente cualificado y la rápida expansión de la figura del teletrabajador internacional, que ha pasado a representar una parte sustancial de las nuevas autorizaciones en 2024.

⁴⁹ Existe una fuerte correlación entre las autorizaciones de este tipo de visados y la llegada de inmigrantes cualificados por provincias.

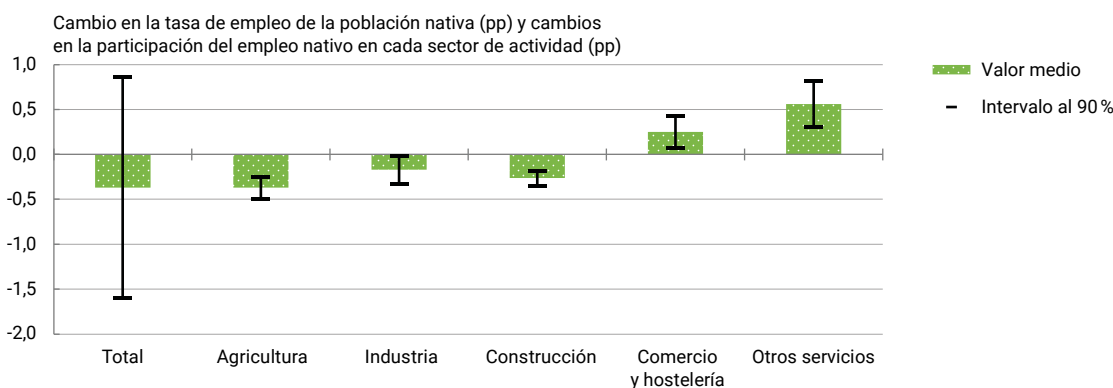
Gráfico 1.28

Ha aumentado la proporción de inmigrantes con educación universitaria, mientras que no se observa un impacto negativo de los flujos recientes de inmigración sobre el empleo de los nativos

1.28.a Porcentaje educativo de nativos y población inmigrante recién llegada en 2011 y 2023 (a)



1.28.b Impacto sobre el empleo nativo de la proporción de inmigrantes en la población en edad de trabajar (b)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Censos de Población y Viviendas 2011, Censo Anual de Población 2023, EPA y Padrón Continuo 1999-2025).

- a** La población inmigrante recién llegada se define como la población formada por personas nacidas en el extranjero y que han entrado en España en los seis años previos al año del censo.
- b** Se muestran los resultados de ecuaciones estimadas en dos etapas a nivel provincia-año con el fin de identificar el efecto causal de la inmigración sobre los resultados laborales de la población nativa y sobre la composición sectorial del empleo nativo. La variable explicativa es la cuota de inmigrantes en la población en edad de trabajar de la provincia (*ImmShare_pt*), que se instrumenta mediante una herramienta *shift-share* construida a partir de los patrones históricos de asentamiento por país de origen y de los *shocks* agregados de inmigración específicos por origen, siguiendo la metodología de Card (2001). Los datos de empleo, actividad, paro y composición sectorial proceden de la EPA, mientras que la información sobre el *stock* y los flujos de inmigrantes por provincia y país de origen se obtiene del Padrón Continuo. El análisis cubre el período 1999-2025 y los errores estándar se agrupan a nivel provincial.



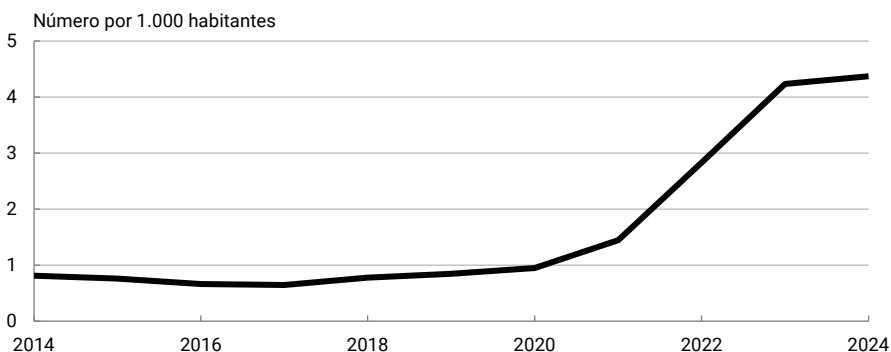
— Además de la selección, algunas políticas migratorias pueden favorecer la integración social y laboral. En este sentido, la reforma de los permisos de residencia por arraigo en 2022 ha sido un importante factor detrás del incremento del número de permisos de residencia concedidos⁵⁰ (véase gráfico 1.29.a), que habría favorecido la transición al empleo formal de migrantes procedentes de fuera de la UE que ya residían en España antes de obtener el

⁵⁰ Casi 200.000 autorizaciones iniciales al año en promedio en 2023-2024, frente a una media de 35.000 en el período 2014-2019, en el que apenas crecieron.

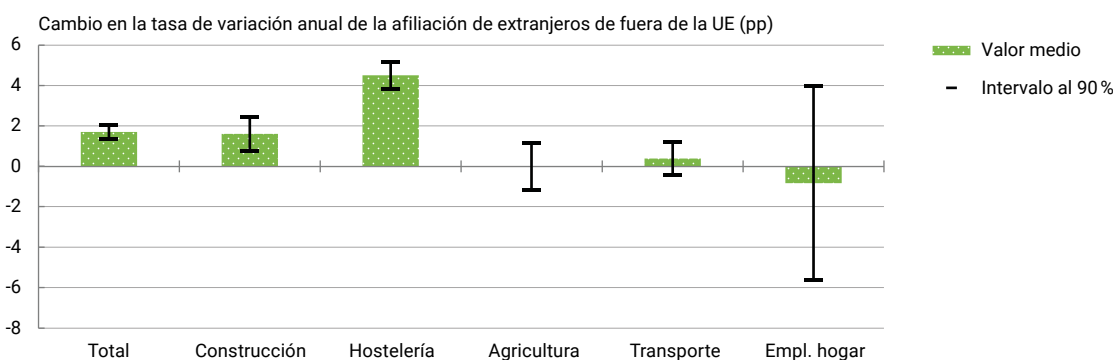
Gráfico 1.29

Las autorizaciones por arraigo aumentan el empleo formal de extranjeros no pertenecientes a la UE (a)

1.29.a Autorizaciones por arraigo



1.29.b Impacto sobre el empleo formal de extranjeros de fuera de la UE de cambios en la tasa de arraigo en 2022 (b) (c)



FUENTE: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a Real Decreto 629/2022, de 26 de julio, por el que se modifica el Reglamento de la Ley Orgánica 4/2000, sobre derechos y libertades de los extranjeros en España y su integración social, tras su reforma por Ley Orgánica 2/2009, aprobado por el Real Decreto 557/2011, de 20 de abril.

b La afiliación a la Seguridad Social se identifica con el empleo formal.

c Las ecuaciones se estiman mediante mínimos cuadrados ordinarios a nivel provincial-año con el fin de identificar el efecto causal de los cambios en la tasa de arraigo sobre la afiliación a la Seguridad Social de la población extranjera de fuera de la UE. La variable explicativa clave es el cambio en la tasa de arraigo, definida como el número de autorización por arraigo por cada 1.000 habitantes de la población de 2014. La ecuación tiene como variable dependiente el cambio en la afiliación extranjera no UE agregada y por sectores.



permiso de residencia (véase gráfico 1.29.b)⁵¹, en particular en ramas como la construcción y la hostelería⁵².

- En conjunto, las sucesivas reformas del marco migratorio han abierto márgenes relevantes para mejorar la selección y la integración adecuando los flujos migratorios a la demanda de trabajo, aunque su implementación sigue planteando retos. En la parte baja de la distribución,

51 Estimaciones a partir de un modelo de diferencias en diferencias, con datos por provincias, que explica el crecimiento de la afiliación a partir de la variación en la tasa de autorizaciones respecto a la población de cada provincia. Las mismas regresiones para la EPA, que incluye el empleo formal y el informal, no muestran cambios estadísticamente significativos.

52 Por su parte, la agricultura y el servicio doméstico no muestran incrementos de la afiliación extranjera de fuera de la UE en la Seguridad Social, lo que puede significar que estos sectores son puertas de entrada de la inmigración ilegal, pero que, una vez legalizados, no son capaces de retener a los inmigrantes. Por su parte, tampoco se observa un cambio en el sector del transporte, lo que podría significar que los problemas de convalidación y homologación de títulos también pueden ser un cuello de botella en sectores de menor cualificación pero que requieren ciertas certificaciones.

el catálogo de ocupaciones de difícil cobertura sigue sin ser una herramienta útil para identificar necesidades y favorecer vías de migración regular⁵³. Adicionalmente, se podrían explorar otras vías, como la de destinar recursos a la formación de trabajadores en los países de origen para cubrir necesidades de ambos mercados y así impulsar vías que combinen la migración regular temporal con el empleo local en origen⁵⁴. Asimismo, la brecha de empleo de los inmigrantes sigue siendo elevada: se situó en el entorno de los 20 pp para la cohorte más reciente en 2025. Esta brecha inicial es mayor para los inmigrantes procedentes de África y Asia y habría aumentado en los últimos años respecto a lo observado para la cohorte de inmigrantes de antes de 2008⁵⁵. Políticas que podrían reducir estas brechas pasarían por eliminar cuellos de botella en los procesos de convalidación y homologación de títulos no universitarios en profesiones reguladas que presenten una demanda mayor que la oferta de trabajadores nacionales e impulsar mecanismos de reconocimiento de experiencia laboral previa tanto en origen como en España.

4.6 El diferencial de inflación con la Unión Económica y Monetaria y la persistencia de la inflación de los servicios

En el proceso de desinflación gradual observado en España y la Unión Económica y Monetaria (UEM) en los últimos años, la economía española viene manteniendo un diferencial positivo de inflación desde finales de 2023. Este diferencial refleja tanto factores asociados a la energía como una mayor persistencia de la inflación en los servicios.

- Tras el inicio de la guerra de Irán, la inflación general ha repuntado tanto en España como en el conjunto de la UEM —hasta alcanzar en mayo el 3,6 % y el 3,2 % (véase gráfico 1.30.a), respectivamente—, lo que refleja el encarecimiento de los productos energéticos⁵⁶.
- Con anterioridad a este repunte, los servicios pasaron a contribuir positivamente al diferencial de inflación desde abril de 2025 (véase gráfico 1.30.b), si bien ha sido la energía el principal factor detrás del diferencial de precios positivo. El diferencial positivo de los precios de la energía en España vino explicado por la normalización impositiva tras las medidas tomadas para contener el incremento de precios derivado de la guerra de Ucrania⁵⁷.

53 Si bien el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) elabora indicadores de difícil cobertura a partir de información detallada de vacantes, ofertas, contratos y movilidad a nivel regional provista por los servicios públicos de empleo de cada comunidad, el catálogo sigue sin operar un número relevante de contrataciones de trabajadores en el extranjero. El grueso de la llegada de trabajadores extranjeros por cauces legales se ha producido hasta el momento por otros mecanismos, como las certificaciones negativas del SEPE, las actividades de temporada (GECCO) o los convenios bilaterales.

54 Banco Mundial (2025).

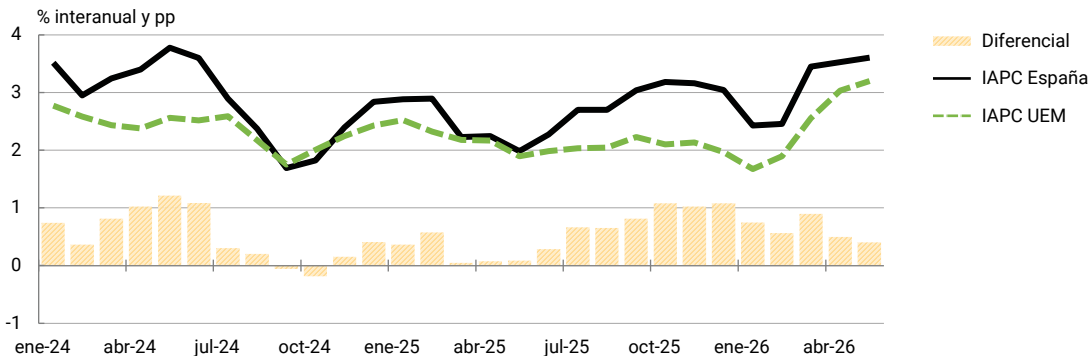
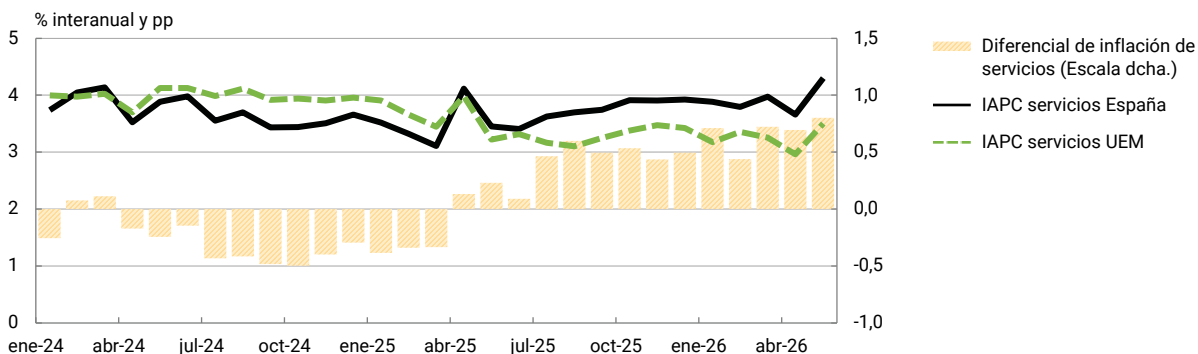
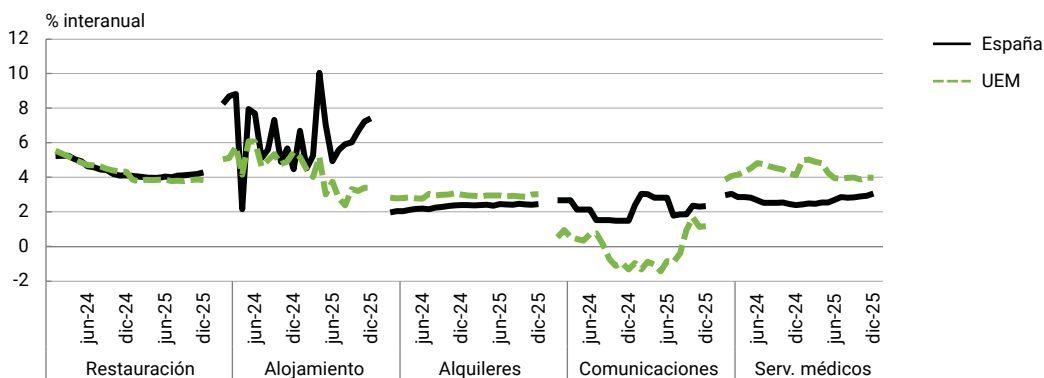
55 Anghel, Antón, Jimeno y Lacuesta (2026).

56 Debido a este repunte de los precios energéticos, el Gobierno de España aprobó medidas impositivas con el objetivo de reducir el impacto del encarecimiento de las materias primas energéticas con efecto directo sobre la inflación general.

57 Entre 2022 y 2023, el impuesto especial sobre la electricidad se redujo al 0,5 % y se normalizó de forma gradual entre 2024 y 2025 (al 2,5 %, al 3,8 % y al 5,11 % en enero de 2024, marzo de 2024 y enero de 2025, respectivamente). Asimismo, el tipo del IVA de la electricidad se mantuvo reducido al 5 % en 2022 y 2023, y, dependiendo del coste del MWh de electricidad, fue del 10 % o el 21 % en 2024 (entre los meses de marzo y junio, el tipo del IVA de la electricidad fue del 21 % y del 10 % el resto de los meses). En enero de 2025 se normalizó el tipo del IVA de la electricidad al 21 %. El tipo del IVA del gas también se redujo entre 2022 y 2023 al 5 %, mientras que aumentó al 10 % en enero de 2024 y se normalizó al 21 % en abril de ese año.

Gráfico 1.30

El diferencial de precios entre España y la UEM se ha mantenido positivo en los últimos dos años. Los precios de los servicios muestran una intensa resistencia a la baja en ambas áreas

1.30.a IAPC en España y la UEM: evolución y diferencial

1.30.b IAPC de servicios en España y la UEM: evolución y diferencial

1.30.c IAPC de servicios en España y la UEM: evolución de los agregados seleccionados


FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.



Por otro lado, la desaceleración de los precios de los alimentos fue menos intensa en España que en la UEM, lo que contribuyó a ampliar el diferencial de la inflación general hasta el verano de 2024.

La inflación de los servicios muestra una elevada persistencia, en línea con la UEM, aunque con algunas especificidades en España.

- La inflación de los servicios en España en el promedio de 2025 alcanzó un 3,6 %, solo ligeramente superior a la observada en el área del euro (3,4 %), aunque por encima de lo registrado en algunas de las grandes economías, como Francia o Italia (2,2 % y 2,9 %, respectivamente). Esta inflación de los servicios tiene un componente bastante generalizado, ya que más de un 30 % de las subclases han crecido en los últimos trimestres por encima del 4 %, tanto en España⁵⁸ como en la UEM.
- No obstante, dentro de las ramas de servicios hay cierta heterogeneidad en el comportamiento en España y la UEM. Entre las partidas que más han contribuido a la inflación de los servicios en España en 2025, y cuya aportación ha sido superior a la registrada en el área del euro, destacan la restauración, el alojamiento, el transporte y la comunicación (véase gráfico 1.30.c). En sentido contrario, los precios de los alquileres, los servicios relacionados con la salud, los paquetes turísticos, los seguros y el resto de los servicios han contribuido en menor medida a la inflación de los servicios en España.
- En términos históricos, se observó un crecimiento elevado de los precios de los servicios en España en los primeros años de la unión monetaria, con un diferencial respecto a la UEM de en torno a 1 punto porcentual. En aquel momento, el diferencial se explicó, principalmente, por los precios de la restauración y, en menor medida, de los servicios relacionados con el hogar.
- En comparación con ese período, los precios de la restauración, los servicios recreativos y culturales y los servicios relacionados con la salud han seguido, en los últimos años, una trayectoria parecida a la de principios de siglo. Por el contrario, los servicios de alojamiento y los paquetes turísticos han experimentado un crecimiento más elevado en la actualidad (véase gráfico 1.31.a). Asimismo, los precios de los seguros y de las comunicaciones han aumentado más que en aquel período, mientras que los de la educación, los alquileres, los servicios de transporte y los servicios del hogar han mostrado un crecimiento más moderado.

Una descomposición del papel relativo de los factores de oferta respecto a los de demanda para explicar la inflación de servicios muestra un papel algo más relevante para los factores asociados a la oferta.

- Sobre la base de la aproximación propuesta por Shapiro (2024)⁵⁹, se encuentra que los factores de oferta han desempeñado un papel relevante en la evolución de los precios de los servicios entre 2021 y 2025, si bien desde el pico inflacionario de 2023 han mostrado una tendencia decreciente. La contribución de los factores de demanda fue significativa, aunque algo inferior en este período (véase gráfico 1.31.b). Una parte importante de la contribución

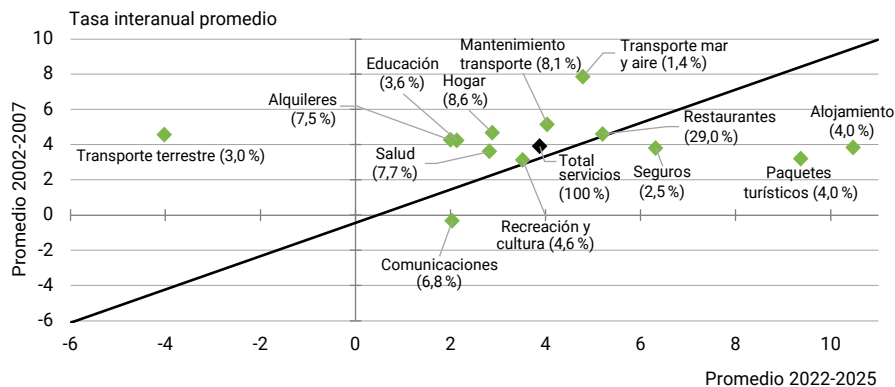
58 En España, las clases que crecieron por encima del 4 % durante el segundo semestre de 2025 representaban algo más del 40 % de la cesta de consumo de servicios.

59 La metodología propuesta por Shapiro (2024) se basa en la identificación, a través del modelo propuesto, de aquellas perturbaciones que afectan a la actividad y a los precios en el mismo sentido (perturbaciones de demanda) o con sentido contrario (perturbaciones de oferta). Véase Granadal, Pacce y Sánchez García (2026) para la aplicación del modelo al caso español.

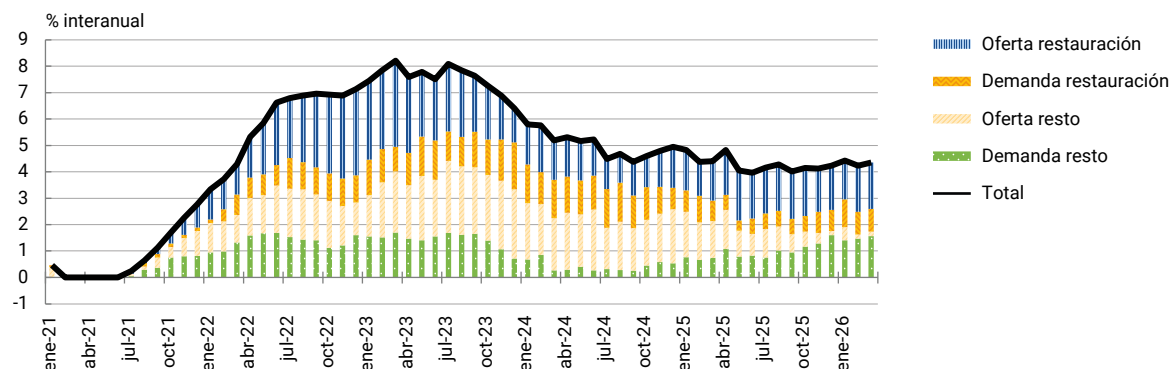
Gráfico 1.31

El episodio actual de incremento de los precios de los servicios muestra similitudes con el observado a principios de siglo. En el actual, los factores de oferta habrían sido relevantes para explicar la persistencia de la inflación de los servicios

1.31.a IAPC de servicios: evolución de los agregados en 2002-2007 y 2022-2025 (a)



1.31.b Descomposición de la inflación de servicios tratados en el modelo para España (b)



FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Entre paréntesis figura el peso de cada agregado sobre el total de servicios en el año 2025.
- b Se descompone la inflación de los servicios sobre la base de la metodología propuesta por Shapiro (2024). El índice de servicios excluye aquellas clases cuyas variaciones de precios se encuentran reguladas o tienen cambios poco frecuentes (representan un 12 % de los servicios) y aquellas para las cuales no se encontró una medida de cantidades con la que emparejar la clase de precios del IAPC correspondiente (representan el 29 % de los servicios). En total se tiene en cuenta el 59 % de la cesta de consumo de servicios.



de los factores de oferta al incremento de los precios de los servicios se relaciona con la evolución de los precios de la restauración, cuya dinámica afecta de manera más marcada a los servicios debido al peso que tiene este componente en la cesta de la compra⁶⁰. En este sentido, los precios de la restauración parecen estar viéndose particularmente afectados por factores de oferta⁶¹.

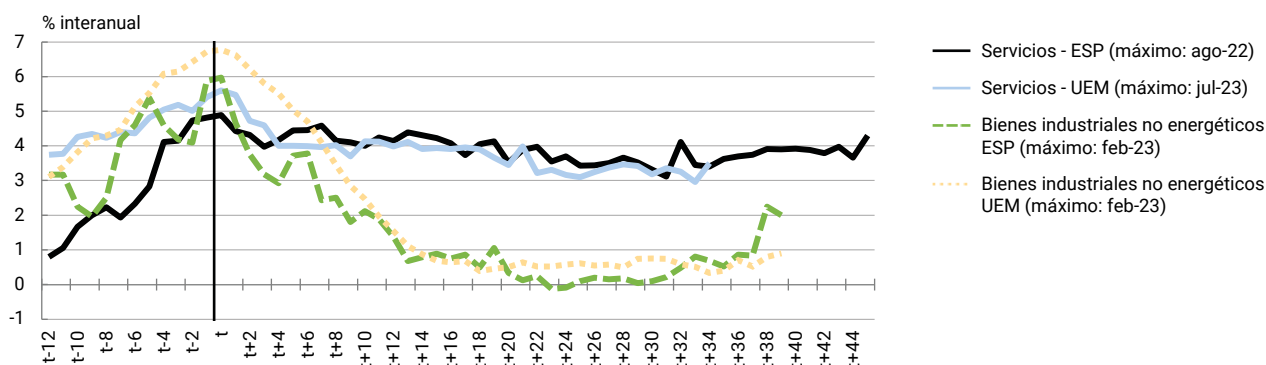
60 Resultados similares se han encontrado utilizando la misma metodología de descomposición entre factores de oferta y de demanda para el caso de la UEM.

61 Diversos indicadores de actividad relacionados con los servicios de comidas y bebidas apuntan a caídas de la actividad en el sector. En este sentido, el índice de producción de servicios, el consumo eléctrico o la ocupación (medida a través de la Encuesta de Población Activa) del sector de comidas y bebidas han mostrado tasas interanuales negativas para el conjunto de 2025.

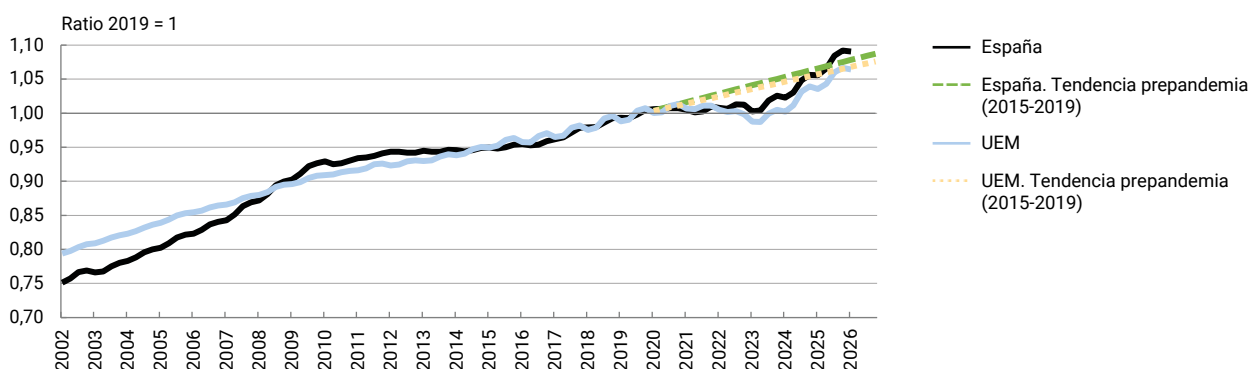
Gráfico 1.32

La resistencia a la baja de los servicios contrasta con la evolución de los precios de los bienes industriales no energéticos

1.32.a IAPC de servicios y bienes industriales no energéticos: evolución alrededor del máximo (a)



1.32.b Precios relativos de servicios frente a bienes industriales no energéticos (b)


FUENTES: Eurostat, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Entre paréntesis figura el mes en que se registró el máximo incremento interanual del agregado en el período reciente. En todos los casos, dicho máximo reciente coincide con el máximo registrado desde enero de 2002, salvo en los servicios en España (donde el máximo fue un 4,9% en mayo de 2002).
- b Cociente entre el IAPC de los servicios y el de los bienes industriales no energéticos con año base 2019. Medias móviles de seis meses. La tendencia prepandemia se estima a partir de los datos del período 2015-2019.


La elevada persistencia de la inflación de los servicios contrasta con la trayectoria de los precios de los bienes industriales no energéticos (BINE) tanto en España como en la UEM.

- En ambas áreas (véase gráfico 1.32.a), el máximo incremento de los precios de los BINE en el período más reciente se alcanzó en febrero de 2023 y, desde mediados de 2024, las tasas se muestran muy contenidas⁶², en contraste con la persistencia observada en la inflación de los servicios.
- En todo caso, el precio relativo de los servicios en relación con los BINE viene mostrando una tendencia claramente positiva desde comienzos de siglo (véase gráfico 1.32.b). En la

62 Aunque con algunas excepciones en España en los últimos meses, vinculadas, sobre todo, con el volátil comportamiento de la inflación del vestido y el calzado.

primera década del siglo, el aumento del precio relativo fue mayor en España que en el conjunto de la UEM, pero se comportó de forma similar en los años siguientes. La tendencia positiva solo se interrumpió brevemente al inicio de la escalada inflacionaria observada tras la pandemia de COVID-19, lo que refleja los problemas en las cadenas de suministros que elevaron la inflación de los BINE. Tras esa breve interrupción, la evolución del precio relativo fue similar en ambas zonas, aunque en 2025 se acentuó algo más en España la dualidad de la inflación entre BINE y servicios.

En un contexto de intensas perturbaciones en los precios de los insumos desde finales de 2021, la dinámica de los márgenes empresariales explicaría una parte de la divergencia en la evolución de los precios de los BINE y de los servicios, ya que los costes laborales se movieron en paralelo.

- El incremento de los costes salariales en los sectores que se relacionan con la producción de BINE y de servicios no habría desempeñado un papel preponderante en la diferente evolución de la inflación de estos componentes. Como se aprecia en el gráfico 1.33.a, los costes laborales siguieron una trayectoria muy parecida en los servicios de mercado y en las ramas manufactureras. Sin embargo, puesto que el coste laboral tiene un mayor peso sobre el coste total en la producción de servicios que en la de las manufacturas⁶³, la divergencia en el precio relativo de los servicios frente a los BINE reflejaría, en cierto modo, la dinámica observada en los salarios. En todo caso, la similitud en el incremento de los costes laborales totales en ambos sectores se observó también en el período de alta inflación de los servicios (2002-2007).
- Como se ha mencionado, el repunte inflacionario de 2022 estuvo asociado con el impacto de los cuellos de botella pospandemia y de la guerra de Ucrania sobre los costes de los insumos intermedios y de la energía⁶⁴. Inicialmente, las empresas habrían absorbido parte de este aumento de costes mediante un recorte de sus márgenes operativos —sobre todo, en manufacturas y algunas ramas de servicios, como comercio y hostelería (véase gráfico 1.33.b)—⁶⁵. Desde entonces, a medida que se revertía parte del *shock* de costes intermedios —y se relajaban progresivamente las condiciones financieras—, se habría producido una recomposición de márgenes empresariales que habría sido más intensa en algunas ramas de servicios de mercado —en particular, en aquellas donde la fortaleza de la demanda habría permitido mayores alzas de precios, como las asociadas al turismo (comercio y hostelería)—.

Desde una perspectiva agregada, la contribución acumulada desde finales de 2021 de los costes laborales y de los excedentes empresariales al deflactor del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado estaría en línea con su peso relativo en el VAB.

63 De acuerdo con la Estadística Estructural de Empresas para 2024, el peso del coste laboral sobre el valor de la producción en las manufacturas fue del 14 %, mientras que en los servicios de mercado (no financieros) alcanzó el 33,3 %.

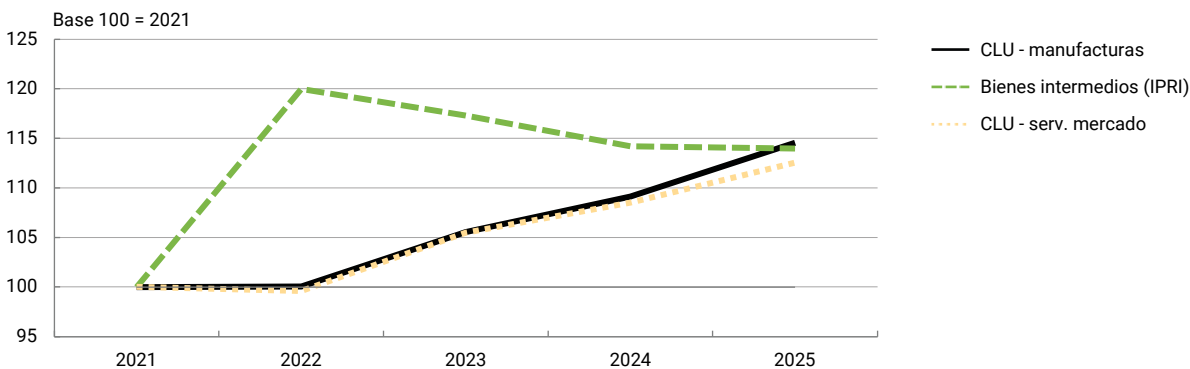
64 Banco de España (2023).

65 Además, las sociedades tuvieron que afrontar un incremento del coste de financiación motivado por el endurecimiento de la política monetaria, que también habría afectado a las decisiones de fijación de precios de las empresas.

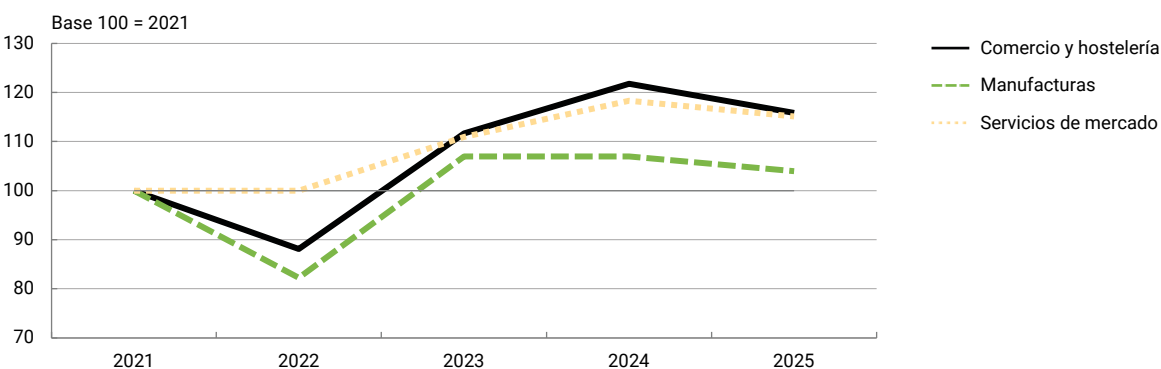
Gráfico 1.33

Los márgenes de las empresas absorbieron, inicialmente, parte del *shock* inflacionario de 2022. Su recuperación posterior fue más intensa en algunas ramas de servicios

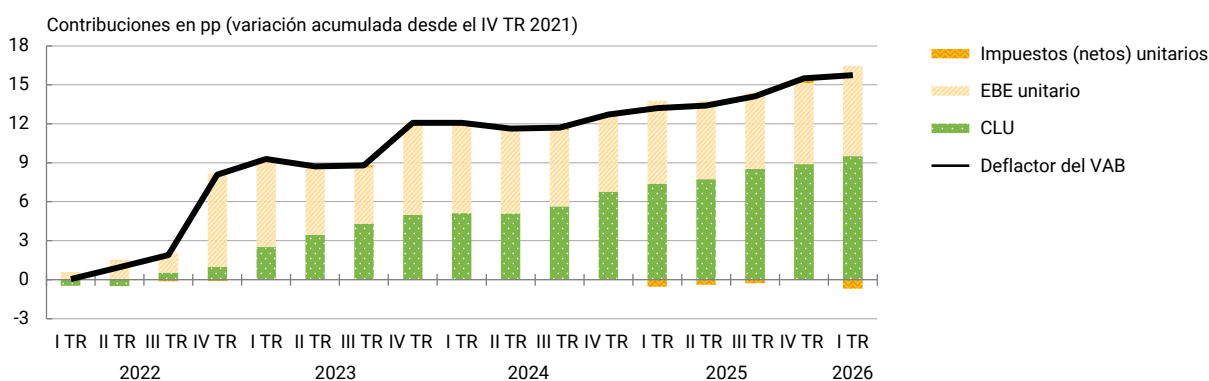
1.33.a Presiones de coste



1.33.b Márgenes empresariales en los servicios de mercado y en la industria manufacturera (a) (b)



1.33.c Descomposición del deflactor del VAB. Economía de mercado



FUENTES: Agencia Tributaria, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Calculado mediante el cociente entre el REB y las ventas totales, que, a su vez, se aproximan con los datos procedentes de las declaraciones del IVA y de las retenciones del IRPF procedentes de la Agencia Tributaria. Población corriente.
- b «Servicios de mercado» excluye los sectores de comercio mayorista de combustibles, gas y electricidad, actividades financieras y de seguros, y actividades recreativas y otros servicios. Las manufacturas excluyen el sector de refino. El comercio es coherente con la definición de servicios de mercado.



Cuadro 1.5

Descomposición de la evolución del deflactor del VAB de la industria manufacturera y de los servicios de mercado (períodos 2022-2023 y 2024-2025)

	Deflactor del VAB (crecimiento interanual promedio)		CLU (contribución a la var. del deflactor)		EBE e impuestos unitarios (contribución a la var. del deflactor)	
	2022-2023	2024-2025	2022-2023	2024-2025	2022-2023	2024-2025
Industria manufacturera	4,9	2,1	1,5	2,4	3,4	-0,3
Servicios de mercado	5,2	2,0	1,5	1,8	3,7	0,1
Comercio, transporte y hostelería	4,6	2,8	1,2	1,5	3,4	1,3
Información y comunicaciones	2,2	2,5	0,2	3,4	2,0	-1,0
Actividades financieras y de seguros	25,6	-0,8	1,3	1,1	24,3	-1,9
Actividades inmobiliarias	3,4	1,6	0,3	0,1	3,1	1,5
Actividades profesionales, científicas, técnicas y administrativas, y servicios de soporte	3,2	1,0	1,9	3,1	1,3	-2,1
Actividades artísticas y recreativas, reparación de bienes para el hogar y otros servicios	1,8	2,8	0,8	2,8	1,0	-0,1

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- Durante el episodio inflacionario que se ha producido desde 2021, tanto los costes laborales como los excedentes han contribuido de manera similar al deflactor del valor añadido de la economía de mercado. En una primera fase (hasta finales de 2023), el ritmo de avance de este deflactor estuvo impulsado por el repunte del excedente bruto de explotación (EBE) unitario (véase gráfico 1.33.c) y, en mucho menor medida, por los costes laborales unitarios (CLU), lo que es acorde con una mayor rigidez de los salarios para reaccionar ante el incremento de los precios. Posteriormente, en 2024 y 2025, el ritmo de crecimiento de los CLU se hizo más notorio y sustituyó al EBE unitario como principal impulsor del crecimiento de la inflación interior. En 2025, los CLU subieron un 4 % en la economía de mercado, mostrando un repunte respecto al año anterior (3,1 %).
- Por ramas de actividad, este patrón de mayor contribución del EBE a la evolución del deflactor del VAB en el período 2022-2023 y posterior recuperación de los CLU en los dos años siguientes ha sido bastante generalizado y se observa tanto en la industria manufacturera como en los servicios de mercado. No obstante, existe cierta heterogeneidad dentro de las ramas de servicios en cuanto a la intensidad de la contribución de los CLU al crecimiento del deflactor en el período más reciente, que fue mayor en las ramas de información y comunicaciones y en las de actividades profesionales y científicas (véase cuadro 1.5).

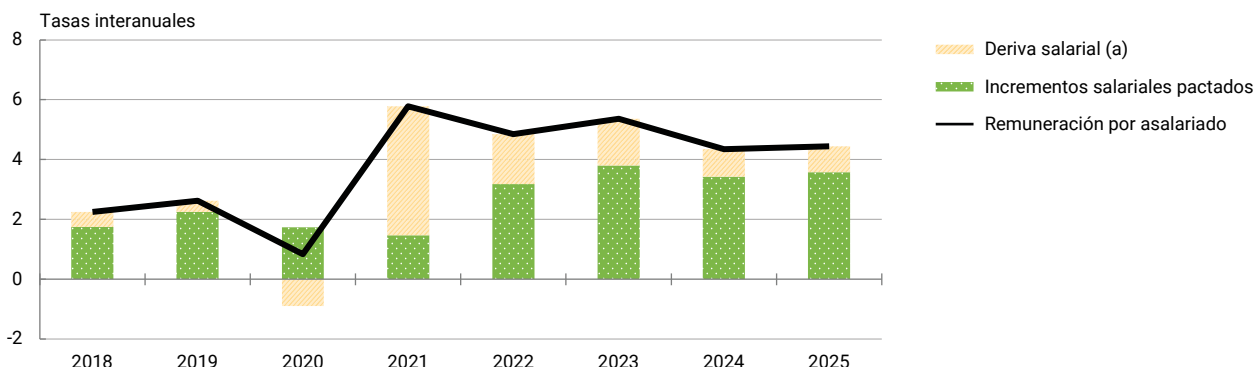
4.7 El crecimiento de los salarios en 2025 permitió recuperar poder adquisitivo

El crecimiento de la remuneración por asalariado se ha mantenido elevado en la economía de mercado, lo que refleja tanto los incrementos pactados en convenios colectivos como una contribución adicional asociada a la deriva salarial.

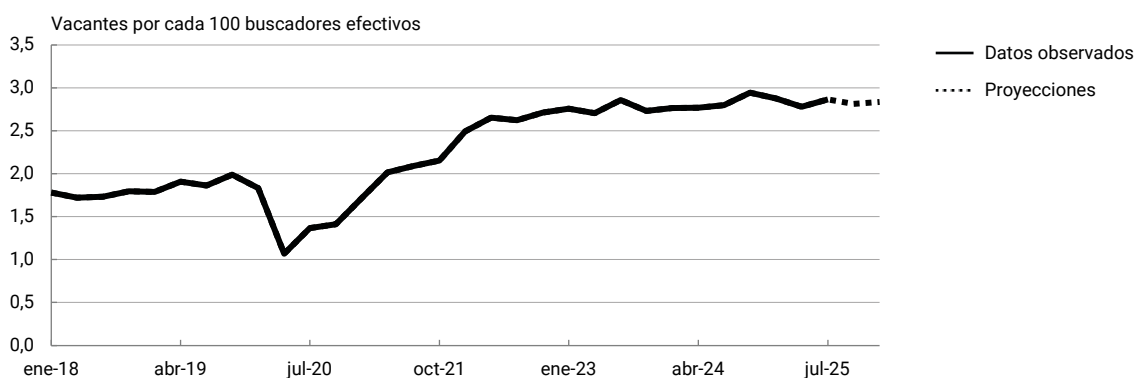
Gráfico 1.34

La remuneración por asalariado sigue creciendo en torno al 4 %, en un mercado laboral tensionado

1.34.a Remuneración por asalariado, incrementos salariales pactados y deriva salarial



1.34.b Ratio de vacantes por buscador efectivo (b)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, Indeed Data Portal, Ministerio de Trabajo y Economía Social, y Eurostat.

- a** La deriva salarial se define como la diferencia entre la variación de la remuneración por asalariado y la variación de los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos.
- b** Datos desestacionalizados. La ratio de vacantes por buscador efectivo se calcula a partir de los datos observados de vacantes en la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) hasta el tercer trimestre de 2025 y construyendo una medida de buscadores efectivos con los datos observados de la EPA. Los buscadores efectivos se calculan como la suma ponderada de desempleados de corta duración, desempleados de larga duración, inactivos que quieren trabajar, inactivos que no quieren trabajar y empleados, asignando a cada grupo un peso según su probabilidad relativa de encontrar empleo. Para el cuarto trimestre de 2025 y el primer trimestre de 2026 se reportan proyecciones calculadas a partir de un modelo de regresión lineal donde la variable dependiente es el número de vacantes estandarizado en la ETCL y la variable independiente es el índice de vacantes estandarizado del portal de empleo Indeed, y asumiendo un valor para los buscadores efectivos en el primer trimestre de 2026 igual al promedio de 2025. Los datos de vacantes del portal de empleo Indeed son datos diarios hasta el 6 de febrero de 2026. La serie trimestral se construye promediando los valores diarios.



- En particular, la remuneración por asalariado ha crecido por encima del 4 % en los dos últimos años, mientras que los incrementos salariales pactados en convenios se han situado en el entorno del 3,5 % (véase gráfico 1.34.a), por encima de la referencia salarial pactada en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (3 % para 2025). En cuanto a los acuerdos salariales para 2026, la información procedente de los convenios firmados en años anteriores apunta a cierta moderación, con subidas pactadas de en torno al 2,9 % hasta abril.
- El reciente repunte de la inflación asociado al *shock* energético tras el estallido del conflicto en Oriente Medio tendría un efecto limitado, al menos a corto plazo, sobre los incrementos salariales pactados. La elevada inercia de la negociación colectiva plasmada en la presencia

mayoritaria de convenios plurianuales hace que en torno al 70 % de los trabajadores cubiertos por la negociación colectiva ya tengan fijada su subida salarial para 2026. Por otro lado, el impacto de las cláusulas de salvaguarda frente a la inflación es inferior en los últimos años al que se observaba en el pasado⁶⁶.

- Desde una perspectiva sectorial, el crecimiento salarial ha sido relativamente generalizado, si bien destacan los incrementos de la remuneración por asalariado en 2025 en la agricultura (5,7 %), la construcción (4,8 %) y los servicios de mercado (4,7 %). En términos reales, la remuneración por asalariado creció un 1,4 % en 2025, registrando una recuperación del poder adquisitivo tras el *shock* inflacionista iniciado a mediados de 2021 (que se situó un 3,8 % por encima en términos reales de su nivel de entonces).

La evolución reciente de los salarios se produce en un contexto de elevado tensionamiento del mercado de trabajo.

- Una medida que aproxima este grado de tensión es la ratio de vacantes por buscador efectivo, ya que refleja en qué medida el conjunto de personas que buscan empleo (que incluye desempleados, empleados e inactivos) compiten por los puestos vacantes disponibles. Dicha ratio ha aumentado de forma significativa desde valores de en torno a 1,3 vacantes por cada 100 buscadores efectivos en 2020 hasta valores cercanos a 3 desde 2023, sin que se observen señales de moderación (véase gráfico 1.34.b).

La inmigración hacia España podría haber contribuido a una cierta relajación de las tensiones previamente observadas en el mercado de trabajo, si bien la estimación de este impacto está sujeta a retos metodológicos importantes.

- Por un lado, la llegada de trabajadores inmigrantes incrementa la oferta laboral, lo que podría ejercer presiones a la baja sobre los salarios en determinados segmentos ocupacionales o niveles de cualificación. Por otro, la inmigración también puede generar efectos positivos sobre los salarios de los nativos a través de mecanismos de complementariedad, al permitir una especialización hacia tareas de mayor productividad o valor añadido. La identificación empírica de estos efectos resulta especialmente compleja en un contexto caracterizado por la reasignación sectorial de los trabajadores nativos documentada previamente, lo que dificulta aislar el impacto directo de la inmigración sobre los salarios observados.
- Un primer ejercicio que intenta relacionar la intensidad de los flujos migratorios y la evolución salarial de los nativos muestra que, en promedio, las provincias que han recibido un mayor número de inmigrantes no han experimentado una evolución salarial significativamente diferente de la observada en otras provincias con menor inmigración⁶⁷.

66 Izquierdo y Herrera (2022).

67 No obstante, este resultado agregado podría ser compatible con un alivio de las presiones salariales en las provincias de mayor inmigración, en la medida en que los cambios en la composición del empleo nativo hacia tareas de mayor valor añadido documentados anteriormente hubieran aumentado al mismo tiempo el salario medio observado. Adicionalmente, es posible que los efectos de la inmigración sean heterogéneos entre distintos colectivos de trabajadores nativos, con impactos diferenciados a lo largo de la distribución salarial y según características u ocupaciones específicas.

5 El reto de afrontar el déficit estructural de la política fiscal

5.1 La evolución expansiva de ingresos y gastos

En 2025, la mejora del saldo de las Administraciones Públicas (AAPP) se produjo en un contexto de fuerte dinamismo de los ingresos y de los gastos no extraordinarios. Así, la mejora responde en gran medida a factores de carácter transitorio, mientras que no se observan cambios estructurales en la situación de las finanzas públicas respecto a la situación previa a la pandemia de COVID-19.

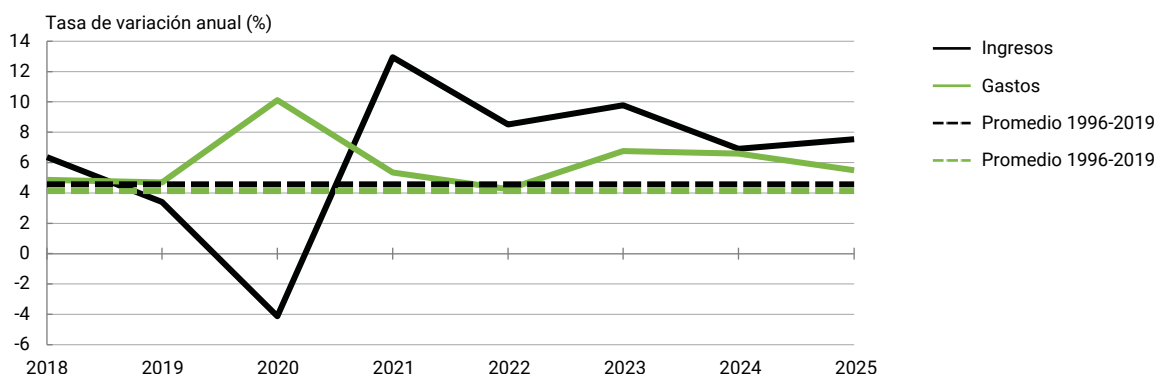
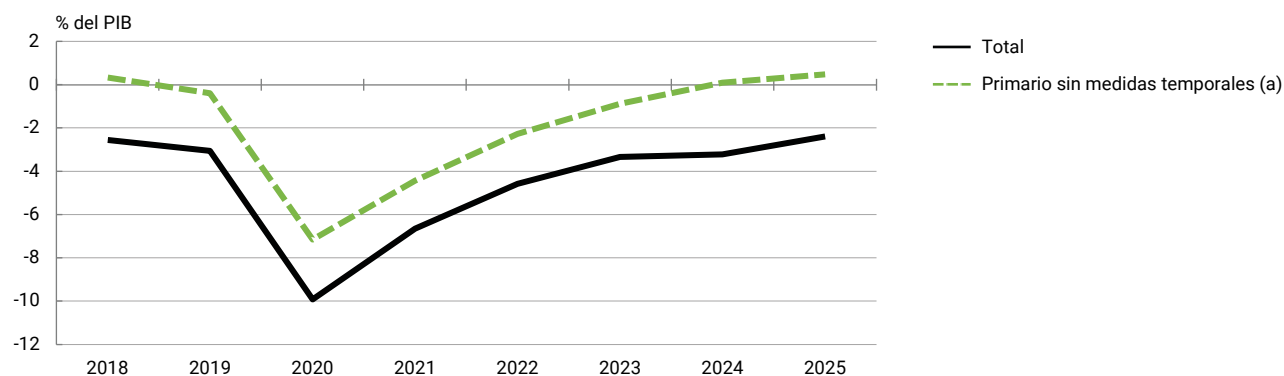
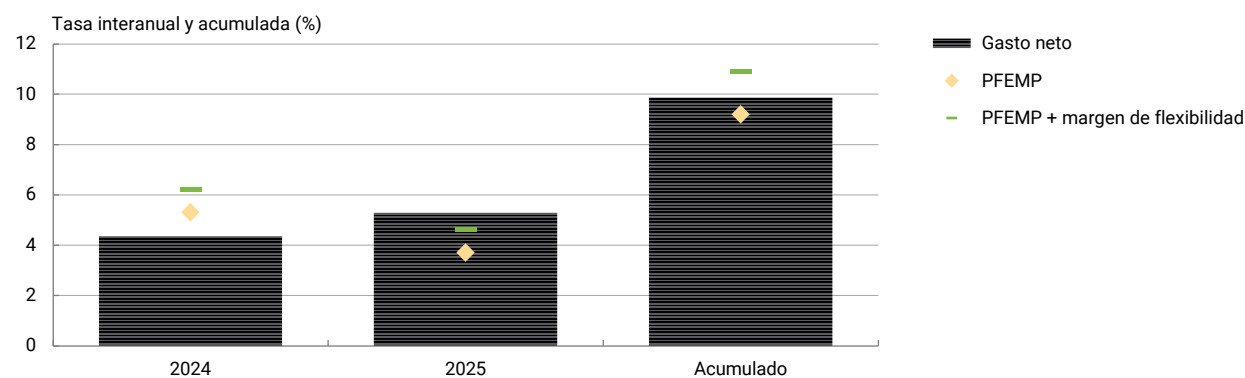
- Los ingresos públicos crecieron un 7,5 % interanual en 2025 (véase gráfico 1.35.a), impulsados por el avance de la recaudación impositiva (9,6 %). Este fuerte dinamismo se debió al aumento de las bases macroeconómicas de los impuestos, a las medidas discrecionales adoptadas⁶⁸ y al efecto de la progresividad en frío en el IRPF.
- Por su parte, los gastos públicos crecieron un 5,5 % interanual, también por encima de su media histórica. Esto se produjo a pesar del notable descenso de los gastos de carácter transitorio —relacionados con las inundaciones de València de octubre de 2024 y con diversas sentencias judiciales—, que pasaron de representar un 0,9 % del PIB en 2024 a un 0,4 % en 2025. Excluyendo estos, el crecimiento del gasto habría sido del 6,7 % interanual.
- De este modo, el déficit de las AAPP se redujo en 0,8 puntos porcentuales (pp) en 2025, hasta el 2,4 % del PIB, alcanzando el equilibrio en el saldo primario (–16 millones de euros), que sería incluso superávit primario si se excluyen los factores transitorios (véase gráfico 1.35.b). Esta positiva evolución contrasta con el avance mucho más modesto del déficit público del conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM) —que pasó del 3 % en 2024 al 2,9 % en 2025—, si bien el endeudamiento público en España (100,7 % del PIB) sigue siendo superior al de la UEM (87,8 % del PIB).
- No obstante, la mejora del saldo público español de 2025 se debe fundamentalmente a factores transitorios. Al descenso en 0,5 pp de los gastos extraordinarios se le unen 0,2 pp de mayores ingresos transitorios —por el límite del 50 % a las deducciones de pérdidas de filiales en el impuesto sobre sociedades, que no podrán deducirse ahora, pero sí en los próximos diez años— y otros 0,2 pp por el impulso derivado del ciclo económico.
- De hecho, la reducción del déficit de las AAPP en 2025 habría sido compatible con un crecimiento del gasto neto⁶⁹ por encima del 3,7 % fijado en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP)⁷⁰ (véase gráfico 1.35.c).

68 Las principales medidas que elevaron la recaudación en 2025 son las siguientes: la recuperación total de los tipos impositivos habituales en el IVA de la energía y los alimentos, en el impuesto especial sobre la electricidad y en el impuesto sobre el valor de la producción de energía eléctrica; la recuperación del límite a la compensación de bases imponibles negativas en el impuesto sobre sociedades y la extensión transitoria del límite del 50 % a la deducción de pérdidas de filiales en este mismo impuesto, y los aumentos en las cotizaciones sociales por la aplicación progresiva de la última reforma de pensiones.

69 Definido como el gasto público total, excluyendo los intereses de la deuda, el gasto cíclico en desempleo y los gastos en programas de la Unión Europea (UE) compensados íntegramente por ingresos de la UE, y ajustado por las medidas discrecionales de ingresos.

70 Para un análisis del cumplimiento de las reglas fiscales, véase el epígrafe 5.2 más adelante.

Gráfico 1.35

En 2025, el saldo de las AAPP mejoró por el fuerte avance de los ingresos públicos y los menores gastos transitorios
1.35.a Evolución de los ingresos y los gastos públicos

1.35.b Saldo de las AAPP

1.35.c Crecimiento del gasto neto

FUENTES: Intervención General de la Administración del Estado e *Informe de Progreso Anual 2026*.

NOTA: Los datos de 2025 de medidas temporales de la Comisión Europea y de crecimiento del gasto neto son todavía previsiones, hasta que se publiquen las previsiones de la Comisión Europea de mayo y el *Informe de Progreso Anual 2026*.

a Se excluyen las medidas temporales estimadas por la Comisión Europea.


- En términos estructurales (ajustados de ciclo y de factores atípicos), se estima que el desequilibrio de las cuentas públicas españolas se mantendría aún próximo a los niveles medios registrados en los años anteriores al desencadenamiento de la pandemia de COVID-19, situándose en torno al 3 % del PIB. Desde entonces, se ha producido un aumento importante tanto de los ingresos como de los gastos, en porcentaje del PIB, como se analiza en detalle en el [recuadro 1.7](#).

5.2 Balance del primer año con el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo

El primer año de ajuste del Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP) español se ha saldado con un crecimiento del gasto neto por encima de lo establecido, pero dentro del margen de flexibilidad permitido.

- El PFEMP español fue aprobado por el Consejo de la Unión Europea en enero de 2025 e incluye una senda decreciente de crecimiento máximo del gasto neto, con un promedio del 3 % en el período total de ajuste (2025-2031) y del 3,4 % en el período de vigencia del Plan (2025-2028). El ajuste fiscal se inició tras un año 2024 en el que el crecimiento observado del gasto neto se situó por debajo del incorporado en el Plan (4,1 %, frente al 5,3 %), lo que supuso un adelanto en el proceso de ajuste previsto para 2025-2031, facilitando así el cumplimiento de los objetivos.
- De acuerdo con el [Informe de Progreso Anual 2026](#), presentado por el Gobierno español el pasado mes de abril, en 2025 el crecimiento anual del gasto neto habría estado por encima de lo fijado en el PFEMP (4,8 %, frente al 3,7 %). No obstante, la desviación estaría dentro de lo permitido, teniendo en cuenta el margen de flexibilidad de las nuevas reglas fiscales europeas y la solicitud por parte del Gobierno español de la activación de la cláusula de escape nacional ligada al aumento del gasto en defensa⁷¹. Asimismo, en términos acumulados, desde 2023 el crecimiento observado se sitúa en línea con el compromiso adquirido (véase gráfico 1.35.c)⁷².
- El cumplimiento del objetivo del PFEMP en 2025, pese al notable crecimiento del gasto, se debe al uso de los márgenes de flexibilidad y al elevado impacto estimado de las medidas de aumento de impuestos y cotizaciones sociales [0,9 puntos porcentuales (pp) del PIB]. Asimismo, la mayor flexibilidad que incorpora la cláusula de escape por el gasto en defensa permite anticipar también un cumplimiento de los compromisos del plan fiscal en 2026⁷³.

71 Dicha cláusula permite elevar el gasto neto por encima de lo fijado, durante 2025-2028, en la cuantía del aumento observado del gasto en defensa con respecto a 2024 (hasta un máximo del 1,5 % del PIB). Según el *Informe Anual de Progreso*, en 2025 el gasto en defensa (COFOG) se habría incrementado en 0,1 pp del PIB con respecto a 2024, del 0,9 % al 1 %, lo que habría permitido 0,3 pp de mayor crecimiento del gasto neto.

72 En la fecha de cierre de este Informe, las autoridades europeas tienen todavía que validar dicha estimación de crecimiento del gasto neto, evaluarlo y adoptar las decisiones pertinentes.

73 La guía operativa publicada por la Comisión Europea al respecto incorpora mayor flexibilidad en el caso de adopción de dicha cláusula de escape. Así, en ese caso, además de descontar el incremento del gasto en defensa, las desviaciones con respecto al plan fiscal se analizarán exclusivamente de forma acumulada (desde 2023), desapareciendo los límites establecidos para las desviaciones anuales del gasto neto.

En 2027, en cambio, las Administraciones Públicas (AAPP) tendrán que hacer frente al mayor crecimiento de varias partidas de gasto, como los salarios públicos (por el acuerdo plurianual firmado con los sindicatos) o las prestaciones sociales (por la subida del IPC de este año), con un margen de flexibilidad agotado. El *Informe de Progreso Anual 2026* no contiene ningún anuncio de nuevas medidas que permitan sustentar el cumplimiento de los objetivos del PFEMP para estos años, lo que le resta credibilidad y mantiene la incertidumbre sobre la situación de las finanzas públicas en España. En esa misma línea, si bien el informe detalla el cumplimiento de las reformas que permitieron extender el período de ajuste del PFEMP de cuatro a siete años, no se cuantifica en qué medida estas reformas han contribuido a sus objetivos iniciales de mejora de la sostenibilidad de las finanzas públicas a medio plazo.

- Además, este primer año de vigencia de las nuevas reglas europeas ha puesto de manifiesto ciertas dificultades para su evaluación, como es la incertidumbre en torno a la medición del crecimiento del gasto neto. Dicho crecimiento no se conoce, como pronto, hasta abril del año siguiente al año de referencia, y su estimación incluso a año cerrado varía con el tiempo. En particular, la evidencia española apunta a importantes variaciones en el tiempo del impacto estimado de las medidas discrecionales de ingresos y del volumen de gastos extraordinarios. Esto dificulta la evaluación de la política fiscal e introduce riesgos en cuanto al cumplimiento del objetivo de sostenibilidad de las finanzas públicas a largo plazo. Por otro lado, el grado de flexibilidad incluido genera ciertas dudas sobre la medida en que las nuevas reglas corrigen el problema histórico de prociclicidad de la política fiscal.
- La situación actual de las finanzas públicas, sumada a la considerable incertidumbre reciente y a las previsible necesidades de gasto futuras, hace especialmente aconsejable reforzar la previsibilidad de la política fiscal. Esta estrategia debería articularse en torno a previsiones a medio plazo, acompañadas de un grado suficiente de detalle de medidas que permitirían conseguir estos objetivos⁷⁴.

5.3 Las nuevas presiones de gasto público en un contexto de elevada deuda pública

La política fiscal se enfrenta al reto de absorber nuevas presiones de gasto. Las tensiones geopolíticas han inducido una dinámica de aumento del gasto público en defensa, lo que se suma a las presiones estructurales asociadas a la transición climática, el envejecimiento demográfico y la digitalización de la economía. Se estima que el impulso del gasto en defensa tendrá impactos macroeconómicos positivos a corto plazo.

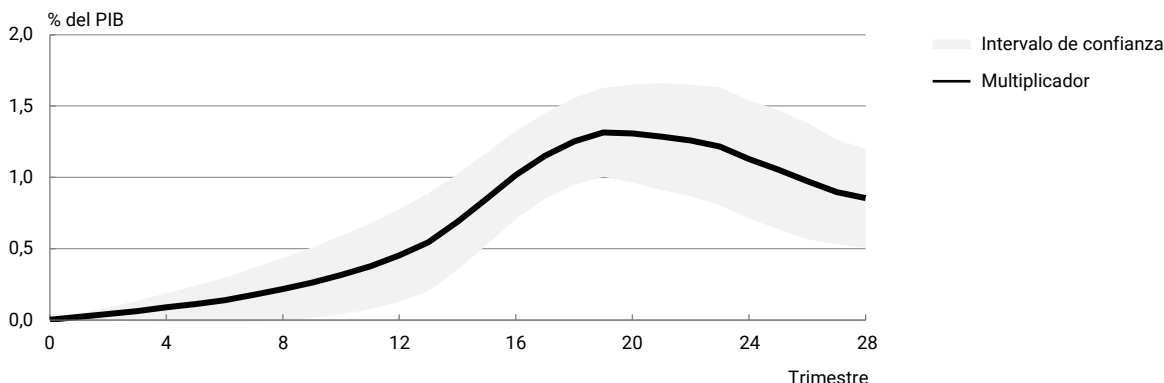
- En un contexto de elevadas tensiones geopolíticas, España ha reafirmado su compromiso de alcanzar un gasto en defensa del 2 % del PIB, lo que supone un aumento adicional

⁷⁴ En el anterior marco de gobernanza fiscal europeo, las actualizaciones anuales de los programas de estabilidad incorporaban previsiones fiscales para el año en curso y, al menos, los tres años siguientes, de acuerdo con el horizonte de programación requerido. Por el contrario, los informes de seguimiento previstos en el marco europeo vigente se limitan, con carácter general, a incluir previsiones fiscales únicamente para el ejercicio en curso.

Gráfico 1.36

El impacto del gasto en defensa sobre la actividad económica se materializaría a medio plazo y con un efecto transitorio

1.36.a Multiplicador del gasto en defensa



FUENTE: Alloza, Durá, Domínguez-Díaz y Varotto (2026).



significativo respecto a los últimos datos disponibles para 2025 (1 % del PIB, según el *Informe de Progreso Anual 2026*)⁷⁵.

- Un análisis de los datos históricos de contratos del Ministerio de Defensa vinculados a la inversión en defensa⁷⁶ muestra que, dada la complejidad inherente a estos procesos, el impacto sobre la actividad económica de un aumento del gasto en defensa se materializa con un retraso de entre dos y tres años, alcanza su máximo en torno a los cuatro años y medio y presenta un carácter transitorio. En el promedio de siete años, el multiplicador fiscal de estas inversiones ascendería a un valor de entre 0,6 y 0,7 (véase gráfico 1.36.a).
- Por otro lado, la literatura existente sugiere que el efecto macroeconómico presenta un carácter más persistente cuando el aumento del gasto se concentra en partidas vinculadas a la I+D⁷⁷.

En ausencia de una estrategia de medio plazo de la política fiscal, resulta incierto cómo se financiarán estas nuevas presiones de gasto y, por tanto, qué efecto tendrán sobre la dinámica de la deuda pública, lo que refuerza la conveniencia de avanzar en la planificación a medio plazo de la política fiscal.

⁷⁵ En la Cumbre de la OTAN de La Haya (junio de 2025), los aliados acordaron en conjunto un objetivo de inversión en defensa y seguridad del 5 % del PIB a medio plazo. En la Contabilidad Nacional, las cifras de gasto en defensa pueden mostrar un desfase temporal respecto a la metodología de la OTAN por razones metodológicas. En particular, la inversión en bienes de equipo se registra en la Contabilidad Nacional cuando dichos bienes son entregados a las Administraciones Públicas, y no en el momento del compromiso o de la ejecución presupuestaria.

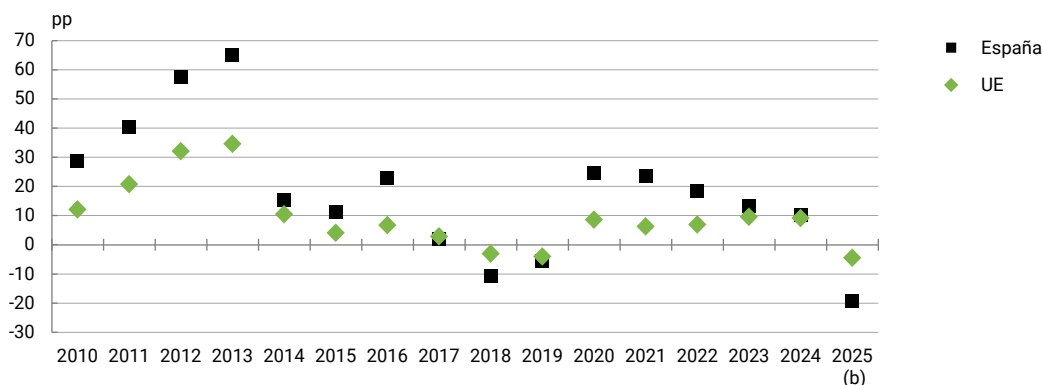
⁷⁶ Alloza, Durá, Domínguez-Díaz y Varotto (2026).

⁷⁷ Antolin-Díaz y Surico (2025) señalan que el gasto en defensa en Estados Unidos tiene efectos macroeconómicos más persistentes cuando desplaza la composición del gasto público hacia la I+D.

Gráfico 1.37

Errores de previsión de deuda sobre PIB a 5 años

1.37.a Errores de previsión en la media de la UE y en España (a)



FUENTE: Estefanía-Flores y Ghomi (2026) a partir de las proyecciones de deuda publicadas por el Fondo Monetario Internacional.

a Los errores en el gráfico en el año t reflejan los cometidos en la previsión de deuda pública realizada en el año t-5.

b Los errores de previsión se calculan con el *vintage* de octubre del año siguiente para los niveles observados de deuda; para 2025 se utiliza el *vintage* de abril de 2026, al ser el último disponible.



- La falta de una estrategia fiscal lo suficientemente detallada a medio plazo dificulta anticipar con claridad los mecanismos de financiación de las nuevas presiones de gasto, en la medida en que no está plenamente definido si se abordarán mediante un aumento de los ingresos (por ejemplo, vía impuestos) o a través de un mayor recurso al endeudamiento. Esta indefinición introduce cierto grado de incertidumbre sobre la evolución futura del déficit y la deuda pública, lo que subraya la importancia de seguir avanzando hacia una planificación fiscal más estructurada y orientada al medio plazo.

Además, hay que tener en cuenta que en las fases expansivas las previsiones de medio plazo de la deuda pública tienden a presentar un sesgo de infraestimación.

- A partir de proyecciones del Fondo Monetario Internacional para el período 2010-2024⁷⁸, se observa que, en promedio, los errores de previsión de la deuda pública tienden a subestimarla. Este sesgo aumenta con el horizonte de proyección y se explica en gran medida por factores vinculados a la propia dinámica de la deuda, más allá de los errores de previsión del PIB.
- Según este análisis, las condiciones macroeconómicas en el momento de elaboración de las previsiones influyen de forma significativa tanto en la magnitud como en el signo de los errores de previsión de la deuda. En particular, el gráfico 1.37.a muestra un comportamiento cíclico muy marcado: durante las fases expansivas (2005-2008 o 2015-2019) las previsiones tienden a subestimar la ratio de deuda, mientras que en contextos recesivos o de elevada incertidumbre —como tras la crisis financiera global o durante la pandemia— los errores se concentran en sobrestimaciones. Este patrón recurrente pone de manifiesto la conveniencia

78 Estefanía-Flores y Ghomi (2026).

de reforzar los mecanismos de planificación de la política fiscal, especialmente en fases expansivas, cuando el sesgo de las previsiones puede inducir a una percepción excesivamente favorable de la sostenibilidad de las finanzas públicas, un aspecto particularmente relevante en el contexto actual de crecientes presiones por el lado del gasto.

6 El saldo exterior de la economía española en 2025

La capacidad de financiación de la economía española se mantuvo elevada en 2025, apoyada en el elevado ahorro de empresas y familias.

- El mantenimiento de la elevada capacidad de financiación en 2025 [4 % del PIB, 0,3 puntos porcentuales (pp) inferior a la registrada en 2024] reflejó principalmente el gran superávit de la cuenta corriente (2,9 % del PIB). El déficit de la balanza de rentas primarias se redujo en 0,1 pp, hasta el -0,9 % del PIB, debido al menor peso de los tipos de interés, mientras que se produjo un ligero aumento del déficit de la balanza de rentas secundarias, hasta el -0,8 % del PIB, por el aumento de las remesas y de los flujos de la Unión Europea (ligados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia). Por su parte, la cuenta de capital también contribuyó positivamente a la capacidad de financiación de la economía española en 1 % del PIB, aunque su contribución fue 0,1 pp inferior a la de 2024 (véase cuadro 1.6).
- La capacidad de financiación de la economía española se apoyó tanto en empresas (1,2 % del PIB) como en hogares (2,9 % del PIB), ambos con elevados niveles de ahorro (17,2 % del PIB y 7,6 % del PIB, respectivamente). El descenso de la capacidad de financiación de la economía española respecto al año anterior se debe a la disminución de dicha capacidad por parte de las familias (en 1 pp)⁷⁹, compensada, por un lado, por el aumento de la capacidad de financiación de las empresas y, por otro lado, por la disminución de la necesidad de financiación de las Administraciones Públicas en 0,8 pp, hasta el -2,4 % del PIB. La cuenta financiera volvió a registrar un superávit significativo (4 % del PIB), lo que refleja la elevada capacidad de financiación mostrada por la economía española.

En 2025, la posición neta de inversión internacional (PII) se elevó ligeramente, hasta el 44,8 % del PIB, al igual que la ratio de la deuda externa bruta sobre PIB.

- El aumento en 3,8 pp de la posición deudora en 2025 respecto a 2024 se debió en parte a los efectos valoración asociados a la apreciación del euro frente al dólar y las variaciones de precios. Por sectores institucionales, el deterioro de la PII se explica, principalmente, por el aumento de la posición deudora correspondiente al sector público (en 3 pp, hasta el -43 % del PIB), mientras que el Banco de España redujo su posición deudora neta en 2,6 pp, hasta el -8,1 % del PIB. Por su parte, el sector privado no financiero aumentó su posición deudora (-20,8 % del PIB, 0,9 pp superior a la del año anterior): la posición neta deudora de las sociedades no financieras (-38,4 % del PIB, 2,3 pp inferior a la del año anterior) fue parcialmente compensada por la posición neta acreedora de los hogares y las instituciones sin fines de lucro (17,4 % del PIB, 1,4 pp superior a la del año anterior).
- El saldo de la PII, excluido el Banco de España, aumentó en mayor medida (+6,4 pp), hasta situarse en el -30,2 % del PIB. Por categoría funcional, la posición deudora neta en términos

⁷⁹ A pesar del descenso de la capacidad de financiación de las familias, su nivel de ahorro se situó en 2025 3,2 pp por encima de los niveles observados en el período 2014-2019.

Cuadro 1.6

En 2025, la capacidad de financiación de la economía española volvió a ser positiva (4 % del PIB), aunque ligeramente inferior a la de 2024. La PII se elevó ligeramente, hasta el 44,8 % del PIB

1.6.a Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la economía española

	Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación	Saldo de bienes energéticos	Saldo de bienes no energéticos	Saldo de servicios	Saldo de rentas	Cuenta de capital
Promedio 2000-2019	-2,0	-2,9	-1,6	4,0	-2,0	0,5
2020	1,2	-1,4	0,8	2,1	-0,7	0,4
2021	1,6	-2,2	0,5	2,7	-0,2	0,9
2022	1,3	-4,0	-0,4	5,3	-0,5	0,9
2023	3,9	-2,4	0,1	6,2	-1,1	1,1
2024	4,3	-2,3	0,1	6,3	-1,0	1,1
2025	4,0	-1,9	-1,0	6,7	-0,9	1,0

1.6.b Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la economía española, por sectores institucionales

	Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación	AAPP	Hogares	Empresas financieras	Empresas no financieras
Promedio 2000-2019	-2,0	-3,8	-0,6	2,0	0,5
2020	1,2	-9,91	8,25	2,52	0,37
2021	1,6	-6,65	5,10	2,69	0,51
2022	1,3	-4,59	0,66	2,95	2,31
2023	3,9	-3,34	2,79	2,46	1,94
2024	4,3	-3,22	3,93	2,00	1,60
2025	4,0	-2,39	2,88	2,25	1,21

1.6.c Evolución y descomposición de la PII, por categoría funcional

	PII neta	PII neta, excl. Banco de España	IED, excl. Banco de España	IC, excl. Banco de España	Otra inversión, excl. Banco de España	Derivados	Reservas
Promedio 2000-2019	-75,0	-69,08	-9,59	-42,78	-19,99	-0,22	3,51
2020	-83,7	-53,89	-17,16	-41,92	-0,12	-0,55	5,87
2021	-69,2	-41,95	-16,47	-33,09	1,87	-0,86	6,59
2022	-56,2	-31,78	-14,78	-22,89	-0,41	-0,04	6,34
2023	-49,3	-34,45	-13,57	-24,35	-2,81	0,04	6,23
2024	-41,0	-23,77	-12,32	-22,61	4,48	0,17	6,51
2025	-44,8	-30,20	-13,56	-26,50	3,13	0,27	6,46

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

de inversión en cartera aumentó en 3,9 pp (hasta el -26,5 % del PIB), mientras que se redujo la posición acreedora neta en términos de otra inversión en 1,4 pp, hasta el 3,1 % del PIB.

- En términos de inversión extranjera directa (IED), aumentó la posición deudora neta en 1,2 pp (hasta el -13,6 % del PIB). Por países, el Reino Unido se mantuvo como el mayor país

de destino de IED de España, con un *stock* acumulado del 7,2 % del PIB, seguido por Estados Unidos (6,5 %). Por su parte, Estados Unidos fue el principal inversor en España (8,3 %), seguido del Reino Unido (7,5 %), Alemania (6,7 %) y Francia (6,6 %).

- Por último, la deuda externa bruta⁸⁰ se elevó ligeramente en 0,6 pp, hasta situarse en 163,5 % del PIB, principalmente por el aumento de la deuda externa del sector público (en +3 pp) y el de las instituciones financieras monetarias (en +2,8 pp), que fueron parcialmente contrarrestados por el descenso de la deuda exterior del Banco de España (en -3,6 pp) y de otros sectores residentes (en -0,5 pp). La deuda externa está compuesta, principalmente, por instrumentos con vencimiento a largo plazo (52 % del total) y por entidades del sector público.

⁸⁰ La deuda externa bruta comprende todos los pasivos de la nación frente al resto del mundo que suponen una obligación futura de pago. Por lo tanto, excluye la renta variable —las acciones y otras participaciones en el capital y las participaciones en fondos de inversión—, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes.

Bibliografía

- Alloza, Mario, Pau Durá, Rubén Domínguez-Díaz y Iacopo Varotto. (2026). "The Macroeconomic Effects of Defence Expenditure: Evidence from Spain". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Amiti, Mary, Chris Flanagan, Sebastian Heise y David E. Weinstein. (2026). "Who Is Paying for the 2025 U.S. Tariffs?". *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 12 de febrero. <https://doi.org/10.59576/lse.20260212>
- Anghel, Brindusa, Cristina Barceló y Ernesto Villanueva. (2019). "La tasa de ahorro en España entre 2007 y 2016: descomposición por grupos de población y posibles determinantes". *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2019, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10116>
- Anghel, Brindusa, Fernando Antón, Juan Francisco Jimeno y Aitor Lacuesta. (2026). "Capítulo 3. Características y asimilación laboral de la nueva ola de inmigrantes en España". En Raquel Carrasco y Raymond Torres (coords.), *La inmigración en España: retos, impacto y políticas*. Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas), Estudios de la Fundación. Serie Economía y Sociedad, 111. <https://www.funcas.es/libro/la-inmigracion-en-espana-retos-impacto-y-politicas/>
- Antolin-Diaz, Juan, y Paolo Surico. (2025). "The long-run effects of government spending". *American Economic Review*, 115(7), pp. 2376-2413. <https://doi.org/10.1257/aer.20231278>
- Arjona, Roman, William Connell García y Cristina Herghelegiu. (2023). "An enhanced methodology to monitor the EU's strategic dependencies and vulnerabilities". Single Market Economics Papers, 14, European Commission. <https://doi.org/10.2873/768035>
- Balteanu, Irina, Maximiliano Moreno y Francesca Viani. (2026). "Flooded by China? Trade diversion due to US tariffs during Trump's first mandate". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Banco Central Europeo. (2025). *ECB Economic Bulletin*, 8/2025. <https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/html/eb202508.en.html>
- Banco Central Europeo. (2026). *Eurosystem response to the EU Commission's targeted consultation on the competitiveness of the EU banking sector*. <https://www.ecb.europa.eu/press/consultationresponse/pdf/ecb.conresp202604.en.pdf>
- 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. 152-199. https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/InformesAnuales/22/Fich/InfAnual_2022_Cap3.pdf
- Banco de España. (2025a). "Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Marzo de 2025". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T1. <https://doi.org/10.53479/39318>
- Banco de España. (2025b). "Recuadro 5. Un primer análisis del aumento de las bajas por incapacidad temporal en España". En Banco de España, *Informe Anual 2024*, pp. 172-175. <https://doi.org/10.53479/39867>
- Banco de España. (2026a). *Informe de Economía Latinoamericana. 1.º semestre 2026*. <https://doi.org/10.53479/42988>
- Banco de España. (2026b). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2026*. <https://doi.org/10.53479/43187>
- Banco de España. (2026c). *Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Junio de 2026*. <https://doi.org/10.53479/43546>.
- Banco Mundial. (2025). *Global Skill Partnerships*. <https://gsp.cgdev.org/>
- Blanchard, Olivier, y Ángel Ubide. (2026). "Eurobonds: Despite objections, they are more needed than ever". *Realtime Economics*, Peterson Institute for International Economics, 7 de mayo. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economics/2026/eurobonds-despite-objections-they-are-more-needed-ever>
- Boeckelmann, Lukas, Lorenz Emter, Vanessa Gunnella, Karin Klieber y Tajda Spital. (2025). "China-US trade tensions could bring more Chinese exports and lower prices to Europe". *The ECB Blog*, 30 de julio. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250730~833a22650e.en.html>
- Brunnermeier, Markus K., Sam Langfield, Marco Pagano, Ricardo Reis, Stijn Van Nieuwerburgh y Dimitri Vayanos. (2017). "ESBies: safety in the tranches". *Economic Policy*, 32(90), pp. 175-219. <https://doi.org/10.1093/epolic/eix004>
- Card, David. (2001). "Immigrant Inflows, Native Outflows, and the Local Labor Market Impacts of Higher Immigration". *Journal of Labor Economics*, 19(1), pp. 22-64. <https://doi.org/10.1086/209979>

- Charalambakis, Evangelos, Bruno Fagandini, Lukas Henkel y Chiara Osbat. (2022). "The impact of the recent rise in inflation on low-income households". *ECB Economic Bulletin*, 7/2022. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202207_04~a89ec1a6fe.en.html
- Comisión Europea. (2021). "Strategic dependencies and capacities". Commission Staff Working Document, SWD(2021) 352, European Commission. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021SC0352>
- Comisión Europea. (2025). "Monitoring trade diversion". https://policy.trade.ec.europa.eu/enforcement-and-protection/trade-defence/monitoring-trade-diversion_en
- Estefanía-Flores, Julia, y Morteza Ghomi. (2026). "Debt Forecast Errors over Business Cycles". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Fernández-Huertas Moraga, Jesús. (2025). "The Second Spanish Immigration Boom". IZA Discussion Paper Series, 18185, Institute of Labor Economics. <https://docs.iza.org/dp18185.pdf>
- Fernández-Huertas Moraga, Jesús. (2021). "Inmigración y políticas migratorias en España". Estudios sobre la Economía Española, 2021/10, Fedea. <https://ideas.repec.org/p/fda/fdaeee/eee2021-10.html>
- Filip, Daniela, Diego Pérez González y Ralph Setzer. (2026). "Investment Composition and Growth: The Role of Intangible and Tangible ICT Capital in the EU and Other Economies". De próxima publicación.
- Fondo Monetario Internacional. (2025). "Chapter 1. Global prospects and policies". En *World Economic Outlook. April 2025*. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2025/april/english/ch1.pdf>
- Fondo Monetario Internacional. (2026). "Chapter 1. Global prospects and policies". En *World Economic Outlook. April 2026*. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2026/april/english/ch1.pdf>
- Gopinath, Gita, y Brent Neiman. (2026). "The Incidence of Tariffs: Rates and Reality". NBER Working Paper Series, 34620, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w34620> <https://www.nber.org/papers/w34620>
- Granadal, Victoria, Matías Pacce e Isabel Sánchez García. (2026). "Descomposición de la inflación en el área del euro y España entre perturbaciones de oferta y de demanda". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.
- Hinz, Julian, Aaron Lohmann, Hendrik Mahlkow y Anna Vorwig. (2026). "America's Own Goal: Who Pays the Tariffs?". *Kiel Policy Brief*, enero. <https://www.kielinstitut.de/publications/americas-own-goal-who-pays-the-tariffs-19398/>
- Izquierdo, Mario, y José Luis Herrera. (2022). "Recuadro 6. Un análisis de las cláusulas de salvaguarda firmadas recientemente". En Banco de España, "Informe trimestral de la economía española". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, pp. 59-61. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23334>
- Lane, Philip R. (2026). "Expanding the supply of euro safe assets". Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260422~0242ad3585.en.html>
- Le Roux, Julien, y Tajda Spital. (2026). "Global trade redirection: tracking the role of trade diversion from US tariffs in Chinese export developments". *ECB Economic Bulletin*, 1/2026. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2026/html/ecb.ebbox202601_01~fde39c8d00.en.html
- Sastre, Teresa, 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>
- Schaefer, Stefan, Lisa Gerland y Marcel Tirpák. (2026). "Where do the costs of higher US tariffs fall?". *ECB Economic Bulletin*, 2/2026. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2026/html/ecb.ebbox202602_01~e0af0d74d5.en.html
- Schulte, Patrick, Almira Enders, Andreas Esser y Felix Strobel. (2026). "From tariffs to trade flows: Diversion effects and China's exports to the EU". CEPR VoxEU Column, 27 de febrero. <https://cepr.org/voxeu/columns/tariffs-trade-flows-diversion-effects-and-chinas-exports-eu>
- Shapiro, Adam Hale. (2024). "Decomposing Supply- and Demand-Driven Inflation". *Journal of Money Credit and Banking*, 58(2), pp. 365-388. <https://doi.org/10.1111/jmcb.13209>
- Venditti, Fabrizio, Michele Caivano, Pietro Cova, Kevin Pallara y Massimiliano Pisani. (2025). "The economic impact of European capital market integration". Occasional Papers, 957, Banca d'Italia. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2025-0957/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1&dotcache=refresh>

Recuadro 1.1

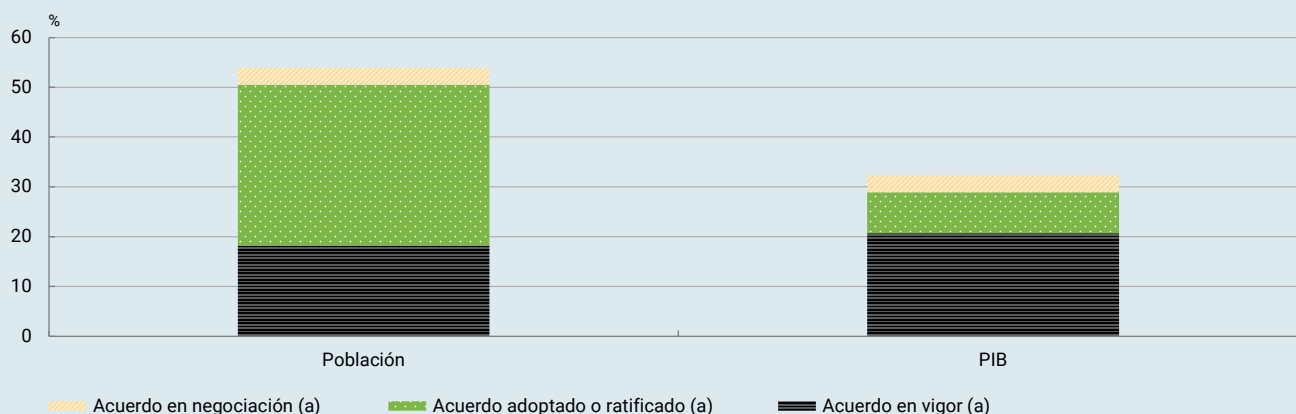
BENEFICIOS DE LOS ACUERDOS COMERCIALES ALCANZADOS RECIENTEMENTE POR LA UNIÓN EUROPEA

En los últimos años, la Unión Europea (UE) ha intensificado su agenda de acuerdos comerciales con distintos socios como parte de una estrategia destinada a diversificar alianzas y reducir dependencias estratégicas en un entorno geopolítico cada vez más incierto. Esta agenda se orienta a reforzar vínculos económicos con un conjunto amplio de socios —entre ellos, Mercosur, la India, Indonesia y Australia, así como varias economías del Sudeste Asiático— que, según la agregación considerada en este recuadro, representan en torno al 35 % de la población mundial y cerca del 10 % del PIB global (véase gráfico 1).

En particular, los acuerdos recientes de amplio alcance con Mercosur, la India, Indonesia y Australia incluyen una profunda liberalización arancelaria, la reducción de las barreras no arancelarias, compromisos vinculados a los servicios y el comercio digital, acceso mutuo a licitaciones públicas y disposiciones en materia de inversión, sostenibilidad y cooperación regulatoria (véase cuadro 1). No obstante, el grado de apertura en estos ámbitos varía significativamente entre acuerdos y abarca desde compromisos más amplios —como en el caso de

Australia— hasta enfoques más acotados —como en el acuerdo con la India—. Sin embargo, todos estos acuerdos mejoran el acceso a mercados de gran tamaño y elevado dinamismo, refuerzan la integración en cadenas de valor estratégicas —incluidas aquellas relacionadas con materias primas críticas, manufacturas avanzadas y tecnologías verdes— y establecen marcos jurídicos previsibles para el comercio y la inversión a largo plazo.

Cabe esperar que estos acuerdos impulsen de forma apreciable los flujos bilaterales de comercio entre la UE y sus socios. En el caso concreto del acuerdo con Mercosur, las estimaciones disponibles apuntan a un aumento notable del comercio entre ambas áreas, de alrededor del 37 % en el largo plazo. En primer lugar, estas ganancias reflejarían la reducción de barreras arancelarias: el acuerdo elimina gradualmente —en un plazo de 15 años— los aranceles sobre más del 90 % de los productos intercambiados. Esto reduciría el arancel efectivo aplicado por Mercosur a las importaciones desde la UE del 11 % a cerca del 1 %, y el de la UE sobre las importaciones desde Mercosur del 4 % al 2 %. En segundo lugar, las ganancias

Gráfico 1
 El peso de los socios comerciales en la economía mundial

FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

a Las economías se han categorizado según la información disponible en la web de la Comisión Europea. Los acuerdos en negociación incluyen a Emiratos Árabes Unidos, Filipinas, Malasia, Tailandia y Tayikistán. Los acuerdos adoptados o ratificados incluyen a Australia, India, Indonesia, Kirguistán, Mercosur (Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay), Uzbekistán y todos los Economic Partnership Agreements adoptados o ratificados con los países de África, Caribe y Pacífico (Benín, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Gambia, Guinea, Guinea-Bisáu, Haití, Liberia, Malí, Mauritania, Níger, Nigeria, Ruanda, Senegal, Sierra Leona, Tanzania, Togo y Uganda). Los acuerdos en vigor incluyen a Albania, Andorra, Antigua y Barbuda, Argelia, Armenia, Autoridad Palestina, Azerbaiyán, Bahamas, Barbados, Belice, Bosnia y Herzegovina, Botsuana, Camerún, Canadá, Chile, Colombia, Comoras, Corea del Sur, Costa de Marfil, Costa Rica, Dominica, Ecuador, Egipto, El Salvador, Esuatini, Islas Feroe, Fiyi, Georgia, Ghana, Granada, Guatemala, Guyana, Honduras, Irak, Islandia, Islas Salomón, Israel, Jamaica, Japón, Jordania, Kazajistán, Kenia, Kosovo*, Lesoto, Líbano, Liechtenstein, Macedonia del Norte, Madagascar, Marruecos, Mauricio, México, Moldavia, Montenegro, Mozambique, Namibia, Nicaragua, Noruega, Nueva Zelanda, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Perú, Reino Unido, República Dominicana, Samoa, San Cristóbal y Nieves, San Marino, San Vicente y las Granadinas, Santa Lucía, Serbia, Seychelles, Singapur, Sudáfrica, Suiza, Surinam, Trinidad y Tobago, Túnez, Turquía, Ucrania, Vietnam y Zimbabue.

* La denominación de Kosovo se entiende sin perjuicio de las posiciones sobre su estatuto y está en consonancia con la Resolución 1244 (1999) del Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas y con el Dictamen de la Corte Internacional de Justicia sobre su declaración de independencia.

Recuadro 1.1

BENEFICIOS DE LOS ACUERDOS COMERCIALES ALCANZADOS RECIENTEMENTE POR LA UNIÓN EUROPEA (cont.)

reflejarían también la disminución de las barreras no arancelarias, gracias a la simplificación de los procesos aduaneros y a la mejora del acceso a las licitaciones de contratación pública y a la provisión de servicios. En conjunto, estos efectos se materializarían en un marco que preservaría tanto los estándares sanitarios y técnicos como la protección de las indicaciones geográficas, y que se complementaría con un sistema de salvaguarda diseñado, junto con concesiones arancelarias limitadas y cuotas, para minimizar posibles ajustes abruptos, especialmente en productos agrícolas en el caso de la UE.

Cuando se considera el efecto sobre el comercio total y sobre la producción, la relevancia relativa de cada acuerdo depende no solo de las reducciones de las barreras arancelarias y no arancelarias que contiene, sino también de la importancia del socio en el comercio de la UE y de España, así como de su tamaño económico. En el conjunto de la UE, los acuerdos más relevantes en este ámbito serían los suscritos o negociados con Mercosur, la India y varias economías del Sudeste Asiático (véase gráfico 2). En el caso de España, sin embargo, destaca especialmente el acuerdo con Mercosur, que concentraría por sí solo más de la mitad de las ganancias esperadas. Esto se debe a la

importancia de la región en el comercio de España (4% del total, duplicando con ello la media de la UE).

Las implicaciones de estos acuerdos no se limitan a sus efectos económicos agregados y en algunos casos adquieren una dimensión estratégica relevante. En este sentido, el acuerdo con Mercosur puede favorecer la diversificación del aprovisionamiento europeo de materias primas críticas necesarias para las transiciones energética y digital, al eliminar diversas barreras no arancelarias, como los precios mínimos, los impuestos a la exportación o las licencias de importación no automáticas. Al mismo tiempo, el acuerdo podría reforzar determinados vínculos productivos entre ambas regiones y favorecer el desarrollo de procesos de refino que ayudarían a diversificar el suministro europeo —por ejemplo, mediante la eliminación de la denominada «escalada arancelaria», es decir, la práctica de aplicar aranceles más elevados a los productos transformados que a las materias primas—. En este contexto, es importante destacar que las exportaciones actuales de materias primas críticas y estratégicas de Mercosur tienen el potencial de cubrir total o parcialmente las importaciones extra-UE de la Unión (véase gráfico 3).

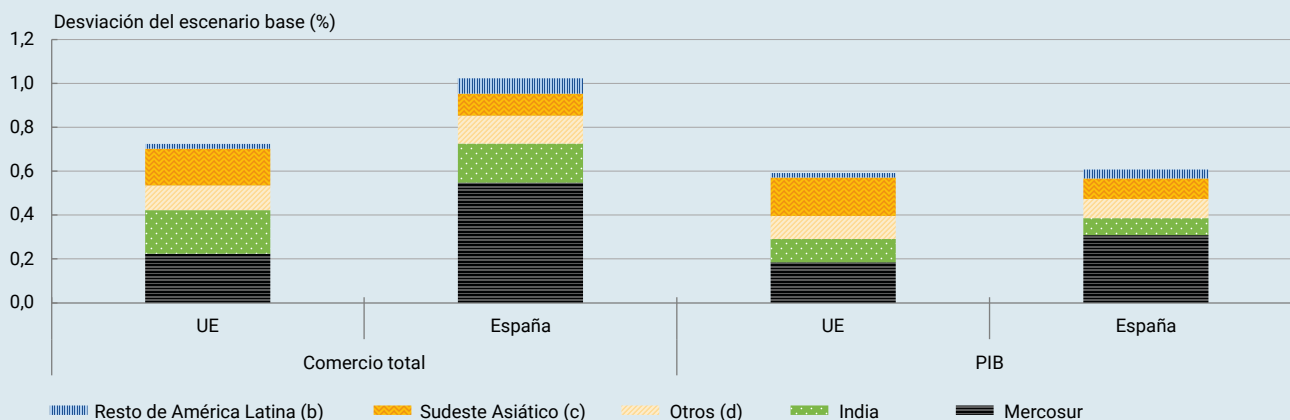
Cuadro 1
 Acuerdos comerciales firmados por la UE o en vigor a partir de 2025

Socio comercial	Tipo de acuerdo	Contenido del acuerdo								
		Eliminación o reducción de aranceles (> 90 % de los productos)	Plazo para la reducción de los aranceles	Cuotas para productos agrícolas sensibles	Mecanismo de salvaguarda	Reducción de aranceles sobre importaciones de materias primas críticas y productos relacionados	Liberalización de provisión de servicios	Acceso recíproco a licitación pública	Cooperación en barreras técnicas y fitosanitarias	Inversión
Australia	Nuevo acuerdo	Eliminación	hasta 5 años	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Chile	Modernización de acuerdo anterior	Eliminación	hasta 7 años	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓
India	Nuevo acuerdo	Reducción	hasta 10 años	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Indonesia	Nuevo acuerdo	Eliminación	hasta 5 años	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Mercosur	Nuevo acuerdo	Eliminación	hasta 15 años	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
México	Modernización de acuerdo anterior	Eliminación	hasta 10 años	✗	✗	✓	✓	✓	✓	✓

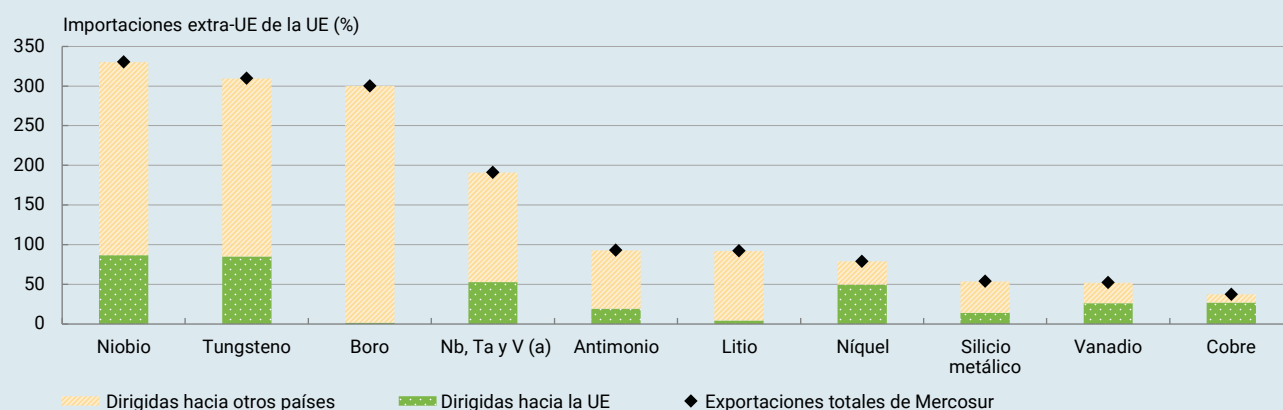
FUENTES: Comisión Europea y elaboración propia.

NOTA: El plazo para la reducción de los aranceles indica el límite superior para la mayoría de los productos. «Mecanismo de salvaguarda» se refiere a la existencia de una cláusula que permite la reintroducción temporal de aranceles o la suspensión de reducciones arancelarias cuando la liberalización comercial provoque aumentos repentinos de las importaciones que causen o amenacen con causar un perjuicio grave a los productores nacionales.

Recuadro 1.1

BENEFICIOS DE LOS ACUERDOS COMERCIALES ALCANZADOS RECIENTEMENTE POR LA UNIÓN EUROPEA (cont.)
Gráfico 2
Efectos esperados sobre el comercio global y el PIB (a)

FUENTE: Banco de España.

- a** El modelo cuantitativo de comercio (basado en Treb Allen, Costas Arkolakis y Yuta Takahashi. (2020). "Universal Gravity". *Journal of Political Economy*, 128(2), pp. 383-433. <https://doi.org/10.1086/704385>) se ha implementado utilizando el algoritmo de Rodolfo G. Campos, Iliana Reggio y Jacopo Timini. (2025). "ge-gravity2: a command for solving universal gravity models". *Stata Journal*, 25(4), pp. 743-771. <https://doi.org/10.1177/1536867X251398335>. Las reducciones esperadas de barreras comerciales del acuerdo UE-Mercosur están basadas en las estimaciones de Jacopo Timini y Francesca Viani. (2022). "A highway across the Atlantic? Trade and welfare effects of the EU-Mercosur agreement." *International Economics*, 169, pp. 291-308. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2022.02.003>. Los efectos de los demás acuerdos sobre las barreras comerciales se construyen escalando el efecto estimado del acuerdo UE-Mercosur mediante un factor de escala específico, normalizado en todos los casos respecto a dicho acuerdo. Este factor combina tres componentes. En primer lugar, incorpora el nivel inicial de barreras comerciales bilaterales, aproximadas mediante los aranceles aplicados, con el fin de capturar el margen potencial de liberalización existente antes del acuerdo. En segundo lugar, incorpora la cobertura efectiva del acuerdo, que se construye asignando a cada gran sector —agricultura, minería y manufacturas— una intensidad de liberalización que refleja la presencia de exclusiones o liberalizaciones parciales, y ponderándola por la importancia de cada sector en el comercio bilateral de referencia. Por último, incorpora una medida de la profundidad y grado de exigibilidad del acuerdo, capturando las reducciones de barreras no arancelarias. El efecto esperado sobre el comercio bilateral bajo cada acuerdo se obtiene, por tanto, escalando de forma direccional el efecto del acuerdo UE-Mercosur mediante este factor relativo, también definido a nivel direccional.
- b** Resto de América Latina: Chile y México.
- c** Sudeste Asiático: Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.
- d** Otros: Australia, Nueva Zelanda, Emiratos Árabes, Kirguistán, Uzbekistán, Tayikistán y los países de África, Caribe y Pacífico que tienen pendiente renovar los Economic Partnership Agreements.

Gráfico 3
Exportaciones de materias primas críticas y estratégicas de Mersosur, y cuota destinada a la UE (2023)

FUENTES: Banco de España, a partir de CEPII-BACI, y Comisión Europea. (2023). *Study on the critical raw materials for the EU 2023. Final Report*. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/57318397-fdd4-11ed-a05c-01aa75ed71a1>.

- a** Nb, Tb y V se refieren a niobio, tantalio y vanadio en la etapa de minería. El análisis de las materias primas críticas y estratégicas se basa en flujos comerciales bilaterales correspondientes a los códigos HS a 6 dígitos indicados en Comisión Europea (2023). En el conjunto de Mercosur se incluye Bolivia. El gráfico muestra, para cada mineral, las exportaciones de Mercosur como porcentaje de las importaciones extra-UE. Un valor mayor o igual al 100% indica que las exportaciones de Mercosur pueden cubrir todas las importaciones de la UE.

Recuadro 1.2

LA AGENDA DE SIMPLIFICACIÓN REGULATORIA Y SUPERVISORA: AVANCES DESDE EL BANCO DE ESPAÑA

Las profundas reformas regulatorias y supervisoras emprendidas tras la gran crisis financiera global han contribuido al desarrollo de un sistema bancario europeo notablemente más sólido y resiliente. No obstante, la acumulación progresiva de normas, procedimientos y estructuras institucionales ha dado lugar a un marco cada vez más complejo, que puede afectar a la competitividad del sistema y a su capacidad para apoyar de manera eficaz el crecimiento económico.

En este contexto, la simplificación del marco regulatorio y supervisor se ha consolidado como una prioridad en la agenda europea, con el objetivo de preservar los elevados estándares alcanzados al tiempo que se mejora la integración y la competitividad del sistema financiero¹. Las principales autoridades, agencias y organismos han contribuido a esta reflexión desde sus respectivos ámbitos de actuación. Tanto el Banco Central Europeo (BCE) como la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) constituyeron grupos de alto nivel y han publicado sendos informes² relacionados con la simplificación y la eficiencia del marco europeo. En el caso del Banco de España, se ha impulsado una reflexión interna articulada a través de un grupo de trabajo transversal, que ha permitido identificar áreas de mejora y desarrollar propuestas concretas en el marco regulatorio y supervisor. Estos trabajos han servido de base para canalizar aportaciones técnicas en los principales foros europeos e internacionales, reforzando así el papel del Banco de España como agente activo en la agenda de simplificación.

Las propuestas se articulan en torno a cinco grandes áreas:

- **Procedimientos supervisores.** Como complemento a las iniciativas ya anunciadas por el propio Mecanismo Único de Supervisión (MUS)³, se propone profundizar en la simplificación y racionalización de los procedimientos supervisores actuales, con objeto de dotarlos de mayor predictibilidad y estabilidad y de reforzar su eficiencia y efectividad. En particular, se apoya un proceso de revisión y evaluación supervisor que evolucione desde

un enfoque excesivamente centrado en los requisitos de capital hacia una aproximación más orientada al riesgo, que incorpore de forma más sistemática elementos cualitativos y que mejore la capacidad del marco para abordar riesgos emergentes. Asimismo, se aboga por racionalizar el uso de guías y expectativas supervisoras, preservando su función como referencia común y evitando un grado de detalle excesivo que genere una complejidad innecesaria o derive en requisitos vinculantes adicionales. Por último, es importante reforzar el papel de los equipos conjuntos de supervisión, con el fin de optimizar y agilizar los procesos supervisores y avanzar así hacia una supervisión más eficiente y centrada en riesgos.

- **Complejidad normativa.** Existe margen para reducir la complejidad normativa asociada a la proliferación de normas delegadas, que deriva de la dificultad que encuentran los legisladores para alcanzar consensos en las normas principales, de nivel 1, y la consecuente acumulación de mandatos en normas técnicas y guías, de niveles 2 y 3. Esta situación puede generar una carga significativa para entidades y autoridades, sin que suponga mejoras proporcionales en la calidad normativa ni en la eficacia supervisor. En este escenario, el Banco de España ha defendido la racionalización de mandatos mediante su despriorización, eliminación o simplificación en el ámbito prudencial, así como la optimización de determinados procesos del marco de resolución. Al mismo tiempo, se apoya la priorización de mejoras estructurales, como el proyecto de la EBA *Pillar 3 data hub*⁴, y la revisión del marco regulatorio europeo, conocido como *Single Rulebook*, para avanzar hacia un marco más coherente y eficiente.
- **Marco de capital y resolución.** Se propone simplificar el marco europeo de requerimientos de capital y de resolución, preservando los niveles de resiliencia alcanzados y eliminando elementos específicos que añaden complejidad innecesaria, al tiempo que se refuerza su alineación con los estándares internacionales. En el ámbito del capital, existe margen

1 La Comisión Europea lanzó la estrategia en marzo de 2025 y tiene previsto la publicación de un informe sobre el sistema bancario y el mercado único en 2026, tras el proceso de consulta pública sobre la competitividad del sector bancario llevado a cabo a principios de 2026.

2 El BCE publicó en diciembre de 2025 las [propuestas](#) del grupo de alto nivel para la simplificación del marco regulatorio prudencial. La EBA, por su parte, publicó en octubre el [informe](#) sobre la eficiencia del marco regulador y supervisor.

3 El MUS publicó en diciembre un [informe](#) que recoge la agenda supervisor del BCE actualmente en curso, orientada a mejorar la eficacia, la eficiencia y el enfoque basado en riesgos de la supervisión bancaria en Europa.

4 Este centro de datos permitirá que, a partir de la información que ya reportan las entidades, la propia EBA elabore y difunda de manera centralizada la información que los bancos ponen a disposición del mercado.

Recuadro 1.2

LA AGENDA DE SIMPLIFICACIÓN REGULATORIA Y SUPERVISORA: AVANCES DESDE EL BANCO DE ESPAÑA (cont.)

para avanzar hacia un diseño más simple, apoyado en una estructura de dos niveles: un único colchón de capital microprudencial, que integre los principales requisitos existentes (lo que aumentaría la transparencia y predictibilidad de su calibración), y un colchón macroprudencial, resultante de la fusión del colchón de capital contracíclico y el colchón sistémico. De forma similar, en el marco de resolución, existe un margen notable para racionalizar el diseño de los actuales requerimientos, preservando sus fundamentos. En este sentido, la estructura actual se podría sustituir por un único requerimiento basado en una proporción del activo de la entidad en forma de capital y deuda subordinada o, alternativamente, se podría avanzar hacia el uso generalizado de los requerimientos que ahora se aplican a las entidades de importancia sistémica global.

- Proporcionalidad para entidades pequeñas y no complejas. Existe margen para reforzar y extender el principio de proporcionalidad dentro del marco regulatorio y supervisor actual, adecuando con ello las exigencias a la realidad de las entidades pequeñas y no complejas. Dado el menor tamaño, complejidad y perfil de riesgo de estas últimas, la aplicación uniforme de obligaciones regulatorias y supervisoras genera cargas innecesarias sin aportar beneficios adicionales a la estabilidad del sistema. Por ello, se defiende un enfoque que, manteniendo la sensibilidad al riesgo, adapte las obligaciones a la realidad operativa de estas entidades y permita simplificar determinadas exigencias en materia de capital, liquidez y procedimientos de supervisión.
- Requerimientos de información financiera. En los últimos años se ha producido un incremento significativo

de las obligaciones de reporte de las entidades. Dos tercios de esta información se solicita en función de criterios homogéneos a nivel europeo. Además de contribuir a las iniciativas europeas para racionalizar el reporte, el Banco de España ha llevado a cabo una revisión exhaustiva de las peticiones de información a partir de un análisis coste-beneficio de la utilidad y las posibles duplicidades de la información solicitada en el ámbito nacional. Este proceso ya se ha traducido en reducciones relevantes, en primer lugar mediante la publicación de la Circular 1/2025 del Banco de España y, próximamente, a través de la publicación de una nueva circular a mediados de 2026. Se espera que con ambas iniciativas se logre eliminar aproximadamente la mitad de los datos financieros requeridos a escala nacional. Al mismo tiempo, con el objetivo de dar continuidad a este esfuerzo, se han reforzado los mecanismos de gobernanza aplicables a futuras solicitudes de información.

El desarrollo de estas posiciones técnicas se enmarca en el debate europeo en curso, impulsado por la Comisión Europea, sobre cómo reforzar la competitividad del sector bancario europeo. Este debate, que incluye también otros elementos esenciales como la necesidad de completar la unión bancaria, se plasmará en un informe que la Comisión tiene previsto publicar en el tercer trimestre de 2026, tras la consulta pública lanzada a principios de 2026, y que servirá de base para una propuesta legislativa a comienzos de 2027. Dicha iniciativa permitirá avanzar hacia un marco regulatorio y supervisor más simple, coherente y predecible, que refuerce la capacidad del sistema financiero para contribuir a la competitividad europea, sin menoscabar los niveles de solidez y resiliencia ya alcanzados.

Recuadro 1.3

EL IMPACTO DEL PRECIO DEL GAS NATURAL SOBRE EL PRECIO DE LA ELECTRICIDAD EN LAS ECONOMÍAS EUROPEAS

El aumento del precio del gas natural en los mercados internacionales se acaba reflejando en el precio de la electricidad de las economías europeas a través de un aumento en los costes de generación de las centrales de ciclo combinado. Dada la preponderancia de dicha tecnología en la fijación de precios de los mercados mayoristas de la electricidad, la traslación de sus costes marginales a los precios medios de la electricidad ha sido tradicionalmente completa. Así, un incremento de 10 euros en el precio del gas natural tendía a suponer un incremento de 20 euros en el precio medio del mercado

eléctrico, reflejo del requisito tecnológico de 2 MWh de gas natural para la generación de 1 MWh de electricidad.

En el contexto del actual *shock* energético que ha elevado de forma considerable los precios internacionales de las materias primas energéticas y, en particular, del gas natural, esta relación directa con los precios de la electricidad supone un mecanismo de traslación adicional de la perturbación energética sobre las economías europeas. Sin embargo, en los últimos años, esta relación ha comenzado a debilitarse en el mercado español gracias

Gráfico 1
El precio mayorista de la electricidad en España depende cada vez menos del precio del gas natural

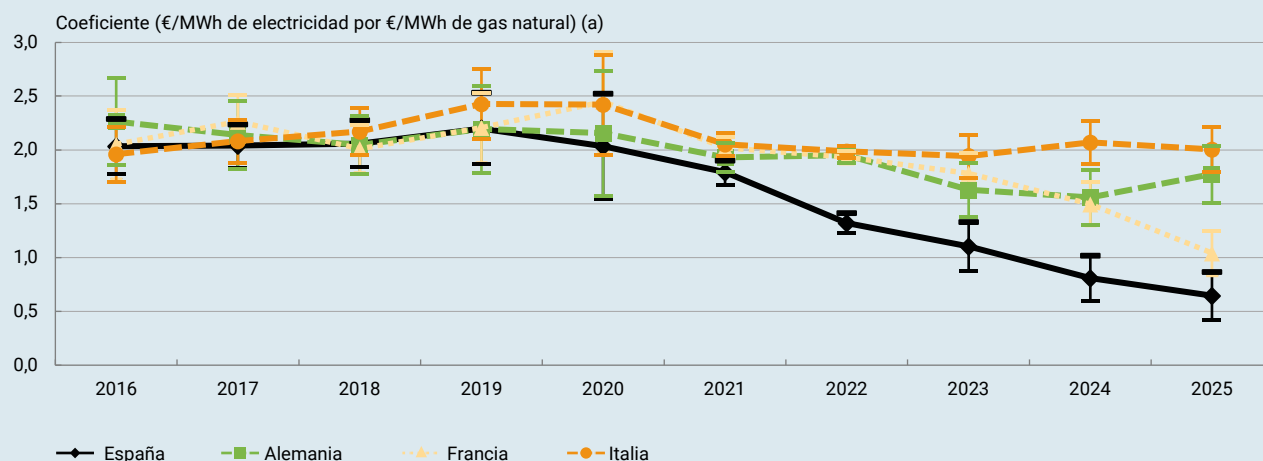
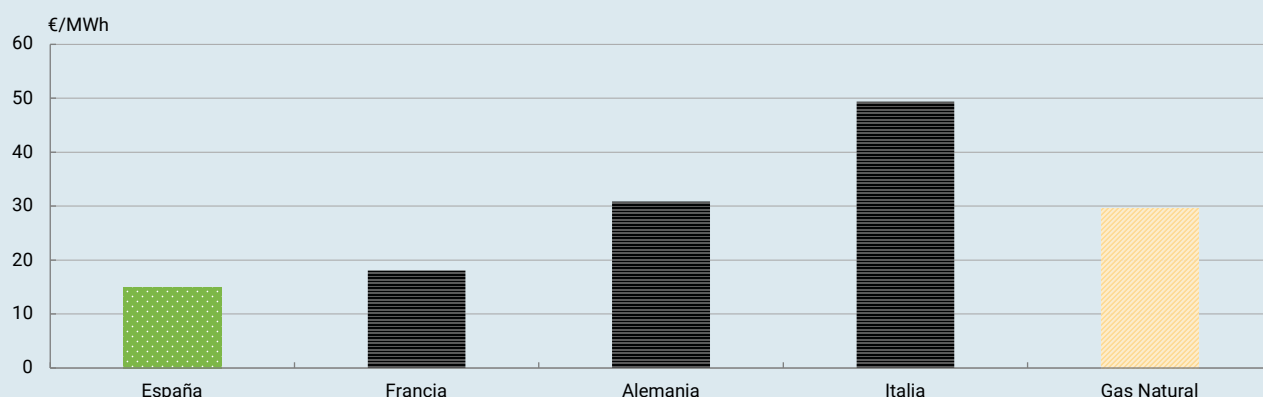


Gráfico 2
Evolución de los precios de los futuros de la electricidad y el gas natural hasta 2027 (b)



FUENTES: ENTSO-E, OIMP, MIBGAS y EEX.

- a Coeficientes estimados de la regresión Precio electricidad = β * Precio gas natural * año + γ * Precio CO₂ + ϵ con datos semanales. Intervalos de confianza del 95%.
- b Diferencia entre el promedio de los futuros eléctricos de base trimestrales con vencimiento entre el II TR 2026 y el I TR 2027 y el promedio de los futuros del gas natural en ese mismo período. Diferencia en los precios negociados entre el 23 de febrero y el 19 de marzo.

Recuadro 1.3

EL IMPACTO DEL PRECIO DEL GAS NATURAL SOBRE EL PRECIO DE LA ELECTRICIDAD EN LAS ECONOMÍAS EUROPEAS (cont.)

al aumento de la contribución de las energías renovables al mix energético.

El creciente peso de la generación eólica y fotovoltaica ha provocado que en un número cada vez mayor de tramos horarios el precio de la electricidad esté fijado por tecnologías con costes marginales inferiores a los de la generación con gas natural. Como resultado, existe un creciente desacople entre los cambios de los precios de los mercados internacionales de gas natural y los del precio mayorista de la electricidad en nuestro país.

El gráfico 1 muestra los coeficientes estimados del cambio del precio mayorista de la electricidad con respecto a un cambio en el precio del gas natural desde el año 2016 para las cuatro mayores economías de la zona del euro. Hasta 2021 existen pocas diferencias en la sensibilidad del precio eléctrico respecto al precio del gas natural, sensibilidad que se sitúa en torno a 2 como consecuencia del requerimiento técnico mencionado anteriormente. Sin embargo, desde 2022 la traslación de los precios del gas a los precios medios de la electricidad en nuestro país ha ido reduciéndose. Parte de dicha caída se debió durante los años 2022 y 2023 a la vigencia del mecanismo de excepción ibérica, que establecía un tope al incremento de la electricidad durante la crisis de precios del gas natural a consecuencia de la guerra en Ucrania. Dicho desacople ha continuado aumentando durante los dos últimos años a consecuencia del mayor peso de las tecnologías renovables en la generación eléctrica y del consecuente desplazamiento de las fuentes fósiles como tecnologías marginales. Este es un fenómeno diferencial del caso español respecto a las otras grandes economías de la zona del euro, en las que, con la excepción de Francia, dicha traslación sigue siendo similar a la relación histórica.

De este modo, en función de dichas estimaciones, si hasta 2021 un aumento de 10 euros en el precio del MWh de gas natural suponía un encarecimiento de 20 euros en el precio del MWh de electricidad en el mercado mayorista español, el mismo cambio supondría actualmente un aumento de entre 5 y 10 euros en el precio medio de la electricidad.

Este cambio se ha reflejado en la evolución reciente del precio de la electricidad. En concreto, si hasta 2021 el precio pagado por la industria española era muy similar al de otros países europeos, a partir del año 2022 se abre una importante brecha entre los precios observados en España y en el resto de la zona del euro. El progresivo desacople entre el precio eléctrico y el precio del gas natural, gracias al mayor peso de las tecnologías renovables, ha provocado que el aumento acumulado en el precio de la electricidad en la industria desde 2021 hasta el primer semestre de 2025 haya sido en nuestro país en torno a la mitad del registrado en el promedio de las economías europeas, con un incremento de 40 €/MWh, frente a los cerca de 80 €/MWh observados de media en la zona del euro.

De manera similar, estas diferencias se han reflejado en las distintas reacciones que los precios de la electricidad han mostrado en los países europeos como respuesta al reciente aumento de los precios del gas natural tras el estallido del conflicto en Irán a finales de febrero. Así, el cambio en los futuros del gas natural en las semanas posteriores al comienzo de la guerra de Irán ha sido de unos 30 euros¹. Ante este aumento, el gráfico 2 muestra que los futuros de la electricidad en España descuentan un encarecimiento algo inferior a 15 euros. Esta cifra es menor que la observada en las otras grandes economías europeas, especialmente en los casos de Italia y Alemania, cuya producción de energía eléctrica depende en mayor medida de energías fósiles.

1 Con información hasta el 19 de marzo.

Recuadro 1.4

LAS RESPUESTAS FISCALES A SHOCKS ENERGÉTICOS INFLACIONARIOS: EXPERIENCIA PASADA Y DESARROLLOS RECIENTES

La guerra en Irán, con su repercusión sobre los precios de los combustibles fósiles y su impacto sobre el conjunto del sistema energético, ha desencadenado un encarecimiento significativo de la energía. Estos desarrollos son similares al repunte inflacionario experimentado en 2022 tras la invasión rusa a Ucrania y generan implicaciones relevantes tanto para la estabilidad macroeconómica como para el desarrollo y el bienestar de hogares y empresas, afectando de manera particularmente intensa a los colectivos más vulnerables y a aquellos con una mayor exposición a incrementos en los costes energéticos.

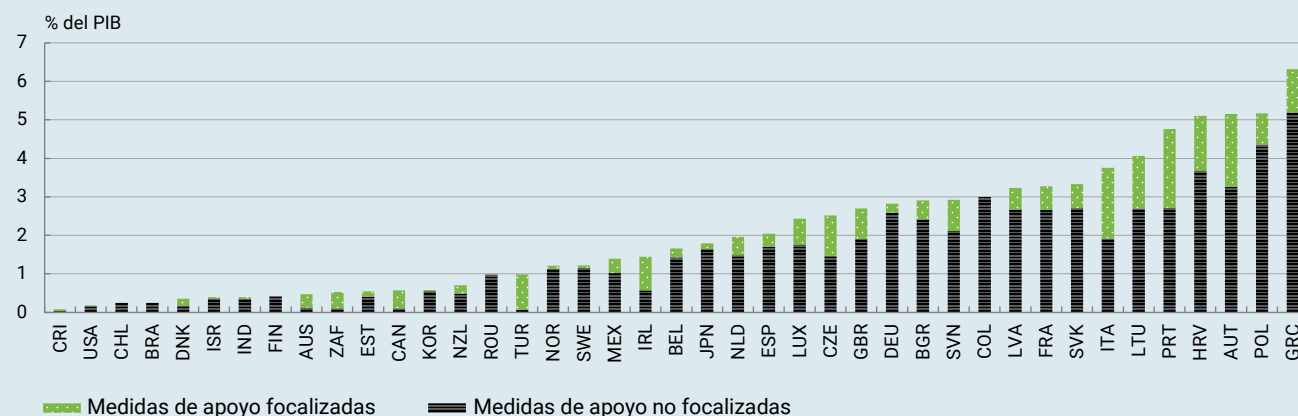
En este recuadro, por un lado, se analiza la experiencia de 2022 desde una perspectiva internacional comparada que incluye un análisis *ex post* de las medidas implementadas y, por otro, se describen las medidas que se están aplicando en el contexto actual, tanto en España, mediante el [RDL 7/2026](#)¹, como en otros países.

La evaluación de las medidas fiscales aprobadas en un contexto de repunte inflacionario debido a *shocks* energéticos puede guiarse por la recomendación de

implementar medidas focalizadas, temporales y calibradas² que ponderen dos objetivos —la protección de agentes especialmente afectados o vulnerables y la contención de la subida de precios— con sus inconvenientes —su coste presupuestario y su efecto distorsionador sobre las señales de precios, que podría dificultar una reducción del consumo de los productos energéticos encarecidos—.

El episodio inflacionario de 2022 desde una perspectiva internacional: medidas fiscales y efectos distributivos

Durante el episodio inflacionario de 2022 y 2023, los países de la OCDE desplegaron respuestas fiscales muy heterogéneas en tamaño y diseño (véase gráfico 1). En el ámbito europeo se observan diferencias significativas: mientras que Dinamarca y Finlandia aprobaron los paquetes de medidas de menor tamaño (en torno al 0,4 % del PIB), Polonia y Grecia desplegaron las respuestas fiscales más amplias (5,2 % y 6,3 % del PIB, respectivamente). En España, el conjunto de medidas desplegadas supuso en torno a un 2 % del PIB.

Gráfico 1
 Coste fiscal de las medidas de apoyo en 2022-2023 (a)

FUENTE: OECD Energy Support Measures Tracker.

a Se considera que una medida no es focalizada si sus principales beneficiarios son la totalidad de los hogares, las empresas o los consumidores de energía.

1 Real Decreto-ley 7/2026, de 20 de marzo, por el que se aprueba el Plan Integral de Respuesta a la Crisis en Oriente Medio.
 2 Comisión Europea. (2026). "Commission proposes actions to protect Europeans from the fossil energy crisis and accelerate the shift to clean, homegrown energy"; Banco Central Europeo. (2026). "Economic, financial and monetary developments". *ECB Economic Bulletin*, 2/2026; Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). (2026). "Energy prices are spiking again. New relief measures, old lessons". Policy brief, 13 de abril.

Recuadro 1.4

LAS RESPUESTAS FISCALES A SHOCKS ENERGÉTICOS INFLACIONARIOS: EXPERIENCIA PASADA Y DESARROLLOS RECIENTES (cont.)

Solo una minoría de las medidas implementadas se diseñó con carácter focalizado y dirigido a agentes vulnerables o especialmente afectados por el *shock* energético, mientras que el resto de las medidas (en torno a un 74 %) no fueron focalizadas y a menudo se articularon mediante rebajas de impuestos a determinados bienes. No obstante, en algunos países las medidas focalizadas tuvieron un peso más elevado, como es el caso, en el ámbito europeo, de Irlanda, Dinamarca, Italia y Portugal (donde el peso de las medidas focalizadas supuso entre un 43 % y un 61 % de sus paquetes fiscales). Esto contrastaría con la situación de aquellos países donde las medidas focalizadas supusieron solo una pequeña parte (menos del 10 %) de las adoptadas; tal es el caso de Rumanía, Finlandia, Suecia, Noruega y Alemania. En España, se estima que en torno a un 16 % de las medidas habrían sido focalizadas.

Centrando el análisis en las medidas fiscales que tuvieron un impacto directo sobre los hogares, evaluaciones recientes de la repercusión del episodio inflacionario de 2022 para las grandes economías del área del euro³ y para el conjunto de la UE-27⁴ documentan que las políticas fiscales tuvieron un efecto compensador significativo sobre la reducción del poder adquisitivo de los hogares, si bien se observan diferencias tanto entre países como entre los diferentes hogares dentro de cada país.

Estas evaluaciones utilizan métodos de microsimulación para incorporar tanto el crecimiento de los precios y de las rentas como las medidas implementadas, calculando su impacto sobre los hogares a partir de datos de la encuesta EU-SILC (Estadísticas de la Unión Europea sobre Ingresos y Condiciones de Vida). Los resultados se presentan en función de dos métricas complementarias. Por un lado, el cambio en el poder adquisitivo, definido como el crecimiento de los precios netos de medidas de precios menos el crecimiento efectivo de las rentas incorporando las medidas basadas en transferencias de renta. Por otro, un cálculo del impacto en bienestar, basado en el concepto

de variación compensatoria —esto es, la renta necesaria para que los hogares puedan mantener su nivel de consumo previo—, incorporando así la capacidad de absorber parte del *shock* mediante una reducción de la tasa de ahorro.

Los resultados, resumidos en el cuadro 1, muestran que para el conjunto de los países analizados el poder adquisitivo se redujo en 2,4 puntos porcentuales (pp), lo cual se vio amortiguado por el efecto de las medidas de precios adoptadas (+1,5 pp) y las medidas de renta (+0,9 pp). En ausencia de medidas, la reducción de poder adquisitivo habría sido mayor (-5,2 pp), dado que los precios sin medidas crecieron más que las rentas sin medidas. En términos de bienestar, la reducción habría sido menor (-0,8 % de la renta disponible), ya que los hogares pudieron absorber parte del *shock* reduciendo su ahorro.

Por países, los resultados son muy heterogéneos: algunos experimentaron incrementos de poder adquisitivo, como Francia (+0,8 pp), mientras que en otros la pérdida fue muy marcada, como en Alemania (-4,7 pp), o más moderada, como en Italia (-2,3 pp)⁵. España se sitúa en una posición intermedia en términos de poder adquisitivo (-1,7 pp), ligeramente por encima de la UE-27 y mejor que Alemania, cerca de Italia y por detrás de Francia. Esta posición ventajosa se explica principalmente por la mayor efectividad de las medidas de reducción de precios en España (+2,1 pp de contribución), dado que las medidas de renta tuvieron un impacto muy limitado (+0,1 pp), notablemente inferior al observado en la UE-27 (+0,9 pp) o en Italia (+2,3 pp). En términos de bienestar, sin embargo, la posición de España empeora con respecto a la media europea: la variación compensatoria asciende al -1,5 % de la renta disponible, frente al -0,8 % para el conjunto de la UE-27, lo que la sitúa entre Alemania (-2,1 %) e Italia (-0,3 %). Esta divergencia entre las dos métricas sugiere que, aunque las medidas de precios redujeron eficazmente el coste de la cesta de consumo, los hogares españoles

3 Antonio F. Amores, Henrique Basso, Johannes Simeon Bischl, Paola De Agostini, Silvia De Poli, Emanuele Dicarolo, Maria Flevotomou, Maximilian Freier, Sofia Maier, Esteban García-Miralles, Myroslav Pidkuyko, Mattia Ricci y Sara Riscado. (2025). "Inflation, fiscal policy, and inequality: the impact of the post-pandemic price surge and fiscal measures on European households". *Review of Income and Wealth*, 71(1).

4 María Flevotomou et al. (2026). "Fiscal Policy and High Inflation in 2022". De próxima publicación. Tanto este trabajo como el anterior se han realizado en un marco de colaboración entre el Eurosistema, el Banco de España y el Centro Común de Investigación (JRC, por sus siglas en inglés) de la Comisión Europea.

5 Los países, a su vez, experimentaron diferencias en la intensidad del *shock* inflacionario de 2022, que variaría desde un 6 % en Francia hasta un 20 % en Estonia. Asimismo, dentro de cada país los hogares de menor renta registraron mayores aumentos de precios debido a la composición de su cesta de consumo. Véase Evangelos Charalampakis, Bruno Fagandini, Lukas Henkel y Chiara Osbat. (2022). "The impact of the recent rise in inflation on low-income households". *ECB Economic Bulletin*, 7/2022.

Recuadro 1.4

LAS RESPUESTAS FISCALES A SHOCKS ENERGÉTICOS INFLACIONARIOS: EXPERIENCIA PASADA Y DESARROLLOS RECIENTES (cont.)

dispusieron de menor margen de ahorro para amortiguar el *shock* real en su bienestar, al dedicar una mayor parte de su renta al consumo.

A su vez, es importante señalar que se observan diferencias significativas en el impacto distributivo de las medidas dentro de cada país, en función de las características de los hogares. Los efectos difieren, bien por el propio diseño de las medidas según las características de los hogares, bien porque los patrones de consumo varían entre hogares y estos se benefician de las rebajas de precios de manera diferenciada. En términos de poder adquisitivo, el impacto para el conjunto de la UE-27 muestra un patrón progresivo: el decil de

menor renta ganó poder adquisitivo (+1,5 pp), mientras que el decil superior registró pérdidas, un resultado influido principalmente por las medidas focalizadas de renta. En términos de bienestar, en cambio, el *shock* inflacionario —junto con las políticas adoptadas— habría tenido un efecto negativo en todos los deciles; entre ellos, el decil más pobre habría sufrido una pérdida de bienestar del -2,7 % de su renta disponible para la UE-27 en su conjunto.

En el caso de España, el efecto distributivo de las políticas fiscales implementadas en 2022 difiere del promedio europeo. En términos de poder adquisitivo, el decil de menor renta registró una pérdida de -2,4 pp, mayor que la

Cuadro 1
Impacto de las medidas implementadas en 2022 sobre el poder adquisitivo y el bienestar de los hogares

	UE-27	España	Alemania	Francia	Italia
Cambio en el poder adquisitivo (pp) (a)					
Total de hogares	-2,4	-2,1	-4,1	0,8	-1,3
Debido a medidas de precios	1,5	2,1	0,4	2,6	2,9
Debido a medidas de renta	0,9	0,1	0,9	0,3	2,3
Resto (crecimiento de precios menos crecimiento de rentas, ambos sin medidas)	-4,8	-4,3	-5,4	-2,2	-6,5
Decil 1 (10% de hogares de menor renta)	1,5	-2,4	-1,6	1,3	15,4
Debido a medidas de precios	1,6	3,1	0,4	2,7	3,1
Debido a medidas de renta	4,0	1,1	2,4	1,7	12,4
Resto (crecimiento de precios menos crecimiento de rentas, ambos sin medidas)	-4,1	-6,6	-4,5	-3,0	-0,1
Cambio en el bienestar (variación compensatoria, % de renta disponible) (b)					
Total de hogares	-0,8	-1,5	-2,1	2,0	-0,3
Debido a medidas de precios	1,2	1,9	0,3	1,7	2,5
Debido a medidas de renta	0,9	0,1	0,9	0,3	2,3
Resto (crecimiento de precios menos crecimiento de rentas, ambos sin medidas)	-2,9	-3,4	-3,3	0,0	-5,1
Decil 1 (10% de hogares de menor renta)	-2,7	-6,3	-4,8	1,0	7,9
Debido a medidas de precios	2,5	5,1	0,5	3,0	5,8
Debido a medidas de renta	4,0	1,1	2,4	1,7	12,4
Resto (crecimiento de precios menos crecimiento de rentas, ambos sin medidas)	-9,2	-12,5	-7,8	-3,6	-10,3

FUENTE: Banco de España a partir de Flevotomou et al. (2026). "Fiscal Policy and High Inflation in 2022". De próxima publicación.

- a** Cambio en el poder adquisitivo: indicador definido como la diferencia entre la tasa de crecimiento de los precios netos de las medidas adoptadas y la tasa de crecimiento efectivo de las rentas de los hogares, incorporando los efectos de las medidas instrumentadas mediante transferencias de renta.
- b** Cambio en el bienestar (variación compensatoria): medida basada en el concepto microeconómico de variación compensatoria, definido como la renta adicional necesaria para que los hogares alcancen el nivel de utilidad asociado a su patrón de consumo previo, teniendo en cuenta la heterogeneidad en las tasas de ahorro y, por tanto, en las respuestas diferenciales al cambio de precios y rentas.

Recuadro 1.4

LAS RESPUESTAS FISCALES A SHOCKS ENERGÉTICOS INFLACIONARIOS: EXPERIENCIA PASADA Y DESARROLLOS RECIENTES (cont.)

media del conjunto de hogares españoles (-1,7 pp), lo que contrasta con el patrón progresivo observado en la UE-27. En términos de bienestar, la pérdida —medida por la variación compensatoria— asciende al -6,3 % de la renta disponible para el decil más pobre, muy por encima de la media española (-1,5 %) y de la media europea para el mismo decil (-2,7 %), lo que apunta a una concentración del impacto en bienestar en los hogares más vulnerables. Estos efectos se explican en parte por el reducido tamaño de las medidas focalizadas de renta implementadas en España, si bien cabe señalar que las que se implementaron fueron particularmente eficientes, al estar muy concentradas

en perceptores del ingreso mínimo vital (IMV) y de pensiones no contributivas, lo que habría mitigado el impacto del *shock* sobre este colectivo⁶.

Medidas fiscales implementadas en 2026 en España y en Europa en respuesta a la guerra en Irán

El Gobierno de España aprobó mediante el RDL 7/2026 un conjunto de medidas fiscales cuyo detalle, duración e impacto presupuestario se recogen en el cuadro 2⁷.

Un primer grupo de medidas consiste en una reducción generalizada de los impuestos sobre la energía, cuyo

Cuadro 2

Medidas de apoyo fiscal contenidas en el RDL 7/2026 (a)

	Importe (% del PIB)	Fecha de vigencia
Reducción de impuestos energéticos (b)	0,11	
Rebaja del IVA de los combustibles (del 21 % al 10 %)		30.6.2026
Rebaja del IVA de la electricidad, el gas y la madera (del 21 % al 10 %)		31.5.2026
Rebaja del impuesto especial sobre hidrocarburos		30.6.2026
Rebaja del impuesto especial sobre la electricidad (del 5,11 % al 0,5 %)		31.5.2026
Supresión del IVPEE (c)		30.6.2026
Subvenciones, ayudas directas y otras medidas	0,15	
Bonificación adicional de 0,20 €/l de gasóleo para los sectores de transporte, agrícola y ganadero		30.6.2026
Ayudas para los sectores industriales y energéticos (d)		30.12.2026
Transferencias al sector primario y al transporte marítimo (e)		30.12.2026
Medidas de protección al consumidor energético (f)		30.12.2026
Deducciones en el IRPF para la adquisición de vehículo eléctrico: Programa Auto+		30.12.2026
TOTAL	0,26	

FUENTE: Banco de España.

- a** Las medidas recogidas en este cuadro se presentaron en el RDL 7/2026, que también incluía otras medidas sin coste presupuestario directo (por ejemplo, las financiadas mediante el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia).
- b** La reducción del IVA, del impuesto especial sobre hidrocarburos y del impuesto especial sobre la electricidad dejaría de tener validez en junio dependiendo de la evolución del IPC durante el mes de abril.
- c** La supresión del IVPEE se acompaña de una subvención compensatoria para las empresas del sector eléctrico.
- d** Este paquete de medidas incluye también el canon cero para el almacenamiento subterráneo de gas con fecha de vigencia hasta marzo de 2027.
- e** Este paquete de medidas incluye también las ayudas a los servicios de transporte marítimo con fecha de vigencia hasta junio de 2026.
- f** Este paquete de medidas incluye también la flexibilización de contratos de electricidad y gas natural con fecha de vigencia hasta junio de 2026.

6 Una reciente exploración formal del impacto diferencial sobre el bienestar por parte de las medidas basadas en la reducción de precios o en el apoyo a la renta, para el caso de España, se presenta en Myroslav Pidkuyko y Raffaele Rossi. (2026). "Fiscal Policy during the Cost-of-Living Crisis". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación. Los autores muestran que, aunque ambos instrumentos generan ganancias de bienestar con respecto a la no implementación de medidas fiscales, las políticas de transferencias focalizadas en la renta son sustancialmente más efectivas.

7 Para un mayor detalle y una estimación del impacto de este conjunto de medidas sobre la actividad y sobre la inflación, véase Banco de España. (2026). *Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Marzo de 2026*.

Recuadro 1.4

LAS RESPUESTAS FISCALES A SHOCKS ENERGÉTICOS INFLACIONARIOS: EXPERIENCIA PASADA Y DESARROLLOS RECIENTES (cont.)

impacto presupuestario estimado alcanzaría en torno a un 0,15 % del PIB. Estas medidas incluyen la reducción del IVA de los combustibles, la electricidad, el gas y la madera del 21 % al 10 %, así como rebajas en el impuesto especial sobre hidrocarburos y sobre la electricidad y la supresión del impuesto sobre el valor de la producción de la energía eléctrica (IVPEE), con vigencia general hasta el 30 de junio de 2026, si bien algunas de ellas concluyeron el 31 de mayo, en función de la evolución del IPC del mes de abril.

El segundo grupo de medidas incluye, entre otras actuaciones, un conjunto de subvenciones y ayudas directas destinadas a los sectores más intensivos en el uso de la energía, cuyo impacto presupuestario estimado alcanzaría en torno al 0,14 % del PIB. Las medidas incluyen bonificaciones de 20 céntimos por litro de gasóleo para transporte y sector primario hasta junio de 2026, junto a diversas ayudas a la industria y la energía hasta diciembre de 2026, como la bonificación de peajes a industrias electrointensivas, el canon cero al almacenamiento de gas y mayores compensaciones por CO₂. A ello hay que sumar apoyos al sector agrario, pesquero y al transporte marítimo, junto con distintas medidas de protección al consumidor energético, la ampliación del bono social térmico y deducciones en el IRPF por la compra de vehículos eléctricos, vigentes hasta finales de 2026.

Las medidas aprobadas presentan importantes similitudes con las adoptadas durante la crisis inflacionaria de

2022-2023, al estar destinadas principalmente a contener la subida de precios con un alcance generalizado y al estar basadas en subvenciones a industrias particularmente afectadas. Si bien es pronto para cuantificar el impacto del *shock* energético actual sobre los hogares, su naturaleza sugiere efectos distributivos comparables a los observados en el episodio anterior^{8,9}.

Desde una perspectiva internacional, la respuesta española se enmarca en un patrón de reacción generalizado entre los países de la OCDE. Según este organismo¹⁰, a principios de abril de 2026, 26 de sus países miembros habían implementado al menos una medida de apoyo ante el *shock* energético derivado del conflicto en Irán, con las rebajas de impuestos sobre carburantes, el IVA y los impuestos especiales como intervenciones más frecuentes. Las medidas de apoyo a la renta con carácter focalizado se han empleado en menor grado: aproximadamente dos tercios de las medidas anunciadas incorporan un carácter temporal con fechas de vencimiento explícitas, mientras que solo en torno a un tercio de ellas tienen un alcance focalizado y se dirigen principalmente a los sectores más expuestos al encarecimiento de los combustibles, como la agricultura y el transporte por carretera.

En el ámbito europeo, los distintos Estados miembros han comprometido en conjunto cerca de 14.500 millones¹¹ de euros en medidas fiscales para amortiguar el impacto del *shock*, con diferencias notables tanto en magnitud como en diseño. El gráfico 2 muestra que España es el país que

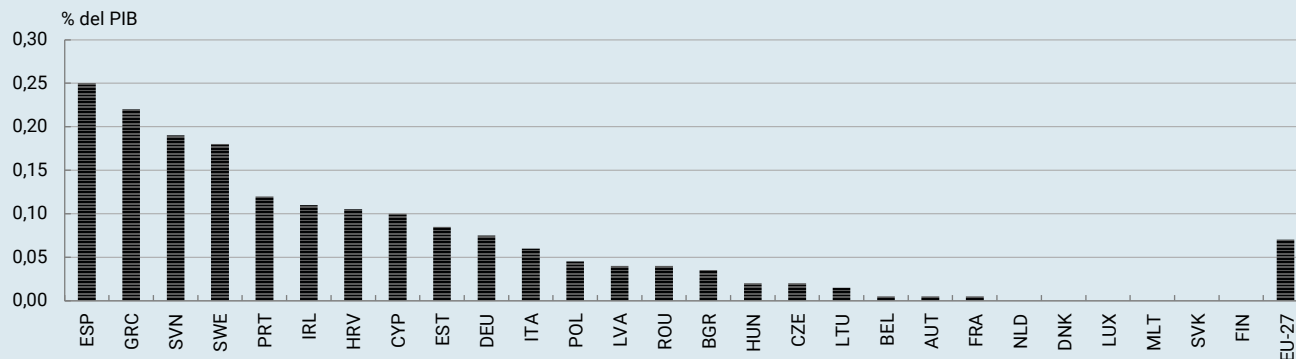
-
- 8 Los impactos de la inflación sobre los hogares son complejos y no se limitan a los precios de consumo. Su efecto distributivo también depende de otros canales, como la evolución de las rentas de los hogares [Chrysa Leventi, Alberto Mazzon y Fabrice Orlandi. (2024). "Indexing wages to inflation in the EU: fiscal drag and benefit erosion effects". EUROMOD Working Paper Series, 02/24, Centre for Microsimulation and Policy Analysis], las medidas fiscales adoptadas [Antonio F. Amores, Henrique Basso, Johannes Simeon Bischl, Paola De Agostini, Silvia De Poli, Emanuele Dicarolo, Maria Flevotomou, Maximilian Freier, Sofia Maier, Esteban García-Miralles, Myroslav Pidkuyko, Mattia Ricci y Sara Riscado. (2025). "Inflation, fiscal policy, and inequality: the impact of the post-pandemic price surge and fiscal measures on European households". *Review of Income and Wealth*, 71(1)], el efecto progresividad en frío [Esteban García-Miralles, Maximilian Freier, Sara Riscado, Chrysa Leventi, Alberto Mazzon, Glenn Abela, Laura Boyd, Baiba Brusbārde, Marion Cochard, David Cornille, Emanuele Dicarolo, Ian Debattista, Mar Delgado-Téllez, Mathias Dolls, Ludmila Fadejeva, Maria Flevotomou, Florian Henne, Alena Harrer-Bachleitner, Viktor Jászberényi-Király, ... Lara Wemans. (2026). "Fiscal drag in theory and in practice: A European perspective". *European Economic Review*, 185(105275)] o el canal de la riqueza neta [Clodomiro Ferreira, José Miguel Leiva, Galo Nuño, Álvaro Ortiz, Tomasa Rodrigo y Sirenia Vazquez. (2026). "The heterogeneous impact of inflation on households' balance sheets". *SERIEs*, 17, pp. 31-53; Filippo Pallotti, Gonzalo Paz-Pardo, Jiri Slacalek, Oreste Tristani y Giovanni L. Violante. (2024). "Who bears the costs of inflation? Euro area households and the 2021-2023 shock". *Journal of Monetary Economics*, 148, Supplement(103671)].
- 9 Para un análisis del impacto distributivo de las políticas implementadas en 2022 y 2023, véase Esteban García-Miralles. (2023). "Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15; para una evaluación del impacto distributivo de las medidas del RDL 7/2026, véase Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2026). *Informe sobre los presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas 2026*, 5/26, 15 de abril.
- 10 OCDE. (2026). "Energy prices are spiking again. New relief measures, old lessons". Policy brief, 13 de abril.
- 11 Comisión Europea. (2026). "Policy measures in EU Member States to address the 2026 energy price shock".

Recuadro 1.4

LAS RESPUESTAS FISCALES A SHOCKS ENERGÉTICOS INFLACIONARIOS: EXPERIENCIA PASADA Y DESARROLLOS RECIENTES (cont.)

Gráfico 2

Coste fiscal de las medidas de apoyo en 2026 (a)


FUENTE: Banco de España a partir de estimaciones de la Comisión Europea (Spring 2026 Economic Forecast).

a Se incluyen medidas adoptadas o anunciadas con detalle desde el 1 de marzo de 2026 hasta el cierre de la previsión (4 de mayo). Se recogen acciones para mitigar el impacto de los altos precios de la energía en hogares y empresas, excluyendo otras como las inversiones en transición energética, y solo se consideran medidas con impacto presupuestario directo.

Cuadro 3

Medidas de apoyo fiscal en respuesta a la guerra de Irán implementadas en España, Alemania, Francia e Italia

España (a)	Amplio paquete de rebajas fiscales energéticas de carácter general que incluyen reducciones del IVA de impuestos especiales de combustibles, gas y electricidad con carácter temporal.
	Conjunto de ayudas directas y subvenciones que incluyen bonificaciones al gasóleo profesional y transferencias a sectores específicos (transporte, primario e industrias intensivas en energía).
	Medidas de protección a consumidores vulnerables y estímulos fiscales en ámbitos como la movilidad eléctrica.
Alemania	Medidas regulatorias orientadas a limitar el incremento de los precios en el mercado de carburantes (restricciones a la frecuencia de subidas y refuerzo del marco sancionador).
	Reducción temporal de los impuestos especiales sobre carburantes con carácter general.
Francia (b)	Actuaciones regulatorias y de supervisión del mercado (inspecciones en gasolineras) para contener las subidas de precios.
	Impulso del papel de los agentes privados para estabilizar los precios de los combustibles con topes voluntarios, limitando la especulación y sancionando los márgenes injustificados.
	Medidas de apoyo a la actividad económica relativamente acotadas que incluyen aplazamientos fiscales, préstamos de emergencia y ayudas específicas para combustible.
	Instrumentos dirigidos a aliviar tensiones de liquidez en las empresas, en particular las pymes.
Italia	Reducción temporal de los impuestos especiales sobre carburantes (0,25 €/l), posteriormente ampliada, como principal instrumento de contención de precios.
	Refuerzo de la supervisión del mercado de combustibles, con medidas para limitar comportamientos especulativos y sancionar los aumentos injustificados de márgenes.

FUENTE: Banco de España.

a Para un mayor detalle, véase cuadro 2.

b Francia ha anunciado a finales de mayo de 2026 un paquete de medidas de apoyo focalizado a hogares cuyos detalles están pendientes de concretarse.

Recuadro 1.4

LAS RESPUESTAS FISCALES A SHOCKS ENERGÉTICOS INFLACIONARIOS: EXPERIENCIA PASADA Y DESARROLLOS RECIENTES (cont.)

ha movilizado mayores recursos en términos relativos a su PIB —en torno a un 0,25 %, según las estimaciones de la Comisión Europea—, seguido de Grecia, Eslovenia, Suecia y Portugal. Como en el episodio de 2022-2023, las medidas no focalizadas —esencialmente rebajas generalizadas de impuestos sobre la energía— representan alrededor del 75 % del coste fiscal total en el conjunto europeo.

Una comparación entre países muestra patrones comunes, con un elevado peso de las rebajas impositivas en España, Alemania e Italia, mientras que Francia priorizaría, en su primera respuesta fiscal, instrumentos regulatorios y acuerdos con el sector privado (véase cuadro 3). Asimismo, en España destacan las medidas de apoyo a los sectores industriales más afectados, lo que

contribuiría a explicar, en parte, el mayor peso de las medidas fiscales en nuestro país.

En conclusión, las medidas fiscales contempladas en el RDL 7/2026, similares en su diseño a las implementadas durante 2022 y 2023, y desde una perspectiva europea, tenderían a otorgar un mayor peso a los instrumentos no focalizados, como las rebajas impositivas. No obstante, para valorar adecuadamente sus efectos, tanto en términos macroeconómicos como distributivos, será necesario disponer de más tiempo y, con ello, de información más completa sobre la evolución del conflicto bélico, su impacto sobre los precios energéticos y el conjunto definitivo de medidas adoptadas para aliviar su impacto sobre los agentes afectados.

Recuadro 1.5

LA INVERSIÓN EN INTANGIBLES Y EL AVANCE DE LAS EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS EN ESPAÑA

En la última década, la expansión de las exportaciones¹ de servicios no turísticos se ha configurado como una de las transformaciones estructurales más importantes experimentadas por la economía española. Así, desde la recesión de 2008, esta rúbrica ha pasado a contribuir positivamente al superávit de la cuenta corriente (véase gráfico 1). Los datos de 2025 muestran el mantenimiento de esta tendencia, con un aumento de la contribución positiva de los servicios no turísticos al saldo por cuenta corriente de 0,6 puntos porcentuales (pp).

Las exportaciones de servicios no turísticos –pese a que aún se sitúan algo por debajo de lo observado en el agregado de la Unión Económica y Monetaria (UEM), donde totalizaron más del 8 % del PIB– representaron el 7,1 % del PIB en 2025 y ya superan el peso de los servicios turísticos (6,2 %). Los servicios más dinámicos se concentran en las telecomunicaciones y en la actividades más técnicas (arquitectura, ingeniería, comercio y gestión de residuos), caracterizadas por un alto valor añadido y una elevada productividad. En 2025, las exportaciones de servicios técnicos representaron el 1,7 % del PIB en España (1,2 % en la UEM), mientras que las de telecomunicaciones supusieron el 1,4 % (frente al 2,1 %

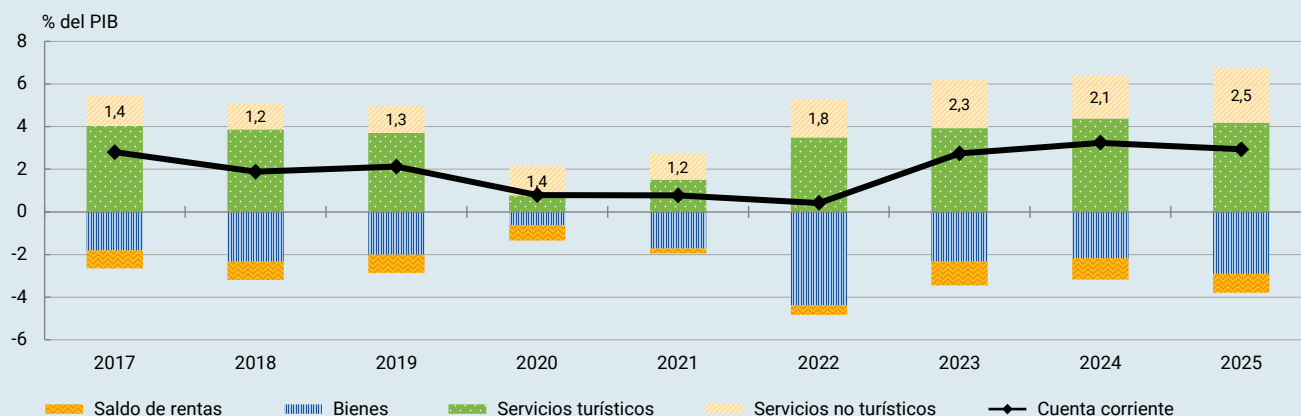
de la UEM). Desde 2019, consultoría, gestión y servicios financieros crecieron cerca del 0,2 %, alcanzando en 2024 el 0,9 % y el 0,5 % del PIB en España, respectivamente. Por destinos, las exportaciones de servicios no turísticos se dirigen sobre todo a países de la Unión Europea (UE), aunque el mercado estadounidense, si bien minoritario, ha ganado relevancia en los últimos años.

Esta evolución se ha visto beneficiada por el auge de la demanda mundial de servicios, especialmente de los servicios digitales. De hecho, las exportaciones mundiales de este tipo de servicios han aumentado en 50 pp entre 2017 y 2024. Este crecimiento ha sido aún más pronunciado en el caso de los servicios digitales, que han registrado un repunte cercano a los 80 pp en el mismo período (véase gráfico 2.a). Estos desarrollos se han visto beneficiados por los avances tecnológicos de las últimas décadas, que han propiciado una transformación significativa a nivel global, facilitando el crecimiento y la diversificación de los servicios ofrecidos. Al mismo tiempo, la integración de los servicios en el comercio de bienes ha cobrado mayor protagonismo y las cadenas globales de valor se han vuelto más complejas, lo que ha favorecido la internacionalización de los servicios no

Gráfico 1

En la última década, la expansión de las exportaciones españolas de servicios no turísticos se ha configurado como una de las transformaciones estructurales más importantes experimentadas por la economía

1.a Evolución del saldo por cuenta corriente en España



FUENTE: Banco de España.

1 A lo largo de todo este recuadro, el término «exportaciones» se refiere a los ingresos recogidos en la Balanza de Pagos (BP) y no a las exportaciones recogidas en la Contabilidad Nacional (CN). Aunque no existen diferencias entre el total de los servicios de la BP y los servicios de la cuenta del resto del mundo de la CN, hay discrepancias en la clasificación de los viajes contratados a agencias de viajes y del gasto turístico por motivo de negocios que pueden generar divergencias entre las series de servicios turísticos y no turísticos de ambas estadísticas.

Recuadro 1.5

LA INVERSIÓN EN INTANGIBLES Y EL AVANCE DE LAS EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS EN ESPAÑA (cont.)

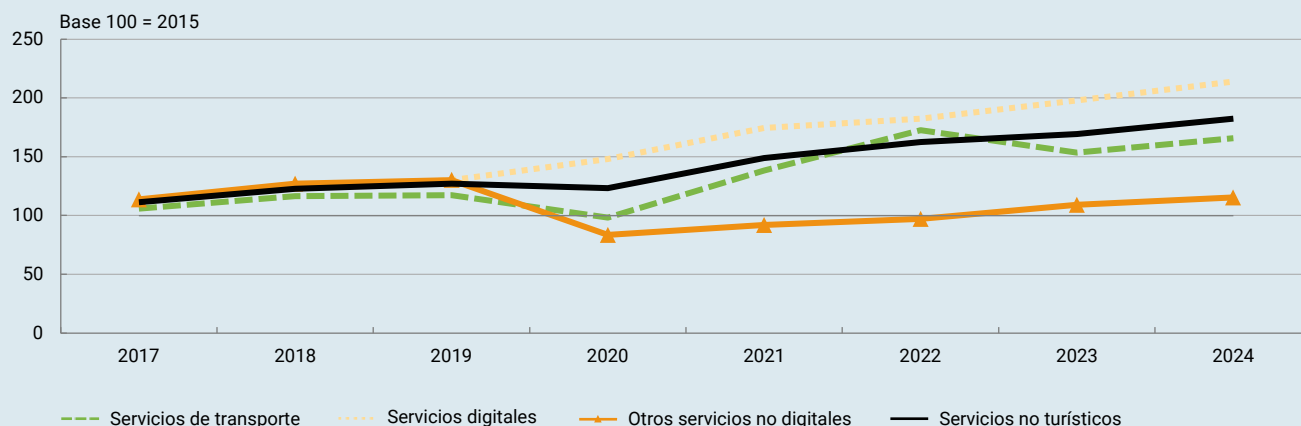
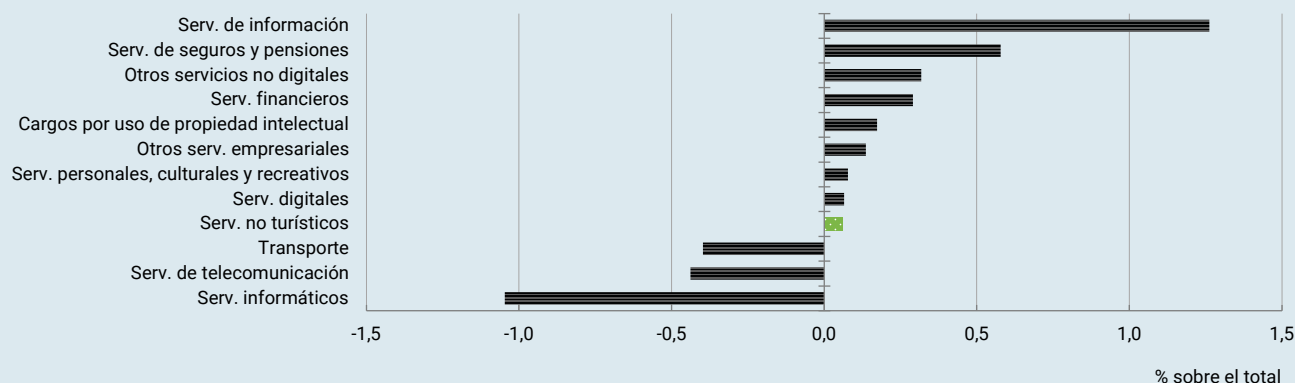
turísticos. A escala europea, un factor clave ha sido la reducción de las barreras al comercio de servicios² tras la aplicación de diferentes normativas encaminadas a facilitar el intercambio de este tipo de productos.

En este contexto, España se ha visto particularmente favorecida. Aunque la cuota española en el mercado mundial de exportaciones de servicios no turísticos sigue

siendo relativamente reducida —cercana al 2 %, en línea con la de Italia—, se han observado ganancias de cuota de este tipo de servicios, especialmente destacadas en los de información, financieros y otros servicios no digitales (véase gráfico 2.b). Este avance contrasta con la evolución observada en otros países europeos como Italia, Francia o Alemania, que no han logrado aumentar su peso relativo en el mercado internacional de servicios no turísticos.

Gráfico 2

El auge de la demanda mundial de servicios, especialmente de los servicios digitales, ha sido uno de los principales motores del crecimiento de las exportaciones de servicios no turísticos, tanto en España como a nivel global

2.a Exportaciones nominales mundiales de servicios

2.b Diferencia de la cuota española en las exportaciones mundiales de servicios no turísticos (2019 vs. 2024)


FUENTE: Organización Mundial del Comercio.

2 Desde la Directiva de Servicios (2006), conocida como «Directiva Bolkestein» y que sentó las bases del mercado único de servicios, se han implementado numerosas normativas en el marco de la UE en distintos ámbitos (mercado de capitales, mercado único digital o contratación pública) que han favorecido el comercio transfronterizo de servicios. No obstante, persisten barreras a dicho comercio.

Recuadro 1.5

LA INVERSIÓN EN INTANGIBLES Y EL AVANCE DE LAS EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS EN ESPAÑA (cont.)

Además, en los últimos años, el sector de los servicios no turísticos en España ha experimentado ganancias de competitividad que, evaluadas a través de los términos de intercambio (véase gráfico 3.a), han superado claramente a las obtenidas por los servicios turísticos. Tales ganancias se habrían apoyado en el mejor comportamiento relativo de la productividad en estas ramas. En particular, la productividad relativa de España frente a la UEM en los servicios profesionales y administrativos ha crecido de manera más pronunciada que en el conjunto de la economía (véase gráfico 3.b).

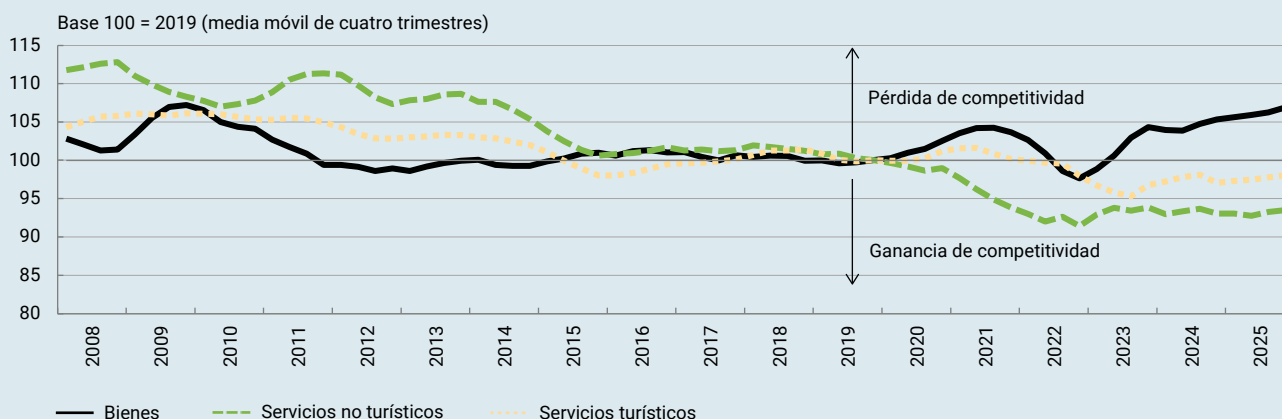
Este proceso de intenso crecimiento del sector de los servicios no turísticos ha estado vinculado al auge de la inversión en activos intangibles. Concretamente, se observa que entre 2019 y 2023 la inversión en estas ramas mostró un incremento superior al del resto de la economía (véase gráfico 4), protagonizado además, en mayor medida que en el resto de las ramas, por la inversión en activos intangibles.

Un análisis a partir de datos individuales de empresas permite analizar el vínculo existente entre las ganancias

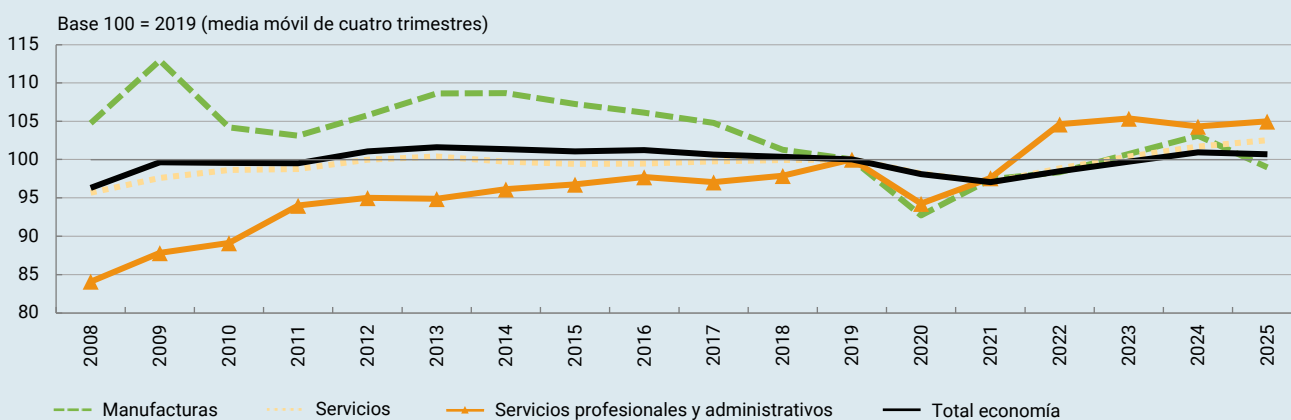
Gráfico 3

En los últimos años, las ramas de los servicios no turísticos han experimentado notables ganancias de competitividad, en contraste con el comportamiento de los bienes, que han sufrido pérdidas en este ámbito

3.a Términos de intercambio (a)



3.b Productividad relativa España/UEM basada en horas



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Los términos de intercambio se definen como la ratio entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones. Aumentos (descensos) en los términos de intercambio implican pérdidas (ganancias) de competitividad.

Recuadro 1.5

LA INVERSIÓN EN INTANGIBLES Y EL AVANCE DE LAS EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS EN ESPAÑA (cont.)

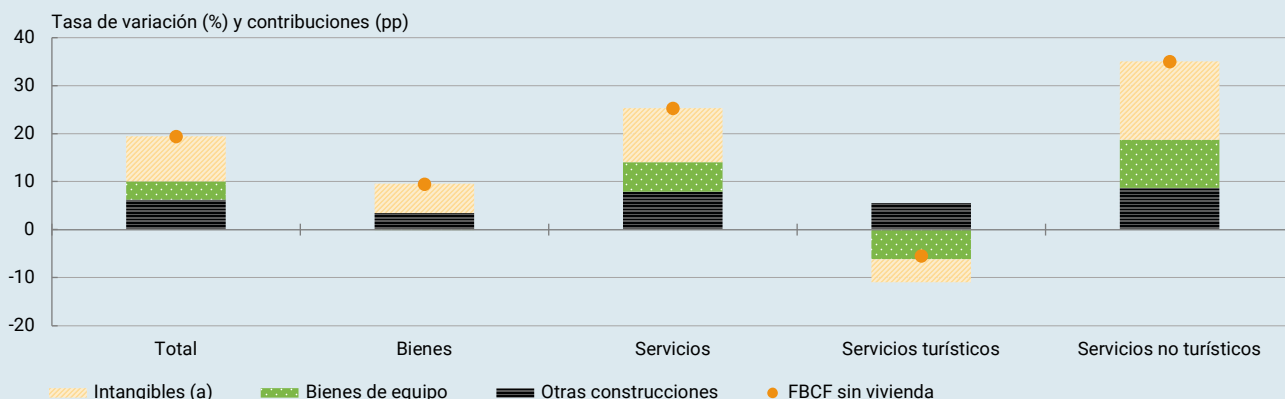
de productividad y el aumento de la inversión empresarial en las ramas de servicios no turísticos en España y en otros países europeos. Así, en el período más reciente se observa un incremento de la relación entre productividad e inversión en este tipo de servicios que resulta superior al registrado en el resto de la economía³ y en otros países

europeos. En particular, entre 2019 y 2023 se constató una intensificación significativa de la relación entre el crecimiento de la inversión y la productividad en las empresas españolas de las ramas de servicios no turísticos (véase gráfico 5), especialmente en comparación con las empresas de otros sectores económicos.

Gráfico 4

El cambio estructural experimentado en el sector de los servicios no turísticos ha estado estrechamente vinculado al auge de la inversión en activos intangibles

4.a Variación de la formación bruta de capital fijo (FBCF) por ramas entre 2019 y 2023 en España



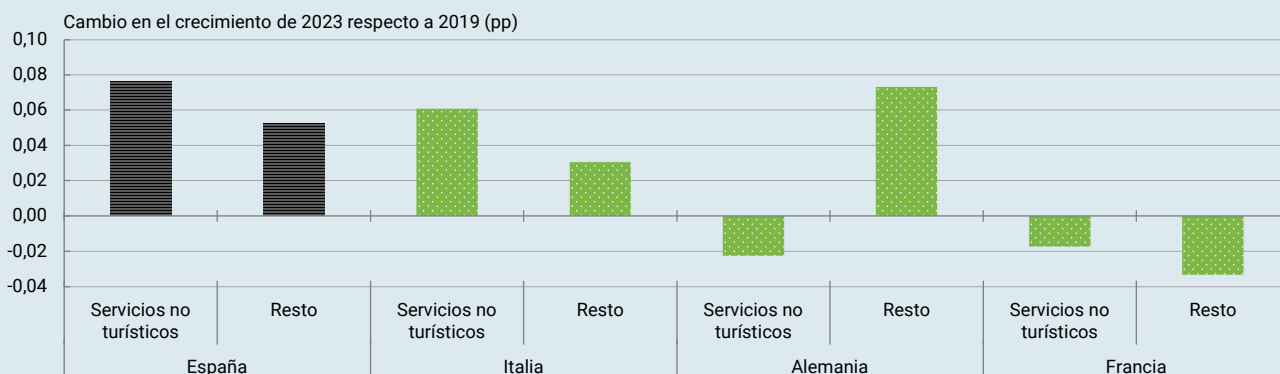
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a El concepto de «intangibles» incluye aquí la partida de «recursos biológicos cultivados» para hacer más sencilla la presentación. Esta partida representa una parte ínfima de la inversión.

Gráfico 5

Entre 2019 y 2023, las empresas españolas, respecto a las de otros países europeos, presentaron un incremento más intenso del vínculo entre el crecimiento de la inversión y la productividad. Este comportamiento es más acusado en las empresas de las ramas de servicios no turísticos

5.a Crecimiento de la inversión y de la productividad total de los factores (PTF) a nivel de empresa y por país (a)



FUENTE: Banco de España.

a La variable dependiente es el crecimiento de la inversión y la variable de interés es la PTF. Se incluyen efectos fijos de tamaño e industria-año.

3 Para más detalles, véase el capítulo 3 de este Informe.

Recuadro 1.6

EL SUBSIDIO DE DESEMPLEO PARA MAYORES DE 52/55 AÑOS EN ESPAÑA

En 1984 se introdujo un subsidio de desempleo para mayores de 55 años¹, extendido posteriormente a los mayores de 52 años, con dos características diferenciales respecto a otros sistemas de protección por desempleo: su duración indefinida hasta el momento de la jubilación y la cotización para la contingencia de jubilación con cargo a los servicios públicos de empleo.

El entorno macroeconómico y laboral en el que se produjo esta introducción era muy distinto al actual. Tras la crisis del petróleo de mediados de los años 70, la inserción laboral de los jóvenes evidenciaba una notable debilidad y la tasa de paro juvenil permanecía en niveles muy elevados (véase gráfico 1). Este contexto provocaba una importante preocupación que derivó en diversos cambios legislativos. Entre ellos, la introducción del subsidio objeto de este recuadro permitía dotar de protección a las personas mayores que pudieran perder su empleo, a la vez que se facilitaba el acceso de los jóvenes a los puestos de trabajo vacantes.

Desde su introducción, este subsidio ha sufrido diversos cambios en lo relativo a elegibilidad, cuantía de la prestación, edad de acceso y base de cotización, especialmente en estas dos últimas variables. En el primer caso, la edad mínima se redujo hasta los 52 años en 1989, se volvió a elevar a 55 en 2012 y finalmente retornó a los 52 años en 2019. En cuanto a la base de cotización, en un inicio era del 100 % del salario mínimo interprofesional (SMI), pero, tras la creación del Indicador Público de Renta de Efectos Múltiples (IPREM) en 2004, la cuantía de la prestación (asociada al IPREM) y la base de cotización (ligada al SMI) comenzaron a divergir. Adicionalmente, en 2007 se incrementó la cotización hasta el 125 % del SMI, cifra que regresó al 100% en 2012 y de nuevo al 125 % en 2019. Sin embargo, tanto la duración indefinida como la cotización por jubilación a cargo del Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) se han mantenido, a pesar de las diferencias entre las circunstancias en las que se introdujo el subsidio por primera vez y las actuales: estas últimas vienen precedidas de una expansión económica prolongada y registran tasas de paro de los mayores de

55 años que repuntaron con intensidad tras la crisis financiera (véase gráfico 2) y que no han terminado de retroceder desde entonces.

Esta coyuntura puede afectar negativamente a los incentivos a la reincorporación laboral de los beneficiarios de este subsidio. En este sentido, de entre los perceptores que no trabajaron en 2021, solo un 8,9 % consiguió volver al trabajo al menos un día en 2022, cifra muy inferior al 29,9 % que se observa para las prestaciones contributivas por desempleo. Esta reducida probabilidad de reempleo se prolonga en el tiempo, de forma que la mayor parte (55 %) de los perceptores del subsidio en 2024 habían empezado a cobrarlo antes de los 55 años (véase gráfico 3).

Al mismo tiempo, la probabilidad de reempleo depende de otros factores socioeconómicos. En particular, como muestra el gráfico 4, la existencia de otras rentas en el hogar ajenas al perceptor reduce los incentivos a la reincorporación² y las personas de mayor edad —más cercanas a la jubilación— tienen también menores probabilidades de volver al empleo, al igual que las mujeres.

La relación entre la percepción de este subsidio y la tasa de reentrada al empleo se ha estudiado de una forma causal en la literatura, aprovechando los cambios en la edad de acceso que se han sucedido a lo largo de los años. Domènech-Arumí y Vannutelli (2025)³ encuentran que el aumento de la edad de acceso de 52 a 55 aprobado en 2012 incrementó las entradas al empleo de los trabajadores afectados, especialmente entre los más jóvenes dentro del grupo. Por otro lado, explotando el mismo cambio normativo, Arranz y García-Serrano (2022)⁴ encuentran evidencia de cierto comportamiento estratégico de las empresas y los trabajadores, ya que, tras la reforma de 2012, parte de los despidos se retrasan a edades más avanzadas.

Estos trabajos, no obstante, no permiten determinar en qué medida el desincentivo se produce por su duración indefinida y en qué medida por la cotización asociada, dado que analizan

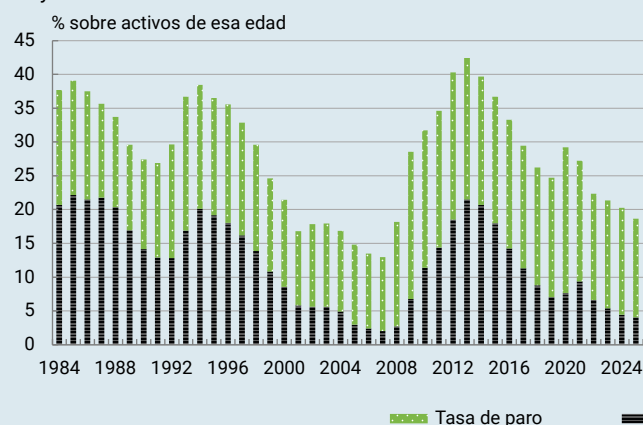
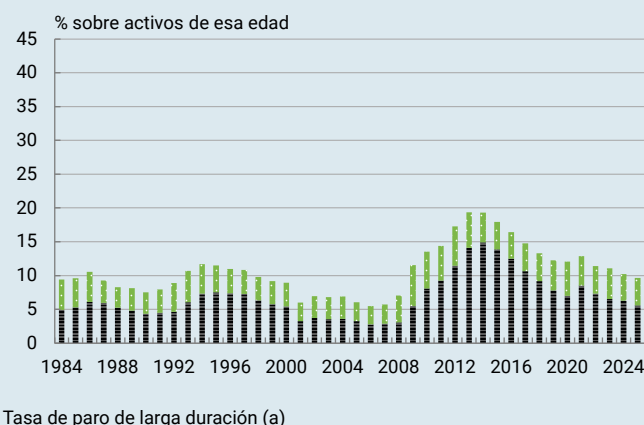
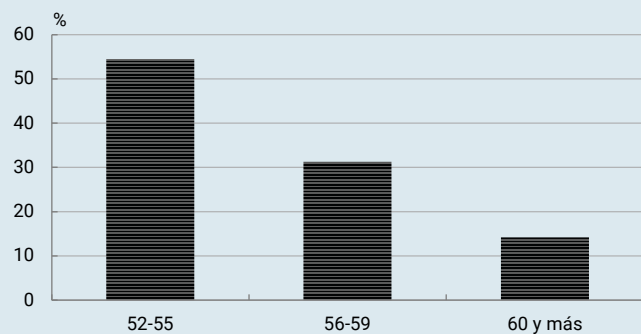
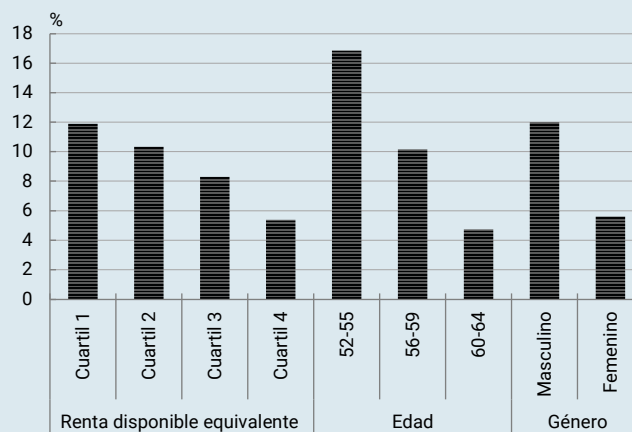
- 1 Este subsidio complementa el subsidio ordinario, sin requisito de edad y con una duración máxima de 30 meses, al que pueden acceder los desempleados que han agotado la prestación contributiva o no tienen derecho a ella por no haber cotizado el período mínimo.
- 2 Desde 2019, el requisito de renta para acceder al subsidio es individual, por lo que la renta familiar puede ser muy distinta entre perceptores debido a otras rentas presentes en el hogar.
- 3 Gerard Domènech-Arumí y Silvia Vannutelli. (2025). "Bringing Them In or Pushing Them Out? The Labor Market Effects of Pro-Cyclical Unemployment Assistance Changes". *The Review of Economics and Statistics*, 107(2), pp. 324-337.
- 4 José M. Arranz y Carlos García-Serrano. (2022). "La evaluación del impacto de las políticas públicas: el caso de las políticas del mercado de trabajo". *Papeles de Economía Española*, 172, Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas).

Recuadro 1.6

EL SUBSIDIO DE DESEMPLEO PARA MAYORES DE 52/55 AÑOS EN ESPAÑA (cont.)

el subsidio en su conjunto. A este respecto, existe una amplia rama en la literatura que relaciona duraciones prolongadas de las ayudas al desempleo con bajas tasas de reentrada al empleo. Para España, Guillamón, Izquierdo y Puente (2026)⁵ desarrollan un modelo de microsimulación para las

prestaciones contributivas de desempleo que vincula sus parámetros (duración y cuantía) con la probabilidad de reentrada al empleo. El resultado indica que, si bien ambos parámetros desincentivan la reentrada al empleo, el efecto de la duración es de un orden de magnitud mayor⁶.

Gráfico 1
 Tasas de paro y de paro de larga duración de los jóvenes de entre 16 y 29 años

Gráfico 2
 Tasas de paro y de paro de larga duración a partir de 55 años

Gráfico 3
 Distribución de los perceptores del subsidio para mayores de 52 años en 2024 según su edad al empezar a recibirlo (b)

Gráfico 4
 Probabilidad de encontrar trabajo en 2022 si se percibió el subsidio para mayores de 52 años en 2021 (c)


FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Tesorería General de la Seguridad Social, Instituto de Estudios Fiscales (IEF)/Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT) y Banco de España.

- a Se consideran parados de larga duración aquellos que llevan al menos un año buscando empleo.
- b Para elaborar este gráfico se han empleado microdatos de la Muestra Continua de Vidas Laborales.
- c Personas de entre 52 y 64 años que no trabajaron en 2021. La renta bruta disponible equivalente se obtiene aplicando la escala de equivalencia modificada de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. Panel de hogares elaborado por el IEF/AEAT.

5 Cristina Guillamón, Mario Izquierdo y Sergio Puente. (2026). "Duration vs. Replacement Ratio: A Microsimulation Analysis of Unemployment Benefits". De próxima publicación.

6 Otros trabajos acerca de esta cuestión disponibles para España son, entre otros, Yolanda Rebollo-Sanz. (2012). "Unemployment insurance and job turnover in Spain". *Labour Economics*, 19(3), pp. 403-426, y Yolanda F. Rebollo-Sanz y Núria Rodríguez-Planas. (2020). "When the Going Gets Tough...: Financial Incentives, Duration of Unemployment, and Job-Match Quality". *The Journal of Human Resources*, 55(1), pp. 119-163.

Recuadro 1.6

EL SUBSIDIO DE DESEMPLEO PARA MAYORES DE 52/55 AÑOS EN ESPAÑA (cont.)

Sin embargo, el papel específico que podría jugar la cotización no ha sido apenas estudiado en la literatura. En este sentido, los cambios normativos aprobados a lo largo del tiempo ofrecen una posibilidad de estudiar su impacto. En particular, hasta 2004 la cuantía del subsidio era del 80 % del SMI, mientras que el valor por el que se cotizaba era del 100 % del SMI, por lo que existía un ratio de sobrecotización de 1,25 veces el importe de la ayuda (véase gráfico 5). A partir de ese año, tras la creación del IPREM, el ratio de sobrecotización aumentó de forma significativa, reflejando el mayor avance del SMI respecto al IPREM y el incremento de la cotización hasta el 125 % del SMI. Estas variaciones en la cotización asociada, no observadas en la cuantía del subsidio, permiten estimar diferencialmente el efecto de la sobrecotización sobre la probabilidad de reentrada al empleo.

Para ello, se toma como base el modelo de Guillamón, Izquierdo y Puente (2026) y se amplía para estimar el efecto de los subsidios de desempleo, lo que arroja efectos distintos para el subsidio ordinario, el indefinido para mayores de 52/55 años y la sobrecotización asociada a este último⁷. Una vez estimado el modelo, se realiza una microsimulación para todos los beneficiarios del subsidio indefinido que tengan 55 años. En esta simulación, para cada individuo, se reemplaza la sobrecotización observada por una contrafactual, consistente en rebajar la cotización hasta hacerla coincidir con la cuantía de la prestación (es decir, con el 80 % del IPREM). El resultado se muestra en el gráfico 6. Como puede observarse, la probabilidad de reentrada al empleo habría sido algo superior, con un efecto especialmente intenso entre las mujeres, hasta llegar incluso a duplicar las probabilidades de reentrada al empleo para este colectivo en los años más recientes⁸.

Gráfico 5
Ratio base de cotización sobre subsidio para mayores de 52/55 años

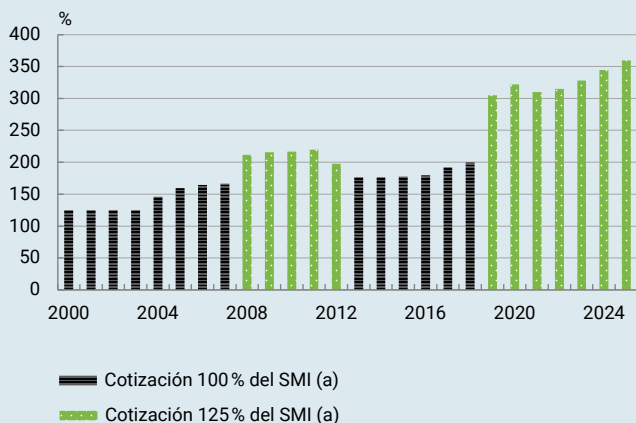
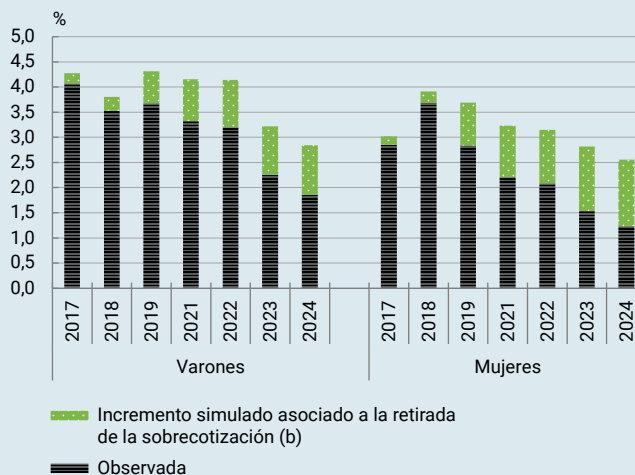


Gráfico 6
Probabilidad de encontrar empleo el próximo mes para individuos de 55 años que cobran el subsidio con cotización



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Tesorería General de la Seguridad Social, Instituto de Estudios Fiscales/Agencia Estatal de Administración Tributaria y Banco de España.

- a Cociente entre la base de cotización aplicada a los perceptores del subsidio para mayores de 52/55 años (100 % o 125 % del SMI, según los años) y lo que se cobra de subsidio (80 % del IPREM). Como en 2007 se empezó a cotizar por el 125 % del SMI a finales de noviembre, en el gráfico solo se han incorporado datos a partir de 2008. En 2019, el cambio se produjo en febrero, por lo que se refleja en todo el año. En 2012, el cambio en el porcentaje del SMI que se cotizaba se produjo a mitad de año, por lo que en el gráfico se ha calculado la ratio de ese año con el promedio entre ambos valores (112,5 %).
- b Simulación a partir de una extensión del modelo de Guillamón, Izquierdo y Puente (2026), excluyendo el año 2020.

7 En particular, se calculan tres variables: cuantía del subsidio ordinario, cuantía del subsidio permanente y base de cotización de este último. En los tres casos, se reescala por el salario del trabajo anterior. También se hace interaccionar las tres variables con características del individuo tales como el género o la educación, dando lugar a diferentes estimaciones para cada individuo.

8 El gráfico 6 presenta efectos medios, pero el ejercicio de microsimulación ofrece un incremento de probabilidad distinto para cada individuo. Por ejemplo, para el caso de las mujeres en 2024, el incremento de probabilidad medio de 1,33 puntos porcentuales (pp) representado en el gráfico proviene de una distribución más amplia, en la que los percentiles 5 y 95 equivalen, respectivamente, a 0,85 pp y 3 pp.

Recuadro 1.6

EL SUBSIDIO DE DESEMPLEO PARA MAYORES DE 52/55 AÑOS EN ESPAÑA (cont.)

Este mayor efecto sería consecuencia tanto de la subida que experimentó el SMI en 2019 como del incremento de la cotización hasta el 125 % del SMI.

Los resultados anteriores apuntan a que una parte relevante del desincentivo a la reincorporación al empleo que genera el subsidio de desempleo para mayores de 52/55 años estaría asociado a la sobrecotización que conlleva esta prestación. No obstante, esta evidencia requiere de ciertas cautelas adicionales, ya que los datos que permiten separar el efecto de la sobrecotización del

resto de las características del subsidio proceden exclusivamente de las variaciones del SMI independientes del IPREM, así como de los cambios de base de cotización entre el 100 % y el 125 % del SMI. Estas variaciones son de una magnitud reducida en comparación con las diferencias entre individuos en la ratio de reemplazamiento, lo que dificulta una estimación precisa del efecto aislado de la sobrecotización. En consecuencia, parte de los efectos de la sobrecotización estimados en este ejercicio podrían estar en realidad asociados a otras características de este subsidio, como, por ejemplo, su duración indefinida.

Recuadro 1.7

LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS DESDE LA PANDEMIA

En España, desde el desencadenamiento de la pandemia de COVID se ha observado un notable incremento de los ingresos y gastos públicos, que han visto aumentado su peso respecto al PIB. En particular, los ingresos han aumentado su peso entre 2019 y 2025 en 3,2 puntos porcentuales (pp), mientras que los gastos lo han hecho en 2,5 pp. Si se incluyen los fondos europeos del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), estos incrementos ascienden a 4 pp y 3,3 pp, respectivamente (véanse gráficos 1 y 2). Así, los ingresos públicos en España alcanzaron el 42,9 % del PIB en 2025 y los gastos el 45,3 % (véase cuadro 1).

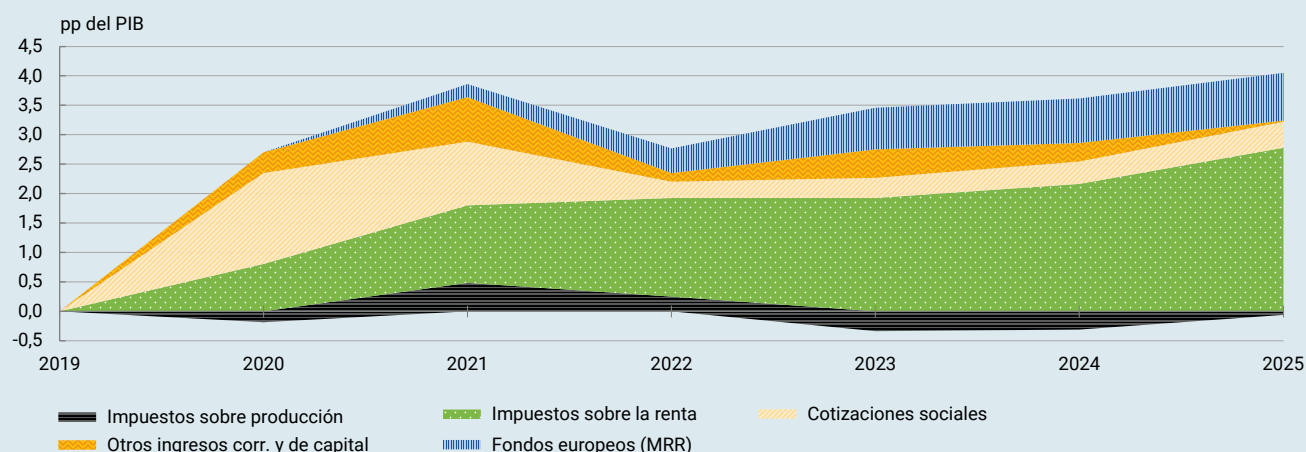
En ese mismo período, en la media de la Unión Económica y Monetaria (UEM)¹ (incluyendo el MRR), los gastos públicos en porcentaje del PIB han crecido incluso más que en España (4,5 pp), mientras que los ingresos públicos lo han hecho en menor medida (1,6 pp). Esto ha situado el nivel de gasto en la media de la UEM 1,4 pp por encima del de España (4,6 pp si se compara con el agregado de la UEM), mientras que en los ingresos se ha producido una cierta convergencia de España hacia la media de la UEM, que aún se situaría 1,8 pp por encima (4 pp para el agregado de la UEM). Como resultado de ello, los saldos

de las Administraciones Públicas (AAPP) en ambas áreas se han aproximado, deteriorándose notablemente el de la UEM (del -0,5 % al -2,9 % del PIB), frente a una cierta mejora en España (del -3,1 % al -2,4 %). En términos del saldo primario, en la UEM se ha producido un deterioro en este período, desde el superávit del 1,1 % en 2019 a un déficit del 1 % en 2025, mientras que en España se alcanzó el equilibrio en 2025, frente al déficit del 0,8 % observado en 2019.

En este recuadro se analizan las partidas y los determinantes que han influido en la evolución de los ingresos y gastos públicos en España y se estudia su persistencia a efectos de evaluar su posible evolución futura².

El análisis de la evolución reciente de los *ingresos públicos* muestra que el notable incremento observado desde 2019 se ve explicado principalmente por los impuestos directos, seguidos de las cotizaciones sociales. Esto, a su vez, estaría determinado tanto por un incremento robusto de las bases tributarias, por encima del crecimiento del PIB, como por las medidas discrecionales adoptadas y por el efecto de la progresividad en frío.

Gráfico 1
Evolución de la ratio de ingresos sobre el PIB desde 2019 y sus componentes



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

1 Media aritmética de las ratios de ingresos y gastos sobre PIB de los países de la UEM.
 2 Para más información, véase Esteban García-Miralles y Juan Manuel Scarilli. "Los ingresos y los gastos públicos desde la pandemia". Documento Ocasional, Banco de España. De próxima publicación. En este informe se combina un análisis muy desagregado de la información disponible sobre los ingresos y los gastos, así como diferentes técnicas de modelización que explotan microdatos tributarios y modelos para descomponer los determinantes de los ingresos públicos.

Recuadro 1.7

LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS DESDE LA PANDEMIA (cont.)

En concreto, en el gráfico 1 destaca el crecimiento de los impuestos sobre la renta, que han ganado 2,8 pp de peso sobre el PIB entre 2019 y 2025. De estos, 1,7 pp se deberían al impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF) y 1 pp al impuesto sobre sociedades. Asimismo, las cotizaciones sociales han incrementado su peso en 0,4 pp, mientras que los impuestos sobre la producción lo

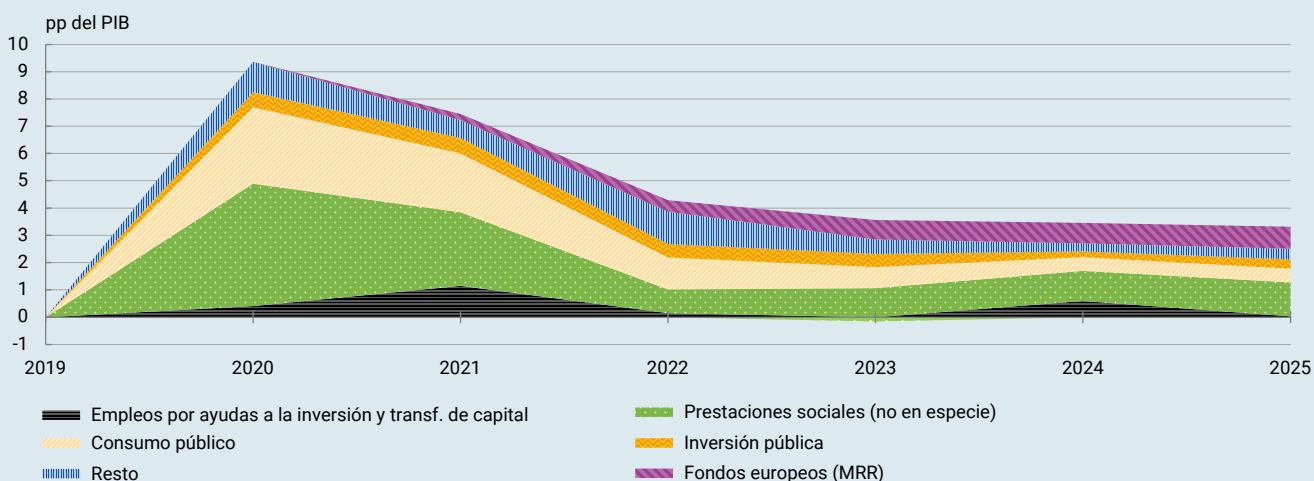
han reducido en 0,1 pp y otros ingresos corrientes y de capital se han mantenido estables en relación con el PIB. Por su parte, los fondos del MRR habrían aportado 0,8 pp de ingresos en 2025.

En relación con los factores que han causado esta evolución, de acuerdo con la metodología presentada en

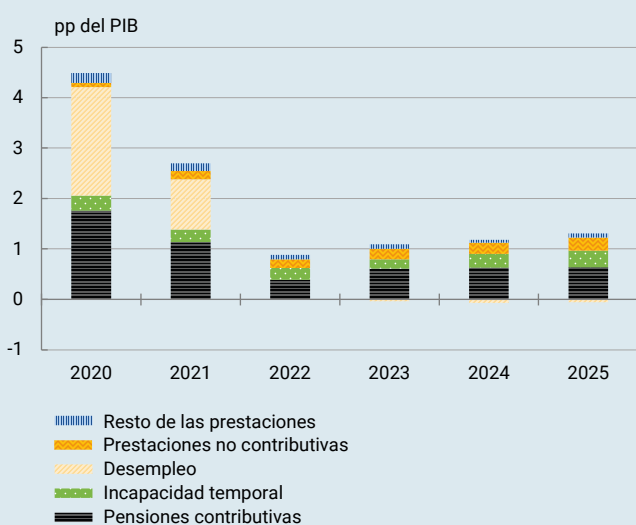
Gráfico 2

Desde la pandemia, el gasto público ha incrementado su peso sobre el PIB; destaca el aumento en prestaciones sociales, especialmente en incapacidad temporal, y la persistencia de un elevado gasto en consumos intermedios

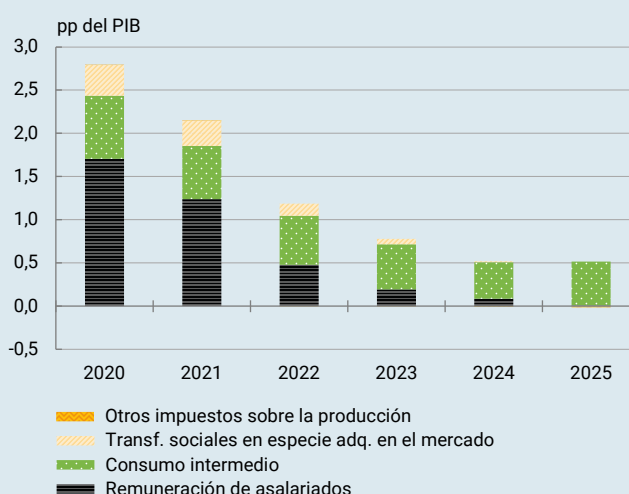
2.a Evolución de la ratio de gasto público sobre el PIB desde 2019 y sus componentes



2.b Evolución de la ratio de prestaciones sociales sobre el PIB desde 2019 y sus componentes



2.c Evolución de la ratio de consumo público sobre el PIB desde 2019 y sus componentes



FUENTES: Banco de España e Intervención General de la Administración del Estado, basado en García-Miralles y Scarilli (2026).

Recuadro 1.7

LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS DESDE LA PANDEMIA (cont.)

García-Miralles y Martínez Pagés (2023)³, cabe destacar tres determinantes principales. En primer lugar, las bases

de los impuestos han crecido por encima del PIB, al concentrarse el crecimiento económico de este período en

Cuadro 1
 Evolución de los ingresos y gastos públicos, como porcentaje del PIB

pp del PIB

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Total ingresos públicos	39,0	41,5	42,8	41,7	42,1	42,3	42,9
Impuestos sobre la renta y el patrimonio	10,3	11,1	11,6	12,0	12,2	12,5	13,1
IRPF (incluyendo personas físicas no residentes)	7,9	8,8	8,6	9,0	9,0	9,1	9,6
IS (incluyendo personas jurídicas no residentes)	2,1	2,0	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1
Otros impuestos sobre la renta y el patrimonio	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
Impuestos sobre la producción	11,4	11,2	11,9	11,7	11,1	11,1	11,3
IVA (incluido IGIC)	6,5	6,3	6,8	6,8	6,4	6,4	6,8
Impuestos sobre los productos (IIEE, ITPAJD, etc.)	3,2	3,1	3,3	3,1	2,8	2,9	3,1
Otros impuestos sobre la prod. y las importaciones	1,7	1,9	1,9	1,7	1,8	1,7	1,5
Cotizaciones sociales	12,8	14,4	13,9	13,1	13,2	13,2	13,3
Otros recursos corrientes y de capital	4,4	4,8	5,2	4,6	4,9	4,7	4,4
Ingresos por fondos europeos (MRR)	0,0	0,0	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8
Promedio de ingresos UEM	43,1	43,0	43,3	43,2	43,3	44,3	44,7
Agregado de ingresos UEM	46,5	46,6	46,9	46,5	45,9	46,5	46,9
Total gasto público	42,0	51,4	49,5	46,3	45,4	45,5	45,3
Prestaciones sociales	15,7	20,2	18,4	16,6	16,8	16,8	17,0
Pensiones contributivas	12,2	14,0	13,4	12,6	12,9	12,9	12,9
Incapacidad temporal	0,8	1,1	1,0	1,0	0,9	1,0	1,1
Desempleo	1,5	3,7	2,5	1,5	1,5	1,4	1,5
Prestaciones no contributivas	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6
Resto de prestaciones	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Consumo público	18,6	21,4	20,7	19,7	19,3	19,1	19,1
Remuneración de asalariados	10,7	12,5	12,0	11,2	10,9	10,8	10,8
Consumo intermedio	5,1	5,9	5,8	5,7	5,7	5,6	5,6
Transf. sociales en especie adq. en el mercado	2,6	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6
Inversión pública	2,2	2,8	2,8	2,7	2,7	2,4	2,6
Ayudas a la inversión y transf. de capital	0,8	1,2	1,9	0,9	0,6	1,3	0,8
Atípicos (a)	0,1	0,2	1,1	0,1	0,0	0,8	0,3
Otros	0,7	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5
Resto	4,8	5,9	5,4	6,0	5,3	5,1	5,2
Subvenciones	1,0	1,9	1,4	1,9	1,4	1,2	1,2
Intereses efectivos pagados	2,3	2,2	2,1	2,3	2,4	2,4	2,4
Otras transferencias y pagos corrientes	1,5	1,8	1,9	1,7	1,6	1,5	1,6
Total de gasto de fondos europeos (MRR)	0,0	0,0	0,2	0,4	0,7	0,8	0,8
Empleos de capital, de los cuales:	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	0,6	0,7
Formación bruta de capital fijo	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,3	0,3
Promedio de gasto público UEM	42,2	49,6	47,4	45,2	45,5	46,0	46,7
Agregado de gasto público UEM	47,0	53,6	52,0	49,9	49,4	49,5	49,9

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

a Transferencias de capital relacionadas con el COVID-19, los desastres naturales y las sentencias judiciales.

³ Esteban García-Miralles y Jorge Martínez Pagés. (2023). "Los ingresos públicos tras la pandemia. Residuos fiscales e inflación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 16.

Recuadro 1.7

LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS DESDE LA PANDEMIA (cont.)

componentes que están más sujetos a tributación, lo cual habría aportado 1,5 pp del incremento experimentado entre 2019 y 2025. Así, el dinamismo observado en las bases tributarias durante este período presentaría una evolución estrechamente vinculada al ciclo económico. Esto es coherente con el hecho de que determinadas figuras impositivas como el IRPF o el impuesto sobre sociedades tiendan a mostrar una mayor respuesta al ciclo económico (elasticidades superiores a 1 o *tax buoyancy*)⁴.

En segundo lugar, durante este período se ha producido un incremento de los tipos efectivos del IRPF debido al efecto de la progresividad en frío resultante de no actualizar plenamente los parámetros al ritmo al que han crecido las rentas de los hogares o la inflación, lo cual habría aportado 1,2 pp al crecimiento de la ratio de ingresos⁵. En ausencia de medidas destinadas a revertir el aumento registrado en los tipos medios efectivos, su efecto sería estructural y, mientras no se produzcan nuevas actualizaciones, los tipos medios efectivos seguirían incrementándose⁶.

En tercer lugar, otras medidas de ingresos han aportado en torno a 0,8 pp⁷. Entre estas, cabe destacar los aumentos de cotizaciones sociales asociados a la reforma de pensiones, el impuesto temporal a los bancos y la limitación a la compensación de pérdidas de filiales en el cálculo de la base imponible del impuesto sobre sociedades.

Por el lado del *gasto público*, tras las medidas derivadas de la crisis financiera de 2008 y la posterior recuperación económica, este se encontraba en una senda decreciente en los años previos al COVID⁸. No obstante, la pandemia supuso un punto de inflexión en esta tendencia y provocó el aumento del gasto en casi todas las partidas.

Desde 2019, la ratio de gasto público sobre el PIB ha aumentado en 2,5 pp, excluyendo el gasto relacionado con el MRR, que añadió otros 0,8 pp a esta ratio (véase gráfico 2.a).

El crecimiento del gasto público descansa sobre un amplio conjunto de partidas; no obstante, las prestaciones sociales, el consumo público y, en menor medida, la inversión pública financiada con fondos domésticos concentraron el grueso de este aumento (2,1 pp).

Por funciones (véase cuadro 2), el aumento de peso del gasto sobre el PIB hasta 2024 (último año disponible en este caso) se centra en protección social (1,4 pp), asuntos económicos (0,9 pp) y salud y servicios públicos generales (0,4 pp cada uno de ellos). Asimismo, por subsectores, se observa una ganancia de peso en el gasto total por parte de la Administración Central (0,7 pp), en detrimento de las Corporaciones Locales (-0,5 pp) y la Seguridad Social (-0,3 pp). Las comunidades autónomas ganan peso en vivienda, salud, servicios públicos generales y orden público, mientras que lo pierden en asuntos económicos y educación.

El análisis individualizado de las principales partidas de gasto resulta clave para valorar el grado de persistencia de su incremento reciente⁹.

En primer lugar, destaca el crecimiento de las prestaciones sociales no en especie, que han ganado 1,3 pp de peso sobre el PIB entre 2019 y 2025 (véase gráfico 2.b). De estos, 0,6 pp se deben a un aumento del gasto en pensiones contributivas, 0,3 pp al incremento de la incapacidad temporal (IT) —muy generalizado en España, tanto por comunidad autónoma como por edad y sector

4 Vincent Belinga, Dora Benedek, Ruud de Mooij y John Norregaard. (2014). "Tax Buoyancy in OECD Countries". IMF Working Papers, WP/14/110, International Monetary Fund.

5 Para un análisis detallado de este fenómeno en España durante el período reciente, véase Sofía Balladares y Esteban García-Miralles. (2026). "Fiscal Drag with Microsimulation: Evidence from Spanish Tax Records". *Fiscal Studies*, pp. 1-25. Asimismo, en Esteban García-Miralles et al. (2026). "Fiscal drag in theory and in practice: A European perspective". *European Economic Review*, 185(105275) se documenta este fenómeno en Europa, destacando España como uno de los países donde ha sido más prevalente.

6 No obstante, cabe señalar que los tipos efectivos se sitúan ya en niveles máximos en términos históricos, lo que podría sugerir un ajuste a la baja en el marco de futuras reformas tributarias.

7 Otros factores no contemplados explícitamente en el modelo supondrían una minoración de la ratio de ingresos sobre el PIB de 0,3 pp.

8 Francisco Martí y Javier J. Pérez. (2015). "Spanish Public Finances through the Financial Crisis". *Fiscal Studies*, 36(4), pp. 527-554.

9 Cabe señalar que las medidas adoptadas para hacer frente a la crisis sanitaria y económica asociada a la pandemia de COVID-19 tuvieron en todos los casos un carácter transitorio. Su impacto presupuestario supuso un aumento del gasto público de 3,9 pp, 2,9 pp y 0,5 pp en 2020, 2021 y 2022, respectivamente, efectos que se extinguieron en 2023. Por tanto, el aumento del gasto público observado desde 2019 parecería estar más vinculado a decisiones de carácter estructural que a medidas de naturaleza transitoria que, con el tiempo, hayan adquirido carácter permanente.

Recuadro 1.7

LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS DESDE LA PANDEMIA (cont.)

de actividad¹⁰— y 0,3 pp a las prestaciones no contributivas (fundamentalmente, el ingreso mínimo vital). En cambio, el gasto en prestaciones por desempleo ha disminuido en 0,1 pp del PIB entre 2019 y 2025, reflejando la reducción de la tasa de paro.

En segundo lugar, el consumo público ha aumentado en 0,5 pp del PIB entre 2019 y 2025, incremento que se eleva hasta 0,6 pp al incorporar el gasto asociado al MRR. A pesar del carácter aparentemente transitorio del aumento registrado durante la pandemia, estos incrementos se han mantenido relativamente estables en algunas partidas. En este ámbito destacan particularmente los consumos intermedios, como muestra el gráfico 2.c. Estos se incrementaron en 0,7 pp entre 2019 y 2020¹¹, y han

sostenido la mayor parte de ese incremento (0,5 pp) hasta 2025. Esto contrasta con el resto de los componentes del consumo público, en los que el fuerte aumento observado en 2020 se diluyó en los años posteriores.

En un análisis más detallado, y con datos hasta 2024, se pueden desglosar los componentes que explican el aumento del consumo público en general y de los consumos intermedios en particular según las distintas funciones del gasto público¹². Entre 2019 y 2024, el consumo público aumentó en 0,6 pp del PIB. Algo más de la mitad de este aumento corresponde a consumos en sanidad (0,3 pp), entre los que destacan, por su mayor persistencia, la remuneración de asalariados (casi 0,2 pp, especialmente concentrada en los servicios

Cuadro 2
 Evolución del gasto público por funciones (COFOG) y subsectores (a). 2019-2024

Clasificación funcional	2019					2024				
	AAPP	AC	AASS	CCAA	CCLL	AAPP	AC	AASS	CCAA	CCLL
	% del PIB	% de gasto				% del PIB	% de gasto			
01 Servicios públicos generales	5,4	64,0	0,2	18,1	17,7	5,8	64,5	0,3	18,8	16,4
02 Defensa	0,8	100,0	—	—	—	0,9	100,0	—	—	—
03 Orden público y seguridad	1,8	53,3	—	23,4	23,3	1,8	52,2	—	24,6	23,2
04 Asuntos económicos	4,2	38,9	5,1	32,3	23,6	5,1	42,2	3,9	31,6	22,4
05 Protección del medio ambiente	0,9	6,4	—	21,5	72,1	1,0	12,7	—	22,3	65,0
06 Vivienda y servicios comunitarios	0,4	1,1	—	36,6	62,3	0,5	2,6	—	40,7	56,7
07 Salud	6,1	3,8	2,2	92,8	1,2	6,5	3,5	1,9	93,7	0,9
08 Ocio, cultura y religión	1,2	16,4	—	22,8	60,7	1,2	17,6	—	22,6	59,8
09 Educación	4,0	3,4	0,0	91,3	5,3	4,1	4,0	0,0	90,7	5,2
10 Protección social	17,3	10,1	80,4	5,9	3,6	18,7	9,9	80,3	6,4	3,4
TOTAL	42,0	22,0	33,9	32,5	11,5	45,5	22,7	33,7	32,6	11,0

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

a AAPP: Administraciones Públicas; AC: Administración Central; AASS: Administraciones de la Seguridad Social; CCAA: comunidades autónomas; CCLL: Corporaciones Locales.

10 Banco de España. (2025). "Recuadro 5. Un primer análisis del aumento de las bajas por incapacidad temporal en España". En Banco de España, *Informe Anual 2024*, pp. 172-175. Según el estudio sobre IT publicado por la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF) en el marco de la segunda fase del Spending Review 2022-2026, la incidencia de las bajas por contingencias comunes ha aumentado cerca de un 60 % entre 2017 y 2024, con una especial incidencia de las enfermedades musculoesqueléticas y respiratorias. El mayor crecimiento acumulado se observa en las enfermedades infecciosas (que duplican su impacto) y las mentales (+80 %). Las condiciones mentales presentan las mayores duraciones medias (98,5 días en 2024). Véase AIReF. (2025). *Incapacidad temporal. Estudio*.

11 Algo similar ocurrió tras la crisis financiera, cuando los consumos intermedios aumentaron en 0,7 pp del PIB entre 2007 y 2009, para retornar a su nivel de 2007 en 2017. Sin embargo, en aquel momento el incremento del gasto de remuneración de asalariados nunca retornó a su nivel previo a la crisis.

12 Si bien los datos de la Clasificación Funcional del Gasto de las Administraciones Públicas (COFOG) en los que se basa el gráfico 2.a no brindan un desglose del MRR, se utiliza una estimación del Banco de España donde las partidas reflejadas se presentan netas de gasto en MRR. En cualquier caso, la magnitud del MRR en el gasto en consumo público se estima inferior a 0,1 pp del PIB en cada año del período presentado.

Recuadro 1.7

LA EVOLUCIÓN DE LOS INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS DESDE LA PANDEMIA (cont.)

ambulatorios)¹³ y los consumos intermedios por servicios hospitalarios (0,2 pp del PIB). La variación positiva en el resto del consumo público más allá del sector sanidad se explica en gran parte por el aumento de los consumos intermedios en el gasto relacionado con los asuntos económicos (0,1 pp) y la protección social (0,1 pp), así como por la suma del resto de las partidas (0,1 pp).

En tercer lugar, la inversión pública ha aumentado en 0,3 pp del PIB entre 2019 y 2025. Este incremento se duplicaría, hasta los 0,7 pp, si se incluye el impulso derivado de los fondos del MRR.

Por último, el gasto en el resto de las partidas aumentó en 0,4 pp del PIB durante este período, como resultado de la evolución conjunta de algunas de ellas, entre las que destacan las subvenciones (con un incremento de 0,2 pp) y los intereses efectivos (0,1 pp).

Tras esta caracterización de las dinámicas recientes del gasto público, es importante evaluar su *grado de persistencia*. La naturaleza de las partidas que han mostrado un mayor dinamismo, combinada con un análisis de persistencia basado en su comportamiento histórico, permite anticipar cierto grado de inercia, especialmente por el lado de los gastos.

Así, las prestaciones sociales están condicionadas por el proceso de envejecimiento demográfico y por el aumento del gasto asociado a las bajas por incapacidad temporal. En este último caso, la AIReF señala en su informe que ello podría responder tanto a factores coyunturales —relacionados con las secuelas de la pandemia y las tensiones en la atención primaria— como a elementos de carácter más estructural derivados del diseño de estas prestaciones¹⁴.

En lo que respecta al consumo público, su evolución resulta especialmente relevante desde la perspectiva de la orientación fiscal y del análisis de su grado de persistencia, en tanto que constituye una de las partidas de gasto con margen de ajuste discrecional en el corto plazo. En este caso,

los componentes del consumo público que han mostrado un mayor dinamismo son aquellos vinculados a determinados servicios sanitarios que no han revertido al peso relativo sobre el PIB observado antes de la pandemia. Este aumento se concentra, además, en partidas con un comportamiento más inercial, como es la remuneración de asalariados y los consumos intermedios en servicios ambulatorios.

La partida de inversión pública (2,6 % del PIB al excluir el gasto asociado al MRR) se mantiene por debajo de su media histórica (3,4 % desde 1995) y, de cara al futuro, afronta presiones al alza derivadas de los compromisos adquiridos en materia de defensa.

Por otro lado, dentro del resto de las categorías de gasto, cabe destacar el aumento del correspondiente a las subvenciones, que incorpora diversas actuaciones orientadas a mitigar los efectos de la crisis energética, como el subsidio al transporte público, implementado en 2022 y que, tras sucesivas modificaciones, se ha mantenido en el tiempo.

El análisis presentado en este recuadro documenta un incremento significativo del tamaño de las AAPP, medido a través de las ratios de ingresos y de gasto público como porcentaje del PIB (véase cuadro 1). Por el lado del gasto, el análisis indica que el aumento de este muestra una elevada inercia en ausencia de medidas que modifiquen su trayectoria, concentrándose en mayor medida en prestaciones sociales, consumo público —especialmente gasto sanitario— e inversión pública. Por su parte, el dinamismo de los ingresos responde a una combinación de elementos vinculados al ciclo económico y factores de naturaleza más permanente asociados a medidas discrecionales, entre las que destaca la falta de indexación completa del IRPF, que ha contribuido a un incremento apreciable de la recaudación. Estas tendencias¹⁵ subrayan la necesidad de definir de manera específica y granular una estrategia fiscal de medio plazo que tenga en cuenta tanto las dinámicas recientes de estas partidas como las nuevas necesidades de gasto en materia de defensa, cambio climático o digitalización.

13 La comparación entre sanidad y educación resulta ilustrativa: ambos sectores concentran en torno a una cuarta parte del empleo público y una proporción similar de la remuneración total de asalariados. Entre 2019 y 2024, el empleo público en educación creció un 18 %, por encima del conjunto del empleo público total (10 %), pero su remuneración se mantuvo estable en porcentaje del PIB. En cambio, en sanidad el empleo aumentó un 8 %, mientras que la remuneración de asalariados incrementó su peso en el PIB en 0,2 pp. Por último, el gasto en farmacia permaneció constante en términos de PIB durante el período, a diferencia de etapas anteriores.

14 De esta forma, el gasto en protección social aumentó 1,4 pp por encima de su nivel de 2019, principalmente debido a las prestaciones sociales distintas a las transferencias sociales en especie (1,2 pp).

15 Este análisis también se corrobora al utilizar la metodología de la Comisión Europea y el Eurosistema, basada en la descomposición de ingresos en la parte cíclica —relacionada con la posición cíclica de la economía— y la estructural. Los resultados indican que, desde 2019, el componente cíclico de ingresos y gastos habría tenido una importancia relativamente contenida (en torno al 20-30 % del aumento observado).



Capítulo 2

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



Capítulo 2

Ideas principales

- Los problemas de acceso a la vivienda y las restricciones al crecimiento de la oferta son, en la actualidad, los principales retos en el ámbito del mercado de la vivienda en España.
- El mercado de la vivienda experimenta una fase de auge en un contexto de expansión económica, crecimiento demográfico y relajación de las condiciones de financiación.
- Entre las singularidades de la evolución actual del mercado de la vivienda en relación con ciclos expansivos previos, destacan el auge del mercado del alquiler y una mayor heterogeneidad territorial en la evolución de los precios y la actividad inmobiliaria.
- A pesar de este dinamismo, los indicadores de riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera asociados al mercado inmobiliario no indican una acumulación de desequilibrios macrofinancieros como en el *boom* inmobiliario de los años 2000.
- La demanda de vivienda —residencial y de usos alternativos, como el turístico y las compras de no residentes— crece con fuerza frente a una oferta cuya respuesta es insuficiente e impulsa un alza sostenida de los precios de compra y de alquiler de vivienda.
- El incremento acumulado de los precios superior al de la renta de los hogares ha endurecido el esfuerzo requerido en términos de renta para comprar una vivienda, cuya magnitud en España aumenta en mayor cuantía que en las grandes economías europeas.
- Los elevados esfuerzos para acceder a una vivienda, tanto en propiedad como en alquiler, se intensifican en las grandes ciudades y entre los jóvenes y los nuevos residentes, colectivos en los que emergen situaciones de sobreesfuerzo y vulnerabilidad social.
- Estos esfuerzos muestran una elevada dispersión territorial, con un conjunto de áreas urbanas donde se concentran los mayores problemas de acceso a la vivienda.

- La oferta de vivienda reacciona con lentitud ante el incremento de los precios: la producción de vivienda nueva no alcanza el ritmo necesario para equilibrar el crecimiento de los hogares y la demanda de vivienda no residencial.
- La rigidez de la oferta de vivienda nueva obedece a determinantes estructurales y factores coyunturales, que conjuntamente limitan la producción de viviendas.
- Entre las restricciones a la oferta de vivienda nueva destacan la escasez de suelo edificable, la lentitud en la ejecución de viviendas previstas y los problemas en la gestión de la planificación urbanística.
- Estas restricciones urbanísticas se complementan con la disminución de la productividad, el déficit de tamaño empresarial y de mano de obra o la menor rentabilidad en el sector de la construcción residencial en relación con otras actividades.
- Los problemas en el funcionamiento del mercado de la vivienda pueden dar lugar a un amplio conjunto de efectos macroeconómicos y sociales adversos.
- El diagnóstico sobre la situación del mercado de la vivienda apunta a la necesidad de políticas estructurales que aumenten la oferta de vivienda, particularmente en los ámbitos de la planificación y gestión urbanística y en materia de suelo, cuya efectividad requiere de la coordinación de los tres niveles de gobierno con competencias en vivienda.

1 Introducción

El mercado de la vivienda tiene una especial relevancia económica y social. La situación macroeconómica y la estabilidad financiera pueden verse afectadas por la relevancia agregada de este mercado en términos de actividad —debido a su contribución relativa al empleo y a la inversión— y por su fuerte vinculación con el crédito bancario. Además, la evolución de los precios de la vivienda —tanto de compra como de alquiler— condiciona, junto con la situación en otros mercados, como el laboral o el financiero, las decisiones de consumo y ahorro de los hogares, la emancipación de los jóvenes, la inversión empresarial o la localización geográfica de los trabajadores y de las empresas.

De ese modo, la existencia de problemas de acceso a la vivienda puede dar lugar a un amplio conjunto de efectos económicos y sociales adversos. Estos efectos abarcan desde limitaciones al crecimiento económico y la productividad hasta una mayor sensibilidad del consumo y de la inversión a la evolución de los precios de la vivienda, efectos distributivos creados por las ineficiencias en el funcionamiento del mercado de la vivienda o las distorsiones en la acumulación de la riqueza entre generaciones. La relevancia de estas cuestiones justifica el esfuerzo analítico que realiza el Banco de España en el seguimiento de este mercado¹.

El acceso a la vivienda y el aumento de la oferta son, en la actualidad, los principales retos en el ámbito de la vivienda en España. En este capítulo se realiza un esfuerzo de diagnóstico del mercado de la vivienda centrado en estas dos dimensiones fundamentales². En primer lugar, el capítulo documenta las condiciones de acceso en un mercado cuyo auge se refleja en un crecimiento sostenido de los precios reales de la vivienda. No obstante, la heterogeneidad en la evolución de los precios y la renta de los hogares se traduce en diferencias significativas en los esfuerzos necesarios para acceder a una vivienda, tanto en propiedad como en alquiler, entre colectivos y entre zonas geográficas. Los problemas de acceso a la vivienda son comunes entre las economías europeas, pero tienen especial relevancia en España, donde las condiciones de acceso a la vivienda en propiedad se habrían endurecido en una mayor magnitud durante las últimas cuatro décadas. En segundo lugar, el capítulo analiza las restricciones que limitan la capacidad de respuesta de la oferta de vivienda residencial ante el auge de la demanda y de los precios. Estas restricciones se sitúan en el origen de los problemas de acceso y pueden dar lugar a un amplio conjunto de efectos macroeconómicos adversos, así como a efectos distributivos que a su vez impactan en la estabilidad macroeconómica. Finalmente, el diagnóstico presentado sirve de base para discutir el papel de las políticas públicas, diferenciando entre aquellas de naturaleza estructural, orientadas a aumentar la oferta de vivienda, y las políticas de demanda, diseñadas para mitigar, en el corto plazo, las tensiones sobre el acceso a la vivienda.

1 Véase “Prioridades analíticas del Banco de España para el período 2025-2030”.

2 Véase el capítulo 4 del *Informe Anual 2023* del Banco de España para un exhaustivo ejercicio diagnóstico del mercado de la vivienda.

2 Rasgos básicos del mercado de la vivienda

El mercado de la vivienda inició una fase de recuperación en 2014, seguida de una progresiva expansión, que se intensificó a partir de 2022³. Esta expansión se caracteriza por un fuerte dinamismo de la demanda en un contexto macroeconómico favorable, aunque con una marcada heterogeneidad territorial. En 2025, el auge del mercado de la vivienda se refleja en el crecimiento de los principales indicadores del mercado —compraventas, crédito hipotecario, inversión residencial y precios—, impulsados por el crecimiento demográfico y la relajación de las condiciones de financiación a partir de 2024.

Sin embargo, este dinamismo no es homogéneo entre territorios y se concentra en un número reducido de áreas urbanas donde la presión de la demanda es mayor. Estas diferencias se reflejan en dinámicas divergentes de los precios reales de compra y de alquiler, así como en la localización geográfica de la actividad inmobiliaria. A pesar de la intensidad de la actual expansión del mercado de la vivienda, esta no presenta, hasta el momento, los desequilibrios macrofinancieros observados en episodios expansivos anteriores. En particular, los indicadores que alertan sobre la existencia de riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera asociados con la evolución del mercado inmobiliario se encuentran en niveles contenidos.

2.1 Evolución reciente en un contexto de expansión económica

El auge actual del mercado de la vivienda no ha venido acompañado de un deterioro de los indicadores de riesgos y vulnerabilidades, que reflejarían la acumulación de desequilibrios macrofinancieros.

- Los indicadores que utiliza el Banco de España en su seguimiento de las vulnerabilidades y de los riesgos para la estabilidad financiera asociados al mercado de la vivienda se encuentran en unos niveles contenidos (véase gráfico 2.1). El indicador sintético de riesgos para la estabilidad financiera se situaba en el último trimestre de 2025 en un nivel similar al de 2001 y por debajo de los valores de este indicador tanto al inicio del auge inmobiliario de los años 2000 como en su máximo antes de la crisis financiera global iniciada en 2007⁴.
- La evolución de los componentes del indicador sintético de riesgos asociados con las condiciones crediticias, la actividad residencial y la situación patrimonial de los hogares apunta a que, en esta ocasión, la expansión del mercado de la vivienda no se sostiene por una acumulación de desequilibrios. El componente del indicador sintético que considera la posible sobrevaloración de la vivienda en relación con sus determinantes de largo plazo muestra una evolución creciente, si bien sus niveles se encuentran en línea con los de 2004.

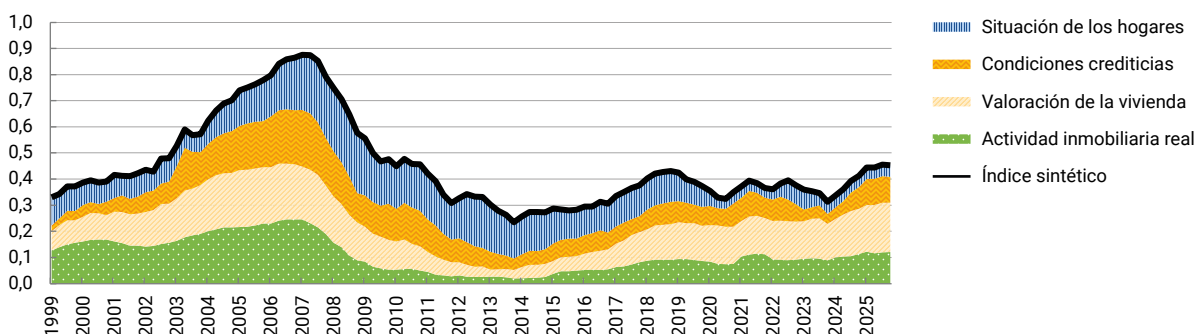
3 Véase Lajer, López-Rodríguez y San Juan (2024) para un análisis detallado de la evolución del mercado de la vivienda residencial en España durante las últimas décadas y su comparación en el contexto internacional.

4 Alves, Broto, Gil y Lamas (2023) y Banco de España (2026).

Gráfico 2.1

Los riesgos para la estabilidad financiera asociados al mercado inmobiliario están contenidos

2.1.a Índice sintético de vulnerabilidades y riesgos en el mercado inmobiliario (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística. Última observación: diciembre de 2025.

a El índice sintético está acotado entre 0 y 1. Los valores cercanos a 1 indican la presencia de desequilibrios —riesgos y vulnerabilidades— más altos, y los cercanos a 0, más bajos. El indicador sintético contiene indicadores individuales que aproximan la situación financiera de los hogares, las condiciones crediticias —como el volumen de financiación hipotecaria o los estándares en la concesión de nuevos préstamos—, la valoración de los precios de la vivienda o indicadores de actividad inmobiliaria tanto de oferta como de demanda [véase Alves, Broto, Gil y Lamas (2023) para más información].



Además, la evolución de este indicador refleja, en buena medida, el desacople entre precios y renta de los hogares en un contexto de rigidez de la oferta⁵.

Las compraventas de vivienda mantienen su senda de crecimiento en 2025, si bien se registra una progresiva desaceleración, que estabiliza el volumen de operaciones en niveles elevados.

- El volumen de compraventas superó las 750.000 unidades en 2025, cifras equiparables a las operaciones en términos acumulados de doce meses que se realizaron en el primer trimestre de 2008. No obstante, si se tiene en cuenta el crecimiento poblacional de España durante este período, las transacciones de 2025 representaron una cuantía equivalente al 3,8 % de los hogares, frente al 5,5 % en el promedio del *boom* inmobiliario que hubo entre 2004 y 2007.
- Las compraventas de vivienda crecieron un 12,1 % en 2024, en un contexto de relajación monetaria y expansión económica. Este dinamismo se desaceleró progresivamente en 2025, desde un aumento interanual del 14,7 % durante el primer trimestre hasta el 0,6 % del último trimestre del año. Esta evolución da como resultado un avance interanual del 5,1 % de las compraventas en 2025, donde el 90 % de las transacciones fueron de vivienda usada⁶.

5 El indicador de valoración de la vivienda considera los precios de la vivienda en relación con una estimación de su nivel de largo plazo, pero este indicador no tiene en cuenta los efectos al alza en los precios que tienen las restricciones de oferta en el corto plazo.

6 Las adquisiciones de vivienda por parte de las personas jurídicas representaron el 10 % de las operaciones en 2025, cifra en línea con el promedio observado desde 2020 (Consejo General del Notariado). Las ventas de estas entidades, excluyendo las sociedades cuya actividad principal es la inmobiliaria, se situaron en el 16 % del total de las transacciones de vivienda.

El dinamismo de las compras de vivienda se apoya en el crecimiento del crédito hipotecario, favorecido por la mejora de las condiciones de financiación desde 2024.

- El flujo de nuevo crédito hipotecario concedido a los hogares para la adquisición de vivienda creció un 27,5 % en 2025 y el número de hipotecas aumentó un 14 %. El 84,4 % de estas hipotecas tuvieron como finalidad la adquisición de la vivienda habitual de los hogares, correspondiendo un 80 % de esta cuantía a la compra de primera vivienda y el resto de las operaciones a cambios de residencia de vivienda habitual. Entre el resto de las operaciones, un 1,2 % financiaron adquisiciones de viviendas destinadas para alquiler a terceros, y un 14,4 %, para otras finalidades, como, por ejemplo, adquisiciones de segundas residencias⁷.
- El dinamismo de los flujos de crédito hipotecario situó la ratio de esta financiación en el 4 % del PIB en el último trimestre de 2025, con un incremento de 0,6 puntos porcentuales (pp) de PIB en relación con 2024. A pesar de este incremento, el mayor ritmo de amortizaciones en 2025 mantuvo el proceso de desapalancamiento agregado de los hogares. En concreto, el saldo de crédito para la adquisición de vivienda de los hogares descendió hasta el 30 % del PIB, 10 pp inferior a la ratio de 2019 y cerca del percentil 10 de la serie histórica⁸.
- El porcentaje de adquisiciones de vivienda con financiación hipotecaria se situó en torno al 52 % en 2025. Esta cifra se encuentra por debajo de ratios de recurso al crédito del 70 % en el máximo del *boom* inmobiliario en 2007, pero esta proporción se recupera desde los niveles alrededor del 45 % registrados al final del proceso de ajuste inmobiliario, en 2013.
- La relajación de las condiciones de financiación ha contribuido al crecimiento del crédito hipotecario desde mediados de 2024 y al incremento de los préstamos hipotecarios a tipo de interés fijo, que supusieron el 80 % de las nuevas operaciones en 2025. El proceso de transmisión de la política monetaria a los tipos de los nuevos préstamos bancarios redujo los costes de financiación en unos 150 puntos básicos acumulados, principalmente desde su máximo en el último episodio de endurecimiento monetario —cuarto trimestre de 2023— hasta el primer trimestre de 2025. En términos de tipo de interés medio efectivo (TEDR), el tipo medio de las nuevas operaciones hipotecarias descendió desde el 3,3 % en 2024 hasta el 2,75 % en 2025 (*Memoria de la Central de Información de Riesgos 2025*)⁹. Asimismo, los indicadores sobre los estándares crediticios apuntan a una relajación en las condiciones de acceso al crédito hipotecario en 2024 y 2025. Por ejemplo, el plazo medio de las nuevas hipotecas aumentó un 2,7 % y se situó en 25,4 años, y la ratio préstamo-valor creció un 1,2 % y alcanzó el 66,4 %. No obstante, los estándares crediticios de los nuevos préstamos hipotecarios se mantienen en niveles contenidos y son más estrictos que en ciclos expansivos previos¹⁰.

7 Estas proporciones se calculan a partir de la información sobre la finalidad de los préstamos en la Central de Información de Riesgos del Banco de España. Véase, para más detalles, *Memoria de la Central de Información de Riesgos 2025*.

8 Banco de España (2026).

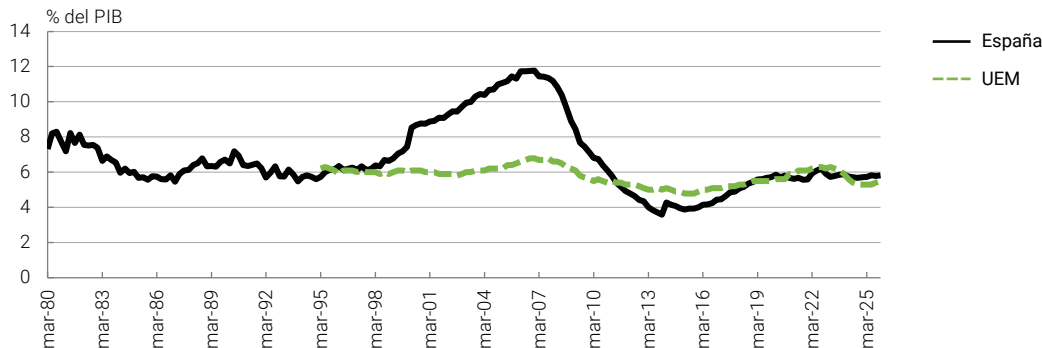
9 Los datos hasta mayo de 2026 apuntan a un cambio de tendencia en esta evolución, con un incremento de los tipos hipotecarios para la adquisición de vivienda de los hogares, en buena parte asociado a las consecuencias del conflicto en Irán (véase capítulo 1).

10 Véase Banco de España (2026) para un análisis detallado de la evolución del crédito hipotecario para la adquisición de vivienda y de los estándares crediticios.

Gráfico 2.2

El peso de la inversión residencial en España se recupera desde 2014, aunque se mantiene en niveles reducidos con una perspectiva de cuatro décadas

2.2.a Evolución de la inversión residencial en relación con el PIB



FUENTE: Banco de España con datos del Instituto Nacional de Estadística y Eurostat. Última observación: cuarto trimestre de 2025.

La respuesta de la oferta residencial es limitada en relación con el dinamismo de la demanda.

- La inversión residencial creció un 5,1 % en 2025 y alcanzó el 5,8 % del PIB en el cuarto trimestre del año. Esta evolución recoge, en buena parte, el aumento registrado en los indicadores de viviendas iniciadas o de visados residenciales, que se incrementan desde cuantías en torno a las 110.000 viviendas a finales de 2023 hasta cifras cercanas a las 140.000 viviendas en 2025.
- El auge de la demanda residencial y el incremento de los precios reales de la vivienda harían esperar un repunte sostenido de la inversión residencial y de la producción de viviendas. No obstante, la inversión residencial se encuentra por debajo de su promedio de otros períodos de auge de la demanda residencial (véase gráfico 2.2)¹¹ y en 2025 el número de viviendas terminadas (92.000) registró una reducción del 9 %. Esta evolución sugiere la existencia de fricciones en la oferta, que limitan su elasticidad ante el aumento de los precios.

En un contexto en el que la oferta de vivienda no crece al ritmo de la demanda, los precios reales de la vivienda han intensificado su crecimiento.

- Los precios reales de adquisición de vivienda aumentaron en promedio un 9,7 % en 2025¹², frente a avances del 5,5 % en 2024 o del 0,4 % en 2023. Este dinamismo se ve impulsado por los precios de la vivienda usada, que aumentaron un 10 % en 2025 y se situaron por encima del crecimiento del 8,4 % de la vivienda nueva. Esta evolución sería el resultado del diferencial

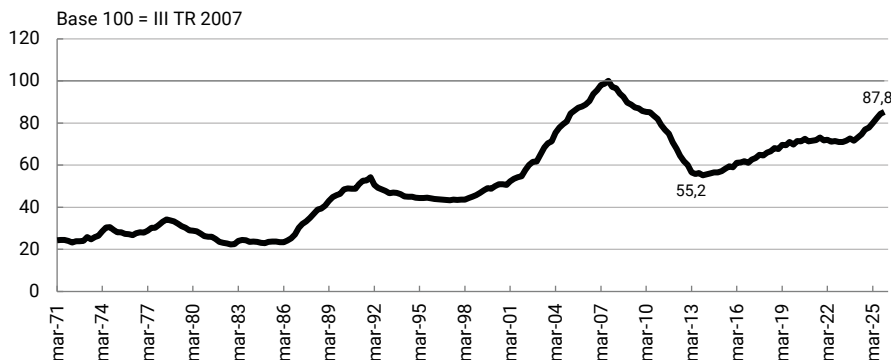
¹¹ Por ejemplo, el promedio de la inversión residencial en las décadas de los ochenta y noventa del siglo pasado se situó en torno al 6,5 % del PIB.

¹² Esta evolución incluye el crecimiento tanto de los precios de la vivienda nueva como de los de la usada. Los precios reales a lo largo de este capítulo se calculan a partir de deflactar indicadores nominales de precios con el IPC.

Gráfico 2.3

El precio real de la vivienda muestra una senda de recuperación desde 2014, cuya intensidad se aceleró a partir de 2024

2.3.a Evolución del precio real de la vivienda



FUENTE: Banco de España con datos del Instituto Nacional de Estadística y del Banco de Pagos Internacionales. Última observación: primer trimestre de 2026.

a El precio real de la vivienda se corresponde con el índice de precios de vivienda del INE desde el primer trimestre de 2007, cuya serie enlaza el BPI con una serie histórica hasta 1971. Estos precios se deflactan con el índice de precios de consumo.



entre el aumento de la demanda y el de la oferta, cuyo incremento sostenido sería uno de los determinantes del crecimiento de los precios¹³.

- El incremento de los precios reales de la vivienda desde 2014 sitúa los precios en niveles elevados en una perspectiva histórica de las últimas cinco décadas (véase gráfico 2.3). Por ejemplo, los precios reales en el primer trimestre de 2026 se encuentran un 12,2 % por debajo del máximo observado en el tercer trimestre de 2007. No obstante, el aumento de los precios de la vivienda desde 2014 también se explica por el crecimiento acumulado de la renta disponible bruta real de los hogares del 15 % hasta 2025 (5,5 % en términos per cápita).
- En el mercado del alquiler, los precios de los nuevos contratos se incrementan desde 2019 de manera sustancial hasta alcanzar en términos reales un avance del 4,6 % interanual en 2024, frente a la contención del precio del alquiler para los contratos vigentes, que registra un avance promedio del 0,4 % anual desde 2019. Además, las nuevas viviendas que entran en el mercado del alquiler muestran precios significativamente mayores que los precios medios del alquiler. En concreto, en 2020 las nuevas viviendas se alquilaban a un precio un 6,2 % mayor que el promedio de las viviendas en alquiler, frente al 16,5 % en 2024. Los indicadores adelantados de precios, basados en precios de oferta de nuevos alquileres anunciados en los portales inmobiliarios¹⁴, apuntan a un avance en términos reales del 5 % en 2025.

¹³ San Juan (2023).

¹⁴ La evolución de estos indicadores proporciona información que anticipa las dinámicas de precios, si bien deben ser considerados con cautela, ya que no han recibido un tratamiento estadístico equivalente al de los precios de la vivienda publicados por el Instituto Nacional de Estadística.

El dinamismo reciente del mercado de la vivienda se enmarca en un entorno macroeconómico favorable, con un importante crecimiento demográfico que refuerza la demanda residencial.

- La demanda de vivienda se apoya en 2025 en un crecimiento significativo del empleo —del 3,1 % en términos de aumento medio anual de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo— y de la renta disponible real de los hogares (2,5 %). Además, se observa una mejora progresiva de la posición patrimonial de los hogares, en un contexto de relajación monetaria, tanto por la disminución del saldo vivo de su deuda como por el incremento de sus activos financieros y de la valoración de su riqueza inmobiliaria.
- Los importantes flujos migratorios dan lugar a un crecimiento poblacional del 0,9 % en 2025. Estas dinámicas demográficas contribuyen al incremento de la demanda de vivienda, en alquiler y en propiedad, a través de la formación de nuevos hogares. Los datos sitúan en 240.000 el aumento del número de hogares en 2025. Esta cuantía supone un incremento del 1,2 %, ligeramente inferior al 1,3 % anual promedio entre 2021 y 2025. A esta demanda debe añadirse la no residencial, que dio lugar, por ejemplo, a compras netas de vivienda de no residentes situadas en torno a las 30.000 viviendas en 2025. Esta evolución contrasta con la disminución en la producción de viviendas en 2025 (-9 %), hecho que amplía el diferencial entre el crecimiento de los hogares y la demanda no residencial frente a la oferta de nuevas viviendas (véase epígrafe 4).

2.2 Heterogeneidad geográfica y evolución temporal en perspectiva

La evolución del mercado de la vivienda en España se ha caracterizado por una elevada heterogeneidad territorial, cuya dinámica desde 2014 refleja la naturaleza local de este mercado.

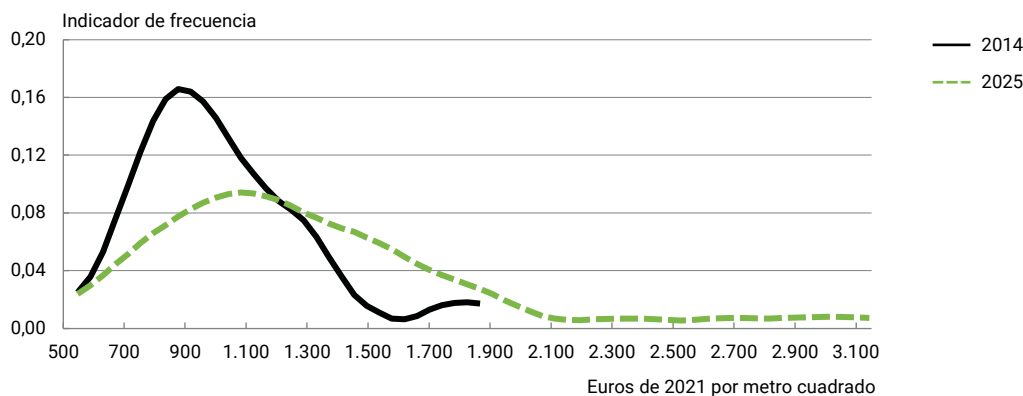
- El crecimiento acumulado de los precios reales de la vivienda a nivel agregado se distribuye de una manera muy heterogénea en el territorio. Esta heterogeneidad puede ilustrarse de manera sencilla a partir de la distribución geográfica de la evolución de los precios reales de la vivienda entre 2014 y 2025 (véase [anejo interactivo](#)). De manera complementaria, el [recuadro 2.1](#) documenta la heterogeneidad en el crecimiento acumulado de los precios reales de la vivienda en las seis áreas urbanas con mayor población de España¹⁵ desde 2014, basándose en un indicador experimental de ventas repetidas.
- La evidencia geográfica sobre los precios reales de la vivienda documenta la naturaleza local de este mercado. La recuperación de los precios desde 2014 ha sido muy dispar entre las comunidades autónomas (CCAA) y las provincias y destaca su mayor incremento en las zonas donde se concentra la actividad económica y el crecimiento demográfico (Madrid y Barcelona) o la demanda no residencial (la costa mediterránea y las islas).

15 Madrid, Barcelona, València, Sevilla, Zaragoza y Málaga.

Gráfico 2.4

El precio real de la vivienda presenta una elevada heterogeneidad entre áreas urbanas, y su actual dispersión territorial es mayor que al inicio de la recuperación del mercado de la vivienda en 2014

2.4.a Distribución del precio real por metro cuadrado de la vivienda en las áreas urbanas en 2014 y en 2025 (a)



FUENTE: Banco de España con datos del Consejo General del Notariado y el Instituto Nacional de Estadística.

a El gráfico compara la distribución del precio real por metro cuadrado promedio de la vivienda en 65 áreas urbanas en territorio fiscal común en 2014 y en 2025. Para cada año, se estima una densidad kernel a partir de las observaciones del precio por metro cuadrado medio. Los precios se expresan en términos reales, deflactando los precios nominales con el índice de precios de consumo con base 100 = 2021.



- Esta heterogeneidad es especialmente intensa en las áreas urbanas que concentran el dinamismo del mercado¹⁶. En las seis grandes ciudades de España se observan diferencias notables tanto en los precios medios como en su evolución, incluso a nivel de distrito.
- Esta evidencia descriptiva ilustra un hecho relevante para el diagnóstico y el diseño de las políticas públicas, y estilizado a escala internacional: no existe un único mercado de la vivienda, sino una multitud de mercados, que se encuentran segmentados a nivel geográfico. Una singularidad de la recuperación del mercado de la vivienda en España desde 2014, en relación con ciclos expansivos previos, es la mayor heterogeneidad en las dinámicas y la concentración del aumento de los precios de la vivienda a nivel local.

La dispersión territorial de los precios de la vivienda se ha intensificado desde 2014, reflejando un crecimiento concentrado en un número reducido de áreas urbanas.

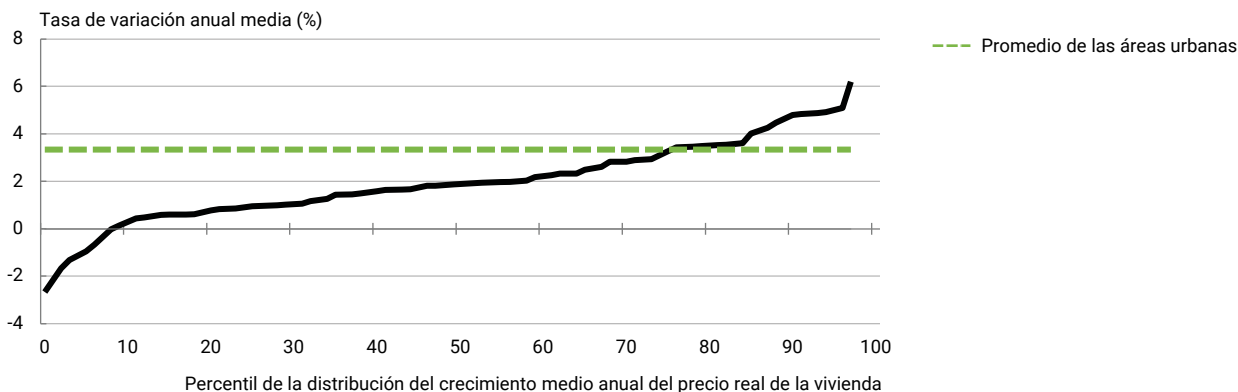
- La distribución de los precios reales por metro cuadrado de la vivienda en diferentes áreas urbanas muestra un incremento del precio medio y mediano entre 2014 y 2025 (véase gráfico 2.4). Este aumento se debe, en buena medida, a que el percentil 10 de las áreas urbanas con mayores precios presenta niveles muy superiores a los de 2014, mientras que

16 A lo largo de este capítulo, el término «área urbana» se refiere al concepto de Área Urbana Funcional (AUF). De acuerdo con Eurostat, una AUF está formada por una ciudad principal (centro) y un conjunto de municipios alrededor (periferia), cuya población ocupada realiza una elevada tasa de desplazamientos laborales entre dichos municipios. En 2023, en España se definen 70 áreas urbanas, que representan cerca del 68,5 % de la población. Véase, para más detalles metodológicos, Eurostat (2019).

Gráfico 2.5

La evolución del precio real de la vivienda entre 2014 y 2025 muestra una elevada heterogeneidad entre áreas urbanas, donde destaca un reducido número con aumentos muy superiores al agregado nacional, que contrasta con el estancamiento y las caídas en las áreas menos dinámicas

2.5.a Distribución del crecimiento medio anual del precio real de la vivienda en las áreas urbanas entre 2014 y 2025 (a)



FUENTE: Banco de España con datos del Consejo General del Notariado y el Instituto Nacional de Estadística.

a El gráfico ordena las 65 áreas urbanas en territorio fiscal común de acuerdo con el crecimiento medio anual del precio real por metro cuadrado de la vivienda entre 2014 y 2025. El precio real se obtiene deflactando los precios nominales con el índice de precios de consumo con base 100 = 2021. El eje horizontal recoge el percentil que ocupa cada una de las áreas urbanas en la distribución ordenada del crecimiento de los precios reales.



en una parte relevante de las áreas los precios reales se mantienen o se reducen respecto a los niveles de 2014.

- Esta dispersión territorial en los precios reales de la vivienda es el resultado de diferencias significativas en el crecimiento anual promedio de estos precios entre 2014 y 2025 (véase gráfico 2.5). En concreto, el percentil 90 de la distribución de este crecimiento entre áreas urbanas —siete áreas urbanas— incluye tasas de variación medias en un rango entre el 4,5 % y el 6,2 % anual. En sentido opuesto, en el percentil 10 —seis áreas urbanas— la variación anual de los precios reales ha sido nula o negativa (rango entre el 0 % y el -2,6 %). En conjunto, la tasa de crecimiento promedio de las áreas urbanas fue del 3,3 %.

El crecimiento agregado del mercado está dominado por un conjunto reducido de áreas urbanas.

- Las áreas urbanas de Madrid y Barcelona contribuyeron por sí solas al 55 % del aumento agregado de los precios reales de la vivienda en el conjunto de las áreas urbanas de territorio fiscal común entre 2014 y 2024¹⁷, por encima de su cuota de operaciones, que alcanzó el 40 % de las compraventas de vivienda (véase cuadro 2.1), y por encima del 24 % de su peso demográfico.

17 El análisis de concentración discutido en este epígrafe no se realiza para toda España, sino que se acota para el conjunto de 65 áreas urbanas en el territorio fiscal común en el período 2014-2024. Véase, para más detalles, Curci, Khametshin y López-Rodríguez (2026a).

Cuadro 2.1

Un número reducido de áreas urbanas, encabezadas por Madrid y Barcelona, concentran el crecimiento de los precios y las compraventas de vivienda

Contribución de las áreas geográficas al crecimiento del agregado de los precios reales y de las transacciones de vivienda entre 2014 y 2024 (%) (a) (b)

Unidad geográfica	Top 1		Top 2		Top 5 %		Top 50 %	
	Precios	Transacciones	Precios	Transacciones	Precios	Transacciones	Precios	Transacciones
Áreas urbanas	34,9	24,9	54,6	40,8	60,1	45,0	94,6	89,0
Municipios	25,4	14,2	34,7	19,3	72,2	58,2	98,7	96,6
Distritos censales	3,2	1,1	6,0	2,2	57,5	38,9	96,8	92,6
Secciones censales	0,5	0,2	0,9	0,4	35,9	24,7	88,7	78,9

FUENTE: Banco de España con datos del Colegio de Registradores.

- a** La tabla muestra la distribución para las 65 áreas urbanas existentes en el territorio fiscal común y, dentro de estas áreas, los municipios, los distritos censales y las secciones censales de la contribución acumulada de cada unidad geográfica al crecimiento agregado de los precios reales de la vivienda y al volumen de transacciones en dichas áreas urbanas entre 2014 y 2024. El índice agregado de precios de la vivienda se calcula como el cociente entre el precio medio por metro cuadrado en 2024 y el precio medio por metro cuadrado en 2014 en el conjunto de las áreas urbanas. Las unidades espaciales se ordenan de mayor a menor según su contribución individual al crecimiento de los precios reales. Dicha contribución se obtiene al combinar el crecimiento local de los precios con un peso que refleja la importancia relativa de cada unidad en el valor total del mercado residencial, medido como el producto entre el precio por metro cuadrado y el número de transacciones. La tabla presenta la suma acumulada de las contribuciones de las unidades con mayor contribución (top 1, top 2, top 5 % y top 50 %) al crecimiento del índice agregado y, por separado, la suma acumulada de su participación en el total de transacciones. Para más detalles, véase Curci, Khamethsin y López-Rodríguez (2026).
- b** El área urbana y el municipio top 1 corresponden a Madrid y el top 2 incluye también el área urbana y el municipio de Barcelona. Entre el 5 % de los distritos censales con mayor contribución (top 5 %), un 31 % y un 18 % se encuentran, respectivamente, en las áreas urbanas de Madrid y Barcelona, y en dichas áreas se encuentran el 45 % y el 20 % de las secciones censales en el 5 % de las secciones con mayor contribución. «Top 50 %» se refiere a las unidades geográficas cuya contribución se encuentra por encima de la mediana de la distribución.

- La concentración de la actividad en el mercado de la vivienda también fue muy elevada cuando se analiza en términos de secciones censales —las unidades geográficas de menor escala—. Un 5 % de las secciones censales de las áreas urbanas consideradas contribuyó en un 36 % del crecimiento acumulado de los precios en estas áreas entre 2014 y 2024 y concentró un cuarto de las compraventas de vivienda.
- Un mayor grado de concentración geográfica de la actividad implica que los determinantes locales ganan una mayor relevancia frente a factores agregados para explicar la evolución de dicha actividad y, en particular, el precio agregado de la vivienda.

El crecimiento de los precios del alquiler muestra una dinámica territorial similar a la de los precios de compra, si bien su aumento en el período reciente se concentra en los centros de las ciudades, en zonas con mayor atractivo turístico y en los nuevos contratos del alquiler.

- La distribución geográfica de la evolución de los precios reales del alquiler entre 2014 y 2024 ilustra su heterogeneidad espacial (véase el [anejo interactivo](#)). Si bien el incremento de los precios entre 2014 y 2024 ha sido muy dispar en las distintas CCAA y provincias, las mayores discrepancias se observan cuando se analizan las diferencias entre áreas urbanas.
- En el período reciente, el mayor aumento del precio real del alquiler se registra en las áreas urbanas de València y Málaga, seguidas de las de Madrid y Barcelona, donde se consolidan los niveles de precios reales medios más elevados. Estas dinámicas se deben, en buena

medida, al incremento de los precios del alquiler en los distritos de los centros de las grandes ciudades y en aquellas zonas con menor renta de los hogares, donde el acceso a la vivienda en propiedad se encuentra más limitado. En el [recuadro 2.2](#) se complementa esta evidencia con un análisis del crecimiento de los precios reales del alquiler en las áreas urbanas de mayor dimensión entre 2019 y 2024 y se documenta la heterogeneidad entre las dinámicas de los precios de los flujos y las del *stock* de alquileres.

El auge actual del mercado de la vivienda tiene un conjunto de características que lo diferencian de auges inmobiliarios previos y, en particular, del *boom* de los años 2000.

- La actual expansión del mercado de la vivienda no se encuentra sostenida por el crecimiento del crédito y la relajación de sus estándares de concesión, lo que evita la acumulación de desequilibrios financieros. Los indicadores que alertan sobre la existencia de riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera asociados con la evolución del mercado inmobiliario en el auge actual se encuentran en niveles contenidos, a diferencia de los desequilibrios registrados en el máximo del *boom* previo, entre 2004 y 2007.
- El crecimiento de la actividad en el mercado residencial no experimenta grandes aumentos, de modo que tanto el peso relativo del empleo del sector de la construcción y la promoción inmobiliaria como su contribución al valor añadido bruto de la economía se encuentran en ratios por debajo de sus promedios históricos de las últimas cuatro décadas. Este hecho se ve reflejado en un crecimiento de la producción de vivienda sistemáticamente por debajo del aumento del número de hogares, tendencia opuesta a la apreciada durante los años ochenta y, en especial, los años 2000 (véase epígrafe 4).
- Las compraventas de vivienda han alcanzado registros no observados en casi dos décadas, si bien la población ha crecido un 8,5 % y el número de hogares se ha incrementado en unos tres millones entre 2007 y 2025. El incremento relativo del número de hogares ha sido mayor que el de la población, debido a una progresiva caída del tamaño medio del hogar¹⁸. Este hecho aumenta el número de viviendas residenciales demandadas en relación con el crecimiento demográfico, frente a la relación histórica entre aumento de la población y demanda de vivienda residencial en ciclos expansivos previos. Además, en el ciclo actual esta demanda de vivienda residencial se ve reforzada, en determinadas áreas del territorio, por un importante componente no residencial por parte de ciudadanos extranjeros y por la aparición de usos alternativos de la vivienda, como el alquiler turístico.
- El mercado del alquiler tiene una especial relevancia en la expansión inmobiliaria actual (véase epígrafe 3). Si bien este régimen de tenencia de vivienda tuvo un papel casi residual en auges previos, desde 2007 una buena parte de los nuevos hogares —ya sea por la emancipación de los jóvenes o por la llegada de nuevos residentes— demandan residir en

18 El tamaño medio del hogar disminuye, y pasa de cifras en torno a 2,9 en 2001 a 2,75 en 2007 y alrededor de 2,5 en 2025 [Instituto Nacional de Estadística (INE), 2026a, 2026b]. A esta disminución contribuye el aumento del número de hogares unipersonales, que se sitúa en 5,6 millones a principios de 2026, frente a los 4,2 millones de 2011 (INE, 2013).

viviendas de alquiler. Este incremento de la demanda se produce en un mercado del alquiler poco desarrollado, lo que da lugar a una presión sobre los precios de la vivienda. Esta presión se produciría tanto en los precios del alquiler, ante una oferta que crece a un menor ritmo que la demanda, como en los precios de compra, ya que estos últimos pueden verse retroalimentados por la demanda de vivienda usada por motivo inversión.

- El dinamismo actual del mercado de la vivienda se encuentra especialmente concentrado en las grandes áreas urbanas y en las zonas con un mayor atractivo turístico. Este grado de concentración es mayor que el registrado durante el auge inmobiliario de los años 2000, cuando el crecimiento de la actividad (compraventas, producción de vivienda) y de los precios de la vivienda fue más generalizado en términos de su distribución territorial¹⁹. La concentración del mercado de la vivienda se incrementó sustancialmente durante el ajuste inmobiliario —entre 2008 y 2013— y la recuperación posterior, que fue liderada por las áreas urbanas con un mayor dinamismo económico (Madrid y Barcelona). Desde 2022, se observa un proceso de propagación a otras áreas urbanas, donde también se concentra una parte relevante del aumento reciente de la actividad y de los precios (Málaga, València o las islas).

¹⁹ Véase Curci, Lopez-Rodriguez y Khametshin (2026a) para una descripción del conjunto de indicadores que permiten cuantificar el grado de concentración espacial del mercado de la vivienda en España y su evolución temporal desde 2004 hasta 2024.

3 El acceso a la vivienda

La economía española mostró un aumento sostenido de la tasa de vivienda propiedad de los hogares hasta la crisis financiera global. Esta evolución del régimen de tenencia situó a España entre las economías avanzadas con una mayor proporción de hogares propietarios de su vivienda habitual. No obstante, los problemas de acceso a la vivienda están reduciendo progresivamente la ratio de propietarios, así como contribuyendo a la disminución de las tasas de emancipación de los jóvenes.

Esta sección documenta el deterioro de las condiciones de acceso a la vivienda en propiedad y el creciente papel del alquiler desde la crisis financiera global. Las dificultades de acceso son especialmente relevantes en las grandes áreas urbanas, donde el aumento acumulado de los precios reales de la vivienda se ha situado por encima de la evolución de la renta neta de los hogares. Esta dinámica ha provocado un desplazamiento de la demanda de vivienda al mercado del alquiler. Si bien la oferta de alquiler residencial se ha incrementado notablemente durante la última década, esta reacción de la oferta ha sido insuficiente para contener los precios del alquiler. De ese modo, una proporción elevada de los hogares que residen en alquiler se encuentran en situaciones de sobreesfuerzo al destinar una proporción muy significativa de su renta neta al gasto en vivienda. Los elevados esfuerzos para acceder a una vivienda de alquiler dificultan la emancipación de los jóvenes y la localización de los inmigrantes y son especialmente onerosos en los centros de las áreas urbanas.

3.1 La evolución del régimen de tenencia de vivienda en España

El régimen de tenencia de vivienda en España experimenta un cambio estructural, con una reducción de la residencia en propiedad y un aumento sostenido del alquiler desde la crisis financiera global.

- La tasa de tenencia de vivienda en propiedad de los hogares aumentó progresivamente durante la segunda mitad del siglo XX hasta la crisis económica iniciada en 2008. Por ejemplo, desde 1970 hasta principios de siglo XXI esta tasa aumentó en cerca de 20 pp (véase cuadro 2.2), situándose por encima del 80 % en 2007 (INE, 2025b).
- El aumento de la tenencia de alquiler en los hogares desde 2008 tiene su reflejo en la reducción de la tasa de propietarios, que se situó en el 73,3 % en 2025²⁰. La proporción de hogares en alquiler aumentó en 6,3 pp entre 2007 y 2025, hasta alcanzar el 20,2 %, cifra similar a la del año 1981. A esta cuantía deben añadirse el 6,5 % de los hogares que residen en viviendas cedidas por sus familiares, cifra relativamente estable en el tiempo y que se sitúa en línea con el promedio de este régimen de tenencia entre 1970 y 2025.

²⁰ Véase Khametshin, Lopez-Rodríguez y Pérez (2024) para una descripción detallada del crecimiento del mercado del alquiler en España desde la crisis financiera global hasta 2023.

Cuadro 2.2
El porcentaje de hogares que residen en viviendas de su propiedad descendió tras la crisis económica iniciada en 2008

Distribución de las viviendas residenciales según su régimen de tenencia (%)

Año	Alquiler	Cesión de vivienda y otras (a)	Propiedad
1970	30,1	6,5	63,4
1981	20,8	6,1	73,1
1991	15,2	6,5	78,3
2001	11,4	6,5	82,2
2011	13,5	7,6	78,9
2021	16,1	8,4	75,5

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (Censos de Población y Viviendas).

a En la categoría «otras» se incluyen las viviendas en alquiler a un precio inferior al de mercado, como son las viviendas en alquiler social o asequible. Se considera solo el parque de viviendas que son residencia habitual de los hogares.

- La evolución del régimen de tenencia ha venido acompañada de cambios en la composición sociodemográfica de los hogares que residen en viviendas de su propiedad y en viviendas de alquiler. Si bien estos cambios también reflejan el proceso de envejecimiento poblacional, el [recuadro 2.3](#) documenta, a partir de la Encuesta Financiera de las Familias, la evolución de las características de los hogares que residen en propiedad y en alquiler en términos de edad, renta, nivel de estudios y país de nacimiento durante las dos últimas décadas.

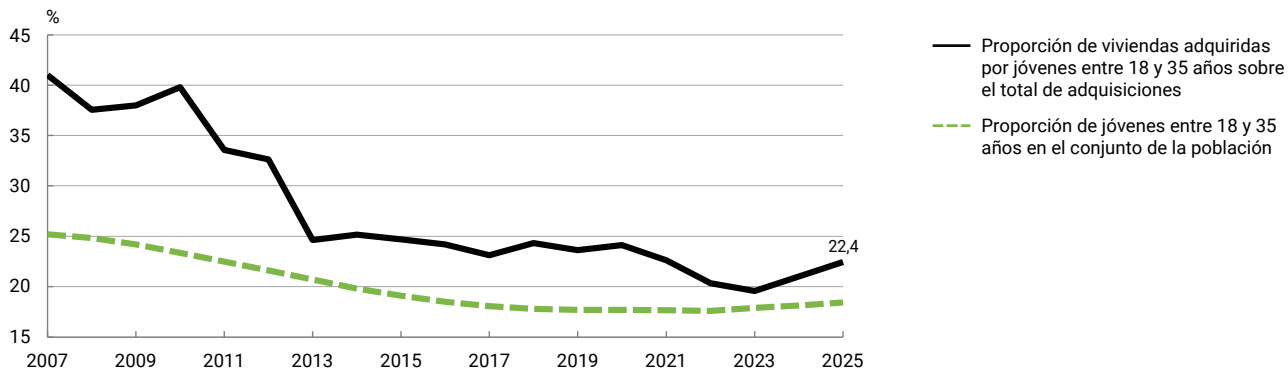
Los jóvenes son el colectivo con una mayor reducción de la tenencia de vivienda en propiedad.

- El aumento de la proporción de hogares que residen en alquiler fue de 15,4 pp entre 2007 y 2025 para aquellos hogares cuyo miembro principal no superaba los 30 años, alcanzando la ratio de inquilinos el 54,7 % en 2025. Este incremento fue de 17,8 pp para los hogares cuyo miembro principal tenía entre 30 y 44 años, situándose la tasa de alquiler en este grupo en el 37,1 % en 2025.
- Este incremento de la residencia en alquiler entre los hogares jóvenes contribuye, a través del cambio en los flujos de tenencia de vivienda, a la progresiva reducción de la tasa de propietarios de vivienda habitual en España.
- No obstante, esta disminución es aún contenida, ya que los jóvenes han reducido su peso demográfico en el conjunto de la población. De ese modo, la proporción de la población que reside en una vivienda de su propiedad en España está aún entre las más elevadas de la Unión Económica y Monetaria (UEM), cuya tasa media en el conjunto del área del euro se situaba en el 64,7 %, frente al 73,6 % de España en 2025. La tasa en España se encuentra ya por debajo de la de Italia (77,1 %), pero es todavía significativamente mayor que la de Francia (61,4 %) o Alemania (47,2 %).

Gráfico 2.6

La compra de vivienda por parte de los jóvenes se ha reducido significativamente en las dos últimas décadas y en una proporción mayor que la caída de su peso demográfico

2.6.a Acceso a la vivienda en propiedad de los jóvenes entre 18 y 35 años



FUENTE: Banco de España con datos del Consejo General del Notariado y el Instituto Nacional de Estadística.

La caída del acceso a la vivienda en propiedad de los jóvenes españoles coincide con una disminución sustancial de la tasa de emancipación juvenil.

- La proporción de jóvenes de hasta 35 años emancipados del hogar familiar alcanzó el 31,5 % en 2024, 13,5 pp menos que en 2007. Esta cifra se reduce al 13,4 % para los jóvenes de hasta 30 años.
- La edad media de emancipación en España se situaba en 2024 en 30,4 años, frente a 26,2 años en la Unión Europea (UE). La cifra de España está en línea con la de Portugal (28,9), Italia (30,1) o Grecia (30,2), si bien es superior a la de Francia (23,5) o Alemania (23,9)²¹.

El retraso en la edad de emancipación y el aumento de la tenencia en alquiler se ven reflejados en el incremento de la edad media de los compradores de vivienda.

- La proporción de compras de vivienda por jóvenes de 18 a 35 años se redujo en cerca de 20 pp entre 2007 y 2025, hasta situarse en el 22,4 % de las adquisiciones de viviendas por parte de los ciudadanos residentes (véase gráfico 2.6).
- El progresivo envejecimiento poblacional contribuye a esta disminución, si bien la caída en las compras es mayor que la reducción del peso demográfico de este grupo etario.
- Esta evolución explica buena parte del aumento de la edad media²² de compra de vivienda entre los residentes en España, cuya cifra se ha incrementado en 5,7 años desde 2007, hasta situarse en 46,8 años en 2025.

²¹ Véase, para más detalles, [Young people - housing conditions](#), de Eurostat.

²² Los cálculos de la edad media de los compradores de vivienda pueden realizarse a partir del año 2007, al empezar en dicho año la base de datos digitalizada del Consejo General del Notariado.

Cuadro 2.3
La economía española destaca entre las economías avanzadas por el incremento acumulado durante las últimas cuatro décadas del esfuerzo en términos de renta que deben realizar los hogares para adquirir una vivienda en propiedad

Evolución del esfuerzo potencial de los hogares para adquirir una vivienda en propiedad (base 100 = 1980) (a)

	1980	1985	1991	2000	2007	2015	2025
Francia	100	82,3	94,5	78,8	128,7	116,8	109,1
Alemania	100	85,1	73,4	65,3	53,2	56,3	60,7
Italia	100	70,4	92,9	74,9	104,4	88,7	78,5
España	100	90,1	155,6	121,6	230,2	151,0	188,6
EEUU	100	86,2	85,5	81,5	96,9	76,6	97,4
Área del euro	100	85,7	98,3	92,7	111,5	101,6	110,0
OCDE	100	87,0	92,4	81,8	95,7	84,4	96,7

FUENTE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2026).

a Indicador calculado como la ratio entre el índice de precios de la vivienda residencial y la renta neta disponible del hogar per cápita de acuerdo con la Contabilidad Nacional. Un aumento de esta ratio refleja un mayor esfuerzo potencial de los hogares que deseen adquirir una vivienda.

Los indicadores agregados que aproximan el esfuerzo necesario para acceder a una vivienda en propiedad muestran un endurecimiento de las condiciones de acceso en una perspectiva de cuatro décadas y un mayor deterioro relativo de las condiciones de España en el contexto internacional.

- El indicador precio-renta de la OCDE²³ permite aproximar la evolución del esfuerzo potencial para adquirir una vivienda por parte de un hogar representativo (véase cuadro 2.3).
- Este indicador para España acumula en 2025 un incremento de un 88,6 % con respecto al esfuerzo necesario considerando 1980 como el año base. Si bien este esfuerzo disminuyó hasta la entrada de España en la Comunidad Económica Europea, a partir de 1986 y hasta 1991 registró un aumento significativo y, tras un ajuste entre 1992 y 1995 y una cierta estabilización posterior, se aceleró a partir de 2001 y alcanzó su máximo en 2007, con el auge del mercado de la vivienda de los años 2000.
- El ajuste en el mercado inmobiliario español (2008-2014) dio lugar a una significativa reducción del esfuerzo para adquirir una vivienda hasta 2015, momento en el que se inicia una fase de recuperación en la que los precios de la vivienda crecen en mayor cuantía que la renta disponible de los hogares.
- El indicador de esfuerzo potencial para adquirir una vivienda en España se encontraba en 2025 un 18,1 % por debajo de su máximo de 2007, en unos niveles comparables a los del esfuerzo promedio del bienio 2004-2005, pero un 40 % por encima del esfuerzo potencial que se registraba en la década de los noventa.

23 Indicador calculado como la ratio del precio nominal de la vivienda residencial y la renta disponible del hogar per cápita en un año base. El numerador de esta ratio se ajusta anualmente de acuerdo con la evolución del índice nacional de precios de la vivienda, y el denominador, de acuerdo con la variación de la renta disponible del hogar en la Contabilidad Nacional. Este indicador se expresa en forma de índice con el valor de 1980 normalizado a 100.

- El deterioro relativo del indicador de acceso potencial a la vivienda en propiedad en España es, en una perspectiva histórica desde 1980, mayor que el registrado en el conjunto de la OCDE y de la UEM y mayor que el de las grandes economías europeas. Este deterioro se produce a pesar del incremento de la renta neta disponible del hogar per cápita, que en términos reales casi se duplica durante este período, pero cuyo aumento es inferior al del precio real de la vivienda, que se multiplica por más de tres en los últimos 45 años²⁴. Esta evolución contrasta, entre las grandes economías europeas, con la de Italia o Alemania, donde la renta neta de los hogares ha crecido en mayor magnitud que el precio real de la vivienda²⁵. De ese modo, si bien en el contexto actual los problemas de acceso a la vivienda son comunes en buena parte de las economías europeas, las condiciones de acceso a la vivienda en propiedad en España se habrían endurecido en mayor medida durante las últimas cuatro décadas por un incremento de los precios reales de la vivienda por encima del aumento de la renta real de los hogares.

3.2 El esfuerzo para acceder a una vivienda en propiedad y en alquiler

Los indicadores granulares de esfuerzo para el acceso a la vivienda en propiedad son de mayor cuantía entre los colectivos que residen en viviendas de alquiler o en viviendas cedidas por sus familiares.

- La ratio precio-renta neta de los hogares²⁶ —que aproxima el esfuerzo potencial para adquirir una vivienda— se situaba en 2024 en 4,3 años en promedio para el conjunto de los hogares.
- Esta ratio aumenta hasta los 6,8 años cuando se consideran solo los hogares que residen en viviendas que no son de su propiedad (alquiler y cesión de vivienda) (véase cuadro 2.4). Este esfuerzo potencial alcanza mayores cotas para colectivos no propietarios con menor renta, como son los hogares de origen extranjero (7,6 años) y los jóvenes (7,1 años)²⁷.
- Estos indicadores de esfuerzo potencial se mantienen en niveles elevados desde 2016 e incluso muestran una ligera tendencia descendente. Esta disminución se debe a cambios en la composición de los hogares no propietarios. En concreto, se observa un aumento de la renta media de los hogares que residen en viviendas de alquiler y, a su vez, un incremento de su peso relativo en el conjunto de la población. Este hecho se explica, en parte, porque

24 En este período también se produce una mejora en las condiciones de financiación hipotecaria —aumento de plazos y reducción de tipos de interés— y cambios en los beneficios fiscales asociados a la compra de vivienda (Lajer, López-Rodríguez y San Juan, 2024).

25 En Alemania, el mayor crecimiento de la renta neta disponible de los hogares en relación con los precios de la vivienda reduce en un 40 % el esfuerzo potencial para adquirir una vivienda entre 1980 y 2025, mientras que en Italia este esfuerzo se reduce en un 20 %.

26 Esta ratio se calcula a partir del precio medio de las compraventas de vivienda del Consejo General del Notariado. Los datos de renta neta y de lugar de residencia del hogar provienen del Panel de Hogares (AEAT, INE e IEF). El precio medio de la vivienda se ajusta de acuerdo con la distribución de los hogares entre los municipios del territorio fiscal del régimen común, para los cuales se dispone, desde 2016, de la información sobre la renta neta de los hogares.

27 Un hogar joven se define como aquel cuyo miembro principal —que obtiene la mayor proporción de renta del hogar— tiene menos de 35 años, y un hogar de origen extranjero, como aquel cuyo miembro principal ha nacido fuera de España.

Cuadro 2.4
El esfuerzo en términos de renta de los hogares para adquirir una vivienda es elevado, especialmente en las grandes ciudades y sus áreas urbanas

Años de renta neta media para adquirir una vivienda por parte de los hogares no propietarios en 2024 (a)

	España			Ciudad					
	Total	Jóvenes hasta 35 años	Extranjeros	Madrid	Barcelona	València	Sevilla	Zaragoza	Málaga
En el municipio de residencia	6,8	7,1	7,6	9,7	9,0	6,7	7,2	5,7	10,0
En el área urbana de residencia (b)				8,4	7,2	5,9	6,4	5,6	9,7

FUENTE: Banco de España con datos del Panel de Hogares (Agencia Tributaria, Instituto Nacional de Estadística e Instituto de Estudios Fiscales) y el Consejo General del Notariado.

- a Esfuerzo calculado como el cociente entre el precio medio de compra de vivienda y la renta neta media de los hogares no propietarios. Para el conjunto de España, el precio medio se calcula como una media ponderada de los precios en los municipios del territorio fiscal común de acuerdo con la distribución de los hogares no propietarios que residen en esos municipios. Para cada municipio y cada tipo de hogar, la renta media de los hogares no propietarios en 2024 se obtiene a partir de su renta media en 2023, que se incrementa según la tasa de variación de la renta bruta media entre 2023 y 2024 de todos los individuos residentes en dichos municipios.
- b El precio medio del área urbana se calcula como una media ponderada de los precios en los municipios de dicha área de acuerdo con la distribución de los hogares propietarios que residen en esos municipios.

una mayor proporción de hogares con rentas más elevadas tienen dificultades de acceso a la vivienda y se mantienen durante más tiempo en régimen de alquiler, antes de adquirir una vivienda en propiedad.

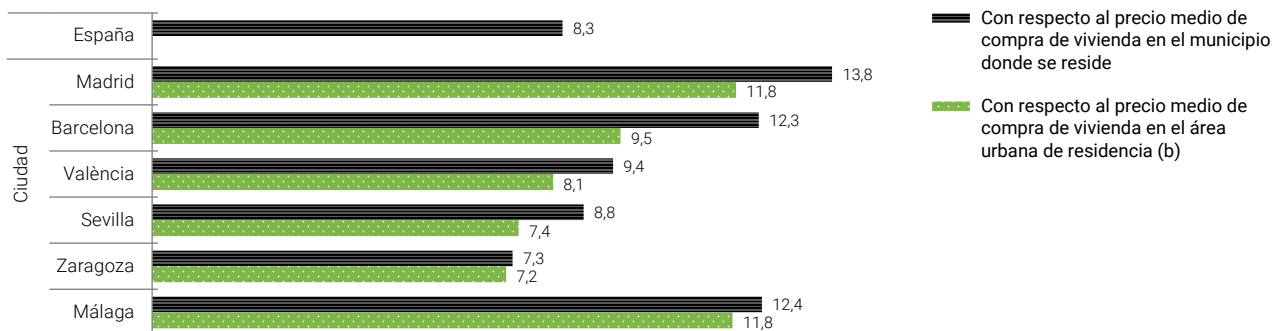
El esfuerzo para adquirir una vivienda muestra una elevada heterogeneidad geográfica, con elevadas ratios de esfuerzo en las grandes ciudades, donde se concentra la actividad económica.

- Entre los hogares que residen en las seis ciudades con mayor población (superior a 500.000 habitantes) los hogares no propietarios que residían en Málaga, Madrid y Barcelona son los que se enfrentaban en promedio a un mayor esfuerzo potencial para adquirir una vivienda en 2024 (véase cuadro 2.4). En estas ciudades, el esfuerzo potencial se situaba en un rango de entre 9 y 10 años y, en promedio, presenta un diferencial positivo de un 68 % respecto al esfuerzo potencial de Zaragoza, de un 43 % respecto al de València o de un 33 % respecto al de Sevilla. La distribución geográfica del indicador de esfuerzo potencial en 2024 ilustra su heterogeneidad entre áreas urbanas, provincias y CCAA (véase [anexo interactivo](#)).
- La posibilidad de desplazar la residencia a un municipio del área urbana distinto a su capital permitiría a los hogares reducir los esfuerzos, a pesar de que estos se mantienen en niveles elevados. Por ejemplo, el esfuerzo potencial se reduce sustancialmente en Barcelona, con una caída de un 20 %, si estos hogares decidieran moverse y pudieran adquirir una vivienda dentro de su área urbana. En las grandes ciudades con mayores esfuerzos, la reducción del esfuerzo asociada a la movilidad intraárea urbana es significativa en Madrid, València y Sevilla (con una disminución del esfuerzo cercana al 12 %), pero muy limitada en Málaga y Zaragoza (con una reducción promedio del 2,5 %).

Gráfico 2.7

Los jóvenes no emancipados presentan serias dificultades para acceder a la vivienda en propiedad sin el apoyo familiar
2.7.a Esfuerzo potencial para adquirir una vivienda en propiedad de los jóvenes no emancipados en 2024 (a)

Años de renta neta media del hogar destinados a la compra de vivienda



FUENTE: Banco de España con datos del Panel de Hogares (Agencia Tributaria, Instituto Nacional de Estadística e Instituto de Estudios Fiscales) y el Consejo General del Notariado.

- a** Esfuerzo calculado como el cociente entre el precio medio de compra de vivienda y la renta neta media de un hogar formado por dos jóvenes no emancipados con la misma renta. Se consideran jóvenes no emancipados los individuos no propietarios que residen en un hogar en el que al menos un ascendiente es propietario. Para el conjunto de España, el precio medio se calcula como una media ponderada de los precios en los municipios del territorio fiscal común de acuerdo con la distribución de los jóvenes no propietarios no emancipados que residen en esos municipios. Para cada municipio y cada tipo de hogar, la renta media de los hogares no propietarios en 2024 se obtiene a partir de su renta media en 2023, que se incrementa según la tasa de variación de la renta bruta media entre 2023 y 2024 de todos los hogares residentes en dichos municipios.
- b** El precio medio del área urbana se calcula como una media ponderada de los precios en los municipios de dicha área de acuerdo con la distribución de los jóvenes emancipados propietarios que residen en esos municipios.


Los jóvenes no emancipados que trabajan presentan serias dificultades para acceder a una vivienda en propiedad si no disponen de apoyo familiar que facilite su adquisición.

- Los jóvenes con ingresos que conviven en viviendas que son propiedad de sus familiares se enfrentaban en 2024, en promedio, a esfuerzos potenciales que se situaban en torno a los 8,3 años de renta neta, si se considera que forman hogares de dos miembros con la misma renta (véase gráfico 2.7). Estos esfuerzos serían sustancialmente mayores en las ciudades de Madrid y Barcelona, cuyas ratios alcanzarían un rango de entre 12,3 y 13,8 años de renta neta del hogar.
- La movilidad de los jóvenes no emancipados en las áreas urbanas reduciría los esfuerzos potenciales de acceso a la vivienda en propiedad. No obstante, estos esfuerzos serían aún muy elevados, con ratios que superan los 7,2 años, en las seis grandes áreas urbanas de España.

El aumento sostenido de los precios de la vivienda por encima del crecimiento de la renta de los hogares dificulta el acceso al crédito hipotecario para adquirir una primera vivienda.

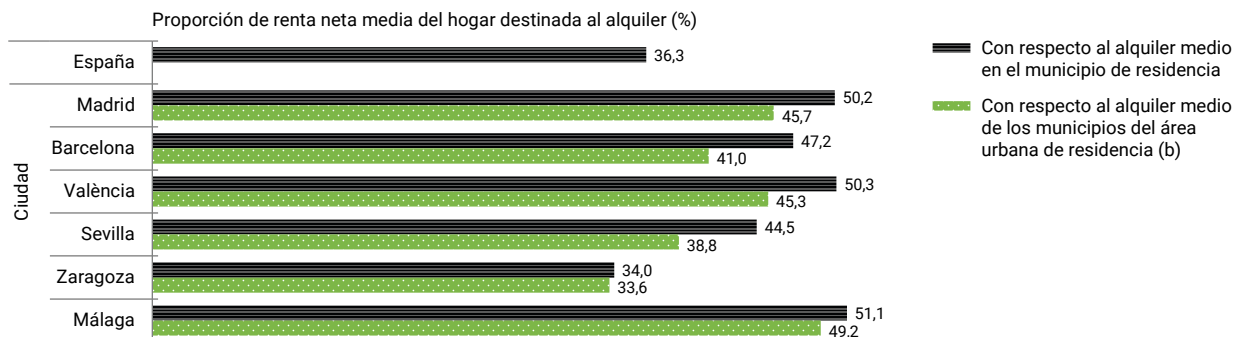
- Las nuevas hipotecas para la adquisición de la primera vivienda habitual de los hogares se concedieron en 2025, en comparativa histórica, bajo estándares crediticios contenidos²⁸. Este hecho se refleja, por ejemplo, en la reducida proporción de estos préstamos, cuya ratio

²⁸ Véase, para un mayor detalle, Banco de España (2026). En el capítulo 4, se presenta información histórica sobre la evolución de los estándares de concesión del crédito hipotecario y, en el capítulo 6, se discuten beneficios y costes asociados con distintos grados de mayor o menor relajación de los estándares crediticios.

Gráfico 2.8

Los jóvenes no emancipados que deseen alquilar deben destinar una elevada proporción de su renta al alquiler, especialmente en las grandes ciudades

2.8.a Esfuerzo potencial en alquiler de los jóvenes no emancipados en 2024 (a)



FUENTE: Banco de España con datos del Panel de Hogares (Agencia Tributaria, Instituto Nacional de Estadística e Instituto de Estudios Fiscales) y la Agencia Tributaria.

- a Esfuerzo calculado como la ratio entre el alquiler medio y la renta neta media de un hogar formado por dos jóvenes no emancipados con la misma renta y que residen en el mismo municipio. Se consideran jóvenes no emancipados los individuos no propietarios que residen en un hogar en el que al menos un ascendiente es propietario. Para cada municipio y cada tipo de hogar, la renta media de los individuos no propietarios no emancipados en 2024 se obtiene a partir de su renta media en 2023, que se incrementa según la tasa de variación de la renta bruta media entre 2023 y 2024 de todos los individuos residentes en dichos municipios.
- b El alquiler medio del área urbana se calcula como una media ponderada del precio del alquiler en los municipios de dicha área de acuerdo con la distribución de los jóvenes emancipados no propietarios que residen en esos municipios.



préstamo-valor (*loan-to-value* o LTV, por sus siglas en inglés) excedió el 80 % o cuya cuota hipotecaria sobre su renta neta (*debt-service to income* o DSTI, por sus siglas en inglés) excedió el 35 % (véase gráfico 2.8). Estos criterios de concesión de préstamos hipotecarios contribuyen a limitar las probabilidades de impagos futuros en este tipo de operaciones.

- El análisis de la situación económica y patrimonial de los hogares que residen en viviendas de alquiler apunta a que una proporción muy significativa de estos hogares necesitaría asumir un endeudamiento elevado para financiar la adquisición de vivienda con recurso al crédito hipotecario. En particular, las simulaciones realizadas señalan que solo entre el 10 % y el 15 % de estos hogares tendrían suficiente ahorro para alcanzar una ratio LTV inferior al 80 % o dispondrían de ingresos que les permitieran situarse en una ratio DSTI inferior al 35 % para adquirir, si así lo desean, una vivienda con recurso al crédito hipotecario en el área urbana en la que residen²⁹. Niveles de endeudamiento altos implican mayor riesgo de impago y, de forma general, bajo los estándares de concesión actuales, las operaciones con ratios por encima de estos umbrales son minoritarias (véase gráfico 2.9).
- Entre el conjunto de hogares en alquiler que no pueden asumir hipotecas y mantener un endeudamiento contenido³⁰, cerca de un tercio dispondrían de ingresos laborales para hacer

²⁹ Simulación realizada para el conjunto de los hogares no propietarios con datos granulares de renta y activos netos y de los precios medios de la vivienda de 2024 a partir de los datos del Consejo General del Notariado y el Panel de Hogares (AEAT, INE e IEF). Se asume un plazo hipotecario de 25 años y un tipo de interés hipotecario promedio de mercado.

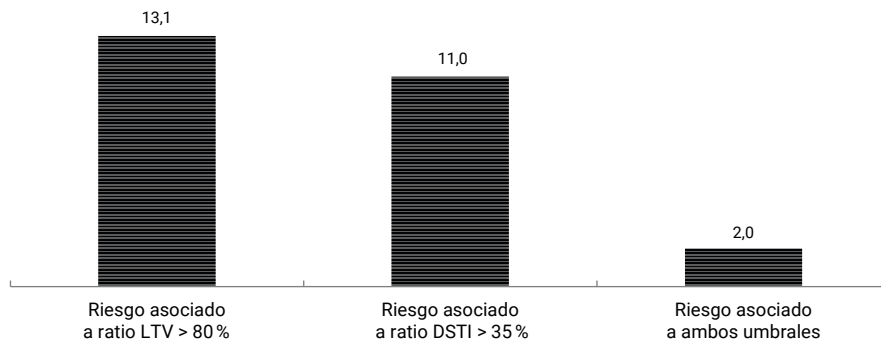
³⁰ Esta definición de hogares restringidos se basa en la aplicación de criterios de concesión prudentes basados en ratios de LTV y DSTI, si bien las entidades tienen capacidad para conceder préstamos por encima de estos umbrales o para considerar otros estándares crediticios con el objetivo de determinar si su asignación es prudente.

Gráfico 2.9

La proporción de hipotecas para la adquisición de vivienda habitual concedidas asumiendo un mayor riesgo es limitada

2.9.a Hipotecas para la adquisición de vivienda concedidas de acuerdo con umbrales de riesgo (a) (b)

% del total de hipotecas concedidas para la adquisición de vivienda habitual



FUENTE: Banco de España.

a Hipotecas concedidas a los hogares en 2025 para la adquisición de su vivienda habitual. Se consideran viviendas a precio de mercado y la primera adquisición de vivienda. Las categorías consideradas son mutuamente excluyentes.

b Préstamo elevado en relación con el valor de la garantía hipotecaria cuando la ratio préstamo-valor (*loan-to-value*, LTV) supera el 80 %, y cuota hipotecaria elevada cuando la ratio de esta cuota sobre la renta neta del hogar (*debt-service to income*, DSTI) supera el 35 %.



frente a una cuota hipotecaria por debajo del 35 % de su renta neta, pero sus activos no les permiten reducir el LTV por debajo del 80 %. Al mismo tiempo, más de la mitad de los hogares se encuentran limitados en su dimensión tanto de renta como de ahorro, y solo un 4 % dispondrían de ahorro, pero no de ingresos suficientes³¹.

Las dificultades de acceso al crédito hipotecario podrían explicar el auge de las donaciones como mecanismo que facilita el acceso a la vivienda en propiedad.

- En 2025 se realizaron 30.500 donaciones de viviendas de padres a hijos, lo que consolida una senda de crecimiento de este tipo de operaciones. En concreto, estas donaciones crecieron un 61 % en relación con las operaciones de 2019, y el número acumulado de viviendas donadas de padres a hijos fue de unas 175.000 viviendas entre 2019 y 2025³². Además, las donaciones dinerarias entre padres e hijos se han triplicado desde 2019 y, en 2025, alcanzaron aproximadamente los 5.500 millones de euros, con un importe medio cercano a los 90.000 euros. Este tipo de transferencias monetarias se verían incentivadas por un tratamiento fiscal favorable en determinadas CCAA.
- Las donaciones monetarias serían un mecanismo que contribuye a racionalizar la coexistencia de hogares jóvenes que se enfrentan a limitaciones en el acceso al crédito hipotecario y el crecimiento de las hipotecas para adquisición de vivienda, cuyos estándares

31 Véase, para un análisis complementario sobre las restricciones en el acceso al crédito hipotecario de los hogares en alquiler, Banco de España (2026), recuadro 4.1.

32 Datos proporcionados por el Consejo General del Notariado.

Cuadro 2.5
Los hogares que residen en viviendas de alquiler destinan una proporción elevada de su renta neta al arrendamiento, especialmente en las grandes ciudades

Porcentaje de renta neta media del hogar destinada al alquiler de vivienda en 2024 (a)

	España			Ciudad					
	Total	Jóvenes hasta 35 años	Extranjeros	Madrid	Barcelona	València	Sevilla	Zaragoza	Málaga
Esfuerzo promedio	26,7	27,4	27,9	31,6	32,4	30,2	31,3	24,1	34,5

FUENTE: Banco de España con datos del Panel de Hogares (Agencia Tributaria, Instituto Nacional de Estadística e Instituto de Estudios Fiscales) y la Agencia Tributaria.

a La métrica de esfuerzo de los hogares se obtiene como la ratio entre el alquiler medio de la sección censal donde residen los hogares que no son propietarios y la renta media de estos hogares. Para cada sección censal y cada tipo de hogar, la renta media de los hogares no propietarios en 2024 se calcula a partir de su renta media en 2023, que se incrementa según la tasa de variación de la renta bruta media entre 2023 y 2024 de todos los hogares residentes en dichas secciones censales.

crediticios se mantienen en niveles prudentes. Estas transferencias monetarias —que suponen en 2025 más de 62.000 actos de donación— reducirían tanto la restricción de ahorro necesario como la restricción de renta, lo que facilitaría el acceso al crédito hipotecario de los jóvenes. En 2025, las hipotecas para la adquisición de vivienda habitual de jóvenes menores de 30 años supusieron el 12,3 % del total, con un crecimiento del 20,7 %, una ratio LTV promedio del 72,5 % y un plazo hipotecario medio de 28,2 años (*Memoria de la Central de Información de Riesgos 2025*).

Los hogares que residen en alquiler muestran elevadas tasas de esfuerzo medio en términos de renta neta destinada al arrendamiento de vivienda.

- La ratio de esfuerzo medio de los hogares que residían en viviendas de alquiler se situaba en el 26,7 % de la renta neta media en 2024 (véase cuadro 2.5). Estas ratios se mantienen elevadas por los esfuerzos que realizan aquellos grupos más representativos del mercado del alquiler, que son los jóvenes y la población de origen extranjero. En el [recuadro 2.4](#) se analiza el posible efecto que tendría el aumento de los precios reales del alquiler tanto para la movilidad interna de ciudadanos residentes entre provincias españolas como para la llegada y la localización de inmigrantes en el territorio. Si bien los esfuerzos medios son elevados en gran parte del territorio, estos superaban en 2024 ratios del 30 % en cinco de las seis grandes ciudades de España (véase cuadro 2.5). Estos esfuerzos también alcanzan niveles elevados al considerar el esfuerzo medio en el conjunto de todos los municipios en las grandes áreas urbanas, y su distribución geográfica presenta una menor dispersión que la del indicador de esfuerzo potencial para adquirir una vivienda en 2024 (véase [anexo interactivo](#)).

Una proporción relevante de los hogares que no son propietarios de su vivienda habitual se encuentra en situación de sobreesfuerzo o vulnerabilidad social para acceder a una vivienda de alquiler.

- En 2024, un 32,5 % de los hogares que no eran propietarios de su vivienda habitual —colectivo que incluye los hogares en alquiler de mercado y los que residen en viviendas cedidas y en

Cuadro 2.6
Una proporción relevante de los hogares que residen en viviendas de alquiler destinan más de un 30 % de su renta neta al pago del alquiler

Indicador de sobresfuerzo, en % de los hogares en alquiler (a)

	España			Ciudad					
	Total	Jóvenes hasta 35 años	Extranjeros	Madrid	Barcelona	València	Sevilla	Zaragoza	Málaga
Hogares en sobresfuerzo	32,5	34,2	34,4	41,3	43,5	39,6	46,8	23,8	46,7

FUENTE: Banco de España con datos del Panel de Hogares (Agencia Tributaria, Instituto Nacional de Estadística e Instituto de Estudios Fiscales) y la Agencia Tributaria.

a El indicador de sobresfuerzo se obtiene como la proporción de hogares que destinan un esfuerzo al alquiler de vivienda que supera el 30 % de su renta neta. La ratio de esfuerzo se calcula como el cociente entre el alquiler medio de la sección censal donde residen los hogares que no son propietarios de las viviendas en las que residen y la renta media de estos hogares. Para cada sección censal y cada tipo de hogar, la renta media de los hogares no propietarios en 2024 se obtiene a partir de su renta media en 2023, que se incrementa según la tasa de variación de la renta bruta media entre 2023 y 2024 de todos los hogares residentes en dichas secciones censales.

alquiler social— debían destinar más del 30 % de su renta neta al arrendamiento de una vivienda a precios de mercado (véase cuadro 2.6). Estas proporciones superaban el 40 % en grandes ciudades como Sevilla (46,8 %), Málaga (46,7 %), Barcelona (43,5 %) o Madrid (41,3 %).

- Los datos de Eurostat para 2025 (Eurostat, 2026a) señalan la mayor proporción de hogares en alquiler a precios de mercado en una situación de sobresfuerzo en España en comparación con las principales economías de la UEM. En concreto, esta proporción alcanzó en España, en términos de renta bruta³³, el 26,8 %, frente al 18,7 % en Francia, el 22,3 % en Italia y el 13,2 % en Alemania. En relación con el conjunto de la UEM, la proporción de hogares en alquiler en situación de sobresfuerzo en el período 2021-2025 fue entre 10 pp y 19,5 pp superior en España. De nuevo, si bien los problemas de acceso a la vivienda son comunes en las economías europeas, estos problemas presentan especial relevancia en España también en el mercado del alquiler.

El elevado esfuerzo en términos de renta que supone el alquiler de una vivienda es un factor que limita la capacidad de emancipación de los jóvenes, especialmente en las grandes ciudades.

- Los jóvenes que se plantearan la emancipación formando un hogar de dos individuos con la misma renta debían realizar en 2024 un esfuerzo medio del 36,5 % de su renta neta. Este esfuerzo potencial se situaría 9 pp por encima del esfuerzo promedio que realizaban en ese año los jóvenes emancipados en viviendas de alquiler. Los esfuerzos potenciales de los jóvenes que desearan emanciparse en viviendas de alquiler alcanzarían, en promedio, ratios cercanas al 50 % en las ciudades de Madrid, Málaga, Barcelona o València (véase gráfico 2.9).

³³ Eurostat define una situación de sobresfuerzo en el alquiler de mercado como aquella en la que los hogares destinan más del 40 % de su renta bruta a la vivienda, cuantía que incluye el alquiler y los suministros básicos (por ejemplo, luz, gas y electricidad). Este umbral es, en promedio, similar a un criterio de sobresfuerzo del 30 % de la renta neta considerando solo el pago del alquiler.

- La movilidad de estos jóvenes dentro de sus áreas urbanas de residencia podría mitigar los esfuerzos potenciales asociados a su emancipación, si bien estos superarían el 40 % de su renta neta en buena parte de las principales áreas urbanas.

El esfuerzo de los hogares en alquiler depende de la evolución relativa de su renta en relación con los precios, cuya dinámica es significativamente mayor para los nuevos contratos de alquiler.

- La evolución de los precios del alquiler se encuentra condicionada por la aplicación de regulaciones que afectan de manera distinta al flujo y al stock de los contratos de viviendas en alquiler residencial. La normativa estatal regula la actualización anual de los contratos de alquiler y establece los límites máximos a dichos incrementos de acuerdo con el [índice de referencia de arrendamiento de vivienda \(IRAV\)](#). Además, en los municipios declarados como zonas tensionadas en las CCAA de Cataluña, País Vasco, Navarra o Galicia (A Coruña) se aplican controles en los precios del alquiler –vinculados al [Sistema Estatal de Referencia de Precios de Alquiler de Vivienda \(SERPAVI\)](#)– que limitan los niveles de los precios de los nuevos contratos³⁴.
- La evidencia que se presenta en el [recuadro 2.2](#) sobre la evolución de los precios del stock y los flujos del alquiler apunta a que el aumento de los precios se produce en el momento de la firma de un nuevo contrato, mientras que los precios del alquiler de las actualizaciones se encuentran por debajo de la inflación durante la duración del contrato. Por ejemplo, en 2024 los precios medios de las viviendas que entraban en el mercado del alquiler se situaban un 16,5 % por encima del precio medio del stock de alquileres y con una tendencia creciente respecto a los aumentos de los años previos, del 9,5 % en el promedio del período 2020-2023. Por otro lado, los precios de los nuevos contratos de viviendas que ya estaban en el mercado aumentaron en promedio un 4,6 % en términos reales en 2024. Estas cuantías contrastan con las actualizaciones anuales de los contratos de alquiler, cuyos precios reales disminuyeron un -0,1 % en 2024 y un -1,7 % en promedio anual entre 2020 y 2024.
- Esta evidencia sugiere un proceso de capitalización de rentas futuras del alquiler en el momento de la firma del contrato por parte de los propietarios. Este proceso de fijación de precios tendría como objetivo cubrirse ante las regulaciones que limitan los aumentos por debajo de la inflación y que reducen el rendimiento real esperado del contrato de alquiler. Asimismo, este hecho endurecería las condiciones de acceso de los nuevos entrantes, que se enfrentan a esfuerzos más elevados en el momento de la firma del contrato del alquiler; estos esfuerzos, en términos reales, se reducen progresivamente a lo largo del contrato.

34 Los controles sobre los niveles de precios de los nuevos contratos se aplican en función de la tipología del propietario de la vivienda arrendada –por ejemplo, si es un gran tenedor regulatorio o una persona jurídica– o si la vivienda se incorpora al mercado del alquiler por primera vez considerando los últimos cinco años.

4 Restricciones a la oferta de vivienda

Las restricciones que limitan el crecimiento de la oferta de vivienda son el principal factor que explica los actuales problemas de acceso a la vivienda en España. Durante la última década, la oferta residencial ha respondido de forma insuficiente al crecimiento de la demanda, dando lugar a un desajuste persistente entre ambas magnitudes, que contribuye al aumento sostenido de los precios de la vivienda.

En esta sección se documenta, en primer lugar, la capacidad del parque de viviendas construidas para absorber el aumento de la demanda residencial y su reciente evolución en relación con las dinámicas demográficas. Este análisis se complementa con una revisión de la disponibilidad de suelo urbanizable para la edificación. La revisión presentada señala la lentitud tanto en la producción de suelo regulatorio como en el grado de ejecución de la planificación urbanística. Estos elementos ponen de manifiesto la limitada elasticidad de la oferta de vivienda residencial, especialmente en las áreas urbanas con mayor crecimiento de la demanda y donde emergen usos alternativos de la vivienda vinculados a actividades no residenciales, como son la vivienda turística o la de temporada.

En segundo lugar, la sección analiza los factores que podrían explicar esta limitada capacidad de respuesta de la oferta de vivienda. En este ámbito, la evidencia apunta a la concurrencia simultánea de restricciones de naturaleza estructural —tanto públicas como privadas—, que se ven reforzadas por factores de carácter coyuntural. Respecto a la dimensión estructural, el sector de la promoción y la construcción residencial presenta un déficit de tamaño empresarial, una caída sostenida de su productividad y rentabilidades contenidas, factores que, de manera conjunta, limitan su capacidad de inversión. Estos factores se ven retroalimentados por déficits en el ámbito regulatorio y del procedimiento administrativo que dificultan y retrasan la generación de suelo para la edificación y la construcción de viviendas. Estas restricciones a la inversión residencial se agravan cuando se combinan con factores coyunturales, como son los recientes incrementos en los costes de producción o la falta de disponibilidad de mano de obra especializada.

4.1 La capacidad del parque de viviendas

La capacidad del parque de viviendas actualmente disponibles para absorber nuevos residentes decrece progresivamente y alcanza niveles reducidos en las provincias donde se concentra la actividad económica.

- El uso residencial del parque de viviendas se ha incrementado en 1,2 millones entre 2021 y 2025, y se estima que, como mínimo, un 60 % de esta cuantía procede de viviendas ya construidas que estaban destinadas a usos no residenciales, como segundas residencias o viviendas desocupadas.

Cuadro 2.7
Las provincias con mayor actividad económica disponen de menos viviendas construidas para incrementar la oferta de vivienda residencial

Disponibilidad de viviendas construidas de uso no residencial en 2025

Total de España y provincias (a)	% del parque de viviendas
Madrid	9,9
Bizkaia	11,6
Barcelona	11,9
Gipuzkoa	13,7
Araba/Álava	13,9
España	27,1
Ourense	49,8
Zamora	50,5
Soria	54,1
Teruel	55,2
Ávila	58,2

FUENTE: Banco de España con datos del Catastro, la Agencia Tributaria, el Instituto Nacional de Estadística y el Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a Se incluyen el percentil 10 (menor disponibilidad) y el percentil 90 (mayor disponibilidad) de las provincias de acuerdo con la distribución de viviendas construidas que se encuentran potencialmente disponibles para su uso residencial en 2025.

- La capacidad del parque de viviendas actualmente construido para aumentar la oferta de uso residencial es muy heterogénea entre provincias (véase cuadro 2.7). Las provincias con una menor presión demográfica tienen una amplia disponibilidad para absorber la llegada de nuevos residentes, ya que buena parte de su parque de viviendas no se encuentra destinado al uso residencial. En sentido opuesto, esta capacidad es reducida, sin nueva construcción de viviendas, en las provincias donde se concentra la actividad económica, con ratios de disponibilidad máxima del parque actual para incrementar la oferta residencial situadas entre el 10 % y el 14 % en las cinco provincias que presentan una menor holgura en la disponibilidad de viviendas.
- Con las viviendas actualmente construidas, las provincias de Madrid y Barcelona tendrían una capacidad para aumentar la oferta residencial en un rango máximo situado entre los 300.000 y los 350.000 hogares³⁵. Esta disponibilidad de vivienda es menor en las capitales de estas provincias.
- La capacidad de movilizar viviendas para su uso residencial es limitada, ya que las viviendas no residenciales están actualmente destinadas a otros usos, como son el alquiler turístico o el de temporada, las segundas residencias —ya sea de ciudadanos residentes en España o de aquellos que residen en el exterior— y las que se encuentran desocupadas, cuya habitabilidad se desconoce y cuya localización se concentraba fuera de los grandes núcleos urbanos³⁶.

³⁵ En el período 2021-2025, en cada una de estas provincias se habrían movilizado para uso residencial entre 90.000 y 95.000 viviendas destinadas originalmente a otros usos, que han permitido absorber su notable crecimiento demográfico.

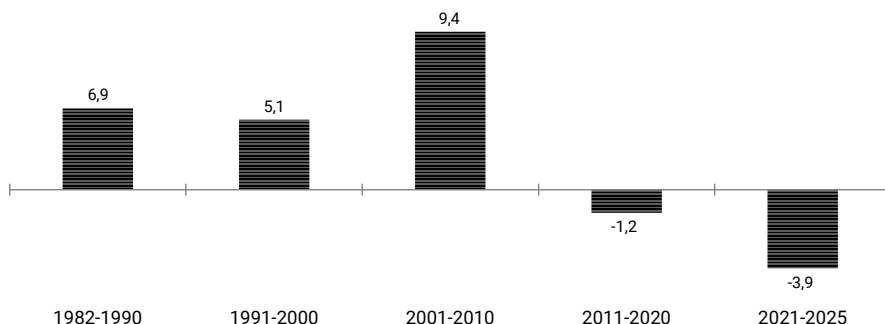
³⁶ La última actualización del número de viviendas desocupadas se realizó en 2020 (INE, 2021). En ese momento, se estimaron más de 3,8 millones de viviendas vacías, de las cuales 400.000 se encontraban en municipios de más de 250.000 habitantes.

Gráfico 2.10

La creación neta de hogares crece más rápido que el parque de viviendas desde 2011

2.10.a Diferencial acumulado entre la construcción de nuevas viviendas y la creación neta de hogares (a)

Número de viviendas en % de los hogares promedio del período


FUENTE: Banco de España con datos del Instituto Nacional de Estadística y el Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a Indicador calculado, para cada período considerado, como la diferencia entre el número de viviendas residenciales terminadas y el cambio en el número de hogares residentes.



El parque de viviendas crece a un menor ritmo que la creación neta de hogares desde 2011, si bien este diferencial negativo entre la oferta y la demanda residencial se acelera a partir de 2021.

- El parque de viviendas creció por encima de la creación neta de hogares en España entre 1982 y 2010 (véase gráfico 2.10). Este hecho permitió la renovación del parque de viviendas y el auge de las segundas residencias, si bien también dio lugar a un exceso de producción en algunas zonas durante el *boom* inmobiliario de los años 2000.
- El ajuste del mercado inmobiliario situó la producción de viviendas por debajo de la creación neta de hogares entre 2011 y 2020. Este proceso absorbió parte del exceso de producción durante la primera década de los años 2000, del que, de acuerdo con [estimaciones publicadas por el Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible](#), aún quedarían 450.000 viviendas sin vender. Una buena parte de estas viviendas no se adecuarían a las preferencias de la demanda debido a su localización y estado de conservación³⁷.
- El diferencial entre la producción de nuevas viviendas y la creación neta de hogares se incrementó desde 2021 hasta 2025, concentrándose un 52,5 % de dicho diferencial acumulado (750.000 viviendas) en seis provincias (Madrid, Barcelona, Alicante, València, Murcia y Málaga). Esta evolución, además, contribuye al progresivo envejecimiento del parque de viviendas, que presenta [necesidades de rehabilitación y requiere mejoras de su eficiencia energética](#).

³⁷ La cuantía de las viviendas producidas durante el *boom* de los años 2000 que no se han vendido se encuentra estabilizada desde 2018, en un contexto de elevada demanda, lo que sugiere la falta de adecuación de estas viviendas a las preferencias de los hogares.

La moderación en la producción de vivienda nueva también se observa en el conjunto del área del euro desde 2020, tendencia a la que contribuyen unas condiciones macrofinancieras comunes.

- Los permisos de construcción de vivienda residencial en el conjunto de la UE se recuperaron tras la pandemia, con un crecimiento del 16,5 % en 2021, para posteriormente disminuir un -3,6 % en 2022 y profundizar esta tendencia con una caída del 19,6 % en 2023. A partir de 2024, la iniciación de nuevas viviendas se estabiliza, para crecer un 5,6 % en 2025.
- Esta evolución presenta una elevada heterogeneidad entre las economías de la UEM, en las que el incremento en la iniciación de viviendas en 2005 (8,8 %) es el resultado del dinamismo de economías de mayor dimensión, como Francia (16,5 %), Alemania (12,2 %) y España (11,5 %), frente a las caídas significativas de Países Bajos (-13 %), Italia (-4 %) y Grecia (-23,5 %).
- La recuperación de la construcción residencial en la UE en 2025 se produce en un contexto de aumento de los precios reales de la vivienda (3 %) y de contención de los niveles de producción de vivienda en términos de la población residente. Los 1,6 millones de viviendas iniciadas en la UE en 2025 suponen una ratio de 3,5 viviendas por cada 1.000 habitantes. Entre las grandes economías, la heterogeneidad de estas ratios es muy elevada, con un rango que abarca desde los bajos niveles de Italia (0,9), los moderados de Alemania (2,2), España (2,8) y Países Bajos (3,8), y los más elevados de Francia (4,8) y Polonia (7,8)³⁸.
- La inversión residencial en España aumenta en 2025, si bien se encuentra por debajo de su promedio histórico de fases expansivas previas, como las de las décadas de los ochenta o noventa (véase epígrafe 2). A esta evolución contribuye la inelasticidad de la oferta de vivienda residencial, cuyas estimaciones agregadas a nivel internacional sitúan a España en un rango medio-bajo de respuesta de la oferta de vivienda³⁹. En concreto, España presentaría una elasticidad de la oferta a largo plazo aproximadamente de 0,45, lo que indica una respuesta relativamente limitada de la oferta ante aumentos de los precios, y de una magnitud en línea con la de otros países europeos, como Italia o Francia. Esta elasticidad se situaría por encima de 1 en Estados Unidos, Canadá y Suecia, y por debajo de 0,2 en Países Bajos y Suiza. No obstante, estas estimaciones basadas en modelos macroeconómicos de largo plazo no capturan adecuadamente ni la heterogeneidad territorial ni las restricciones de corto plazo, como los potenciales cuellos de botella en la construcción y la planificación urbanística, por lo que pueden considerarse una cota superior de la respuesta actual de la oferta de vivienda en España.

En las grandes economías del área del euro —con la notable excepción de Alemania—, el crecimiento demográfico desde 2020 ha sido mayor que la producción de viviendas.

- España y Portugal destacan entre las economías donde el crecimiento de la producción de nuevas viviendas ha sido menor en relación con el aumento de los hogares residentes (véase

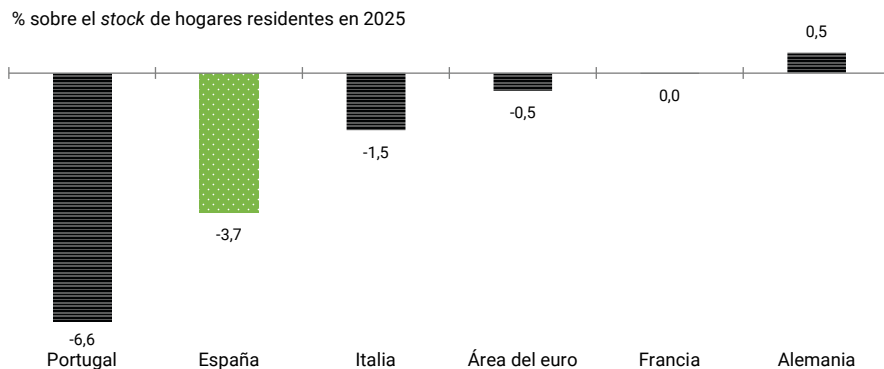
38 La evolución reciente de la actividad en el sector de la construcción en Europa se habría visto condicionada por el aumento de los costes de construcción y de los tipos de interés o por el endurecimiento de los estándares crediticios. Véase, por ejemplo, Battistini y Gareis (2024) y Gareis (2026).

39 Caldera y Johansson (2013) y Cavalleri, Cournède y Özsöğüt (2019).

Gráfico 2.11

El desequilibrio entre el crecimiento de los hogares y la producción de viviendas se observa en las principales economías de la zona del euro, con la excepción de Alemania

2.11.a Déficit acumulado de nuevas viviendas entre 2021 y 2025 (a) (b)



FUENTE: Banco de España con datos de Eurostat, el Instituto Nacional de Estadística y el Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

- a** Para el área del euro, Portugal, Italia, Francia y Alemania, el déficit de viviendas se calcula como la suma entre 2021 y 2025 de la diferencia acumulada entre el número de visados de vivienda residencial de dos años antes —tiempo estimado de construcción— y la creación neta de hogares.
- b** Para España, el déficit de viviendas se calcula como la suma entre 2021 y 2025 de la diferencia acumulada entre el número de viviendas residenciales terminadas y la creación neta de hogares.



gráfico 2.11). En Portugal se estima un déficit acumulado de viviendas entre 2021 y 2025 de en torno a 300.000 unidades, cuantía equivalente al 6,6 % de sus hogares residentes en 2025. En España, el diferencial acumulado en el mismo período (750.000 viviendas) alcanzó unos niveles que casi doblan a los de Italia (400.000 viviendas). En términos relativos al número de hogares residentes en 2025, el déficit acumulado de viviendas fue sensiblemente mayor en España (3,7 %), frente al 1,5 % de Italia o a la situación de equilibrio de Francia. Alemania fue la única gran economía de la UEM en la que durante este período la producción de viviendas aumentó en una cuantía superior al crecimiento de sus hogares residentes (225.000 viviendas y 0,5 % de los hogares residentes).

- En 2025, en España se mantiene la fortaleza de la creación neta de hogares (240.000, en línea con el promedio anual de 245.000 entre 2021 y 2024). Este crecimiento de la demanda residencial de vivienda contrasta con la reducción del 9 % en el incremento bruto del parque de viviendas (92.000 nuevas viviendas terminadas en 2025). De ese modo, se amplía el déficit acumulado de viviendas, que alcanza unas 750.000 unidades entre 2021 y 2025.

La construcción de nuevas viviendas requiere suelo urbanizable para la edificación y su ejecución depende de la normativa y la gestión urbanística, que es heterogénea a nivel local.

- Las grandes ciudades españolas disponen de significativas reservas de suelo urbanizable, si bien este suelo requiere de complejos procesos urbanísticos para su edificación⁴⁰. En el conjunto de

⁴⁰ Entre estas reservas destaca el suelo urbanizable en áreas de desarrollo, que es aquel suelo urbano sobre el que potencialmente se puede edificar y se encuentra ya en distintas fases de la planificación urbanística, con viviendas previstas, pero aún no ejecutadas.

España, de acuerdo con el Sistema de Información Urbana (SIU) de 2025, del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, existe planificación urbanística para la construcción de viviendas en suelo urbanizable equivalente al 53 % del tamaño de la ciudad construida promedio.

- El suelo urbanizable en las áreas de desarrollo y la planificación urbanística en los distintos municipios —que determina la capacidad de construir viviendas en dicho suelo— dan como resultado una previsión de 7 millones de viviendas potenciales para el conjunto de España. En las seis grandes áreas urbanas, en las que residen un 36 % de los hogares, las viviendas que podrían edificarse y que aún se encuentran no ejecutadas se situaría en torno a 1,1 millones (16 % del total)⁴¹. La materialización de esta producción de viviendas se encuentra sujeta a largos y complejos procesos regulatorios de transformación y ejecución urbanística, y está condicionada por la capacidad del sector de la construcción y la promoción para aumentar la inversión residencial (véase epígrafe 4.2).
- Existe una elevada heterogeneidad territorial en la disponibilidad relativa de suelo que puede destinarse a la edificación, en los tiempos esperados para los desarrollos del suelo urbanizable y en las viviendas potenciales que podrían ejecutarse en dicho suelo de acuerdo con los planes urbanísticos. Por ejemplo, en el área urbana de Barcelona, de acuerdo con el SIU, estas viviendas sumarían alrededor de 120.000 (5,9 % de sus actuales hogares residentes), frente a 550.000 viviendas en Madrid (19 % de sus hogares) o 163.000 viviendas en Sevilla (27 % de sus hogares).

El auge de la demanda de vivienda residencial no ha venido acompañado de una aceleración en los desarrollos de suelo o en la gestión urbanística que incrementara la ejecución de las viviendas ya previstas.

- El análisis territorial de la evolución de las categorías de suelo regulatorio entre 2019 y 2025 de acuerdo con los datos del SIU apunta a que no se han producido cambios significativos en la clasificación del suelo urbano a escala estatal⁴². En concreto, a nivel agregado, el suelo urbano consolidado y las áreas de desarrollo apenas se expanden. De ese modo, en las seis grandes ciudades de España el incremento en el número previsto de viviendas en sus áreas en desarrollo ha sido nulo o muy limitado entre 2019 y 2025⁴³.
- Los escasos desarrollos de suelo disponible para la edificación se combinan, en buena parte de las áreas urbanas, con una lenta gestión del proceso de planificación urbanística, que da como resultado una baja ejecución de las viviendas previstas en los planes urbanísticos. Por ejemplo, de acuerdo con el SIU de 2025, la ejecución de viviendas previstas se sitúa en el 28 % en Sevilla, el 35 % en Madrid y Málaga o el 46,6 % en Zaragoza.

41 El potencial de viviendas previstas en las capitales de las seis grandes áreas urbanas se reduce a unas 320.000 viviendas, un 4,5 % del total, y en esos municipios residen el 16 % de los hogares.

42 El SIU estima las áreas en desarrollo, el número de viviendas previstas y el de las ejecutadas a partir de imágenes por satélite. Esto implica la existencia de un cierto grado de incertidumbre estadística en dichas estimaciones si las imágenes no están actualizadas.

43 Por ejemplo, el aumento de las viviendas previstas de acuerdo con los últimos datos del SIU ha sido estimado en 730 de viviendas en Barcelona, 1.776 en Málaga o 3.662 en València.

Los responsables de la planificación urbanística tienen, dentro de su margen de decisión, la posibilidad de escoger la densidad de la construcción de viviendas en el suelo que se encuentra en fase de transformación urbanística.

- El número de viviendas previstas en el suelo urbanizable de las áreas de desarrollo indica, de acuerdo con los planes urbanísticos municipales, una densidad promedio de la construcción prevista menor que la densidad existente en el suelo urbano consolidado. Estas áreas consolidadas se corresponden, en gran parte, con las ciudades ya construidas. Por ejemplo, en las áreas urbanas de València, Zaragoza o Sevilla las áreas consolidadas serían en torno a 1,7 veces más densas que las planificadas en las áreas de desarrollo⁴⁴. Esa ratio se sitúa en un rango entre 2 y 2,5 veces mayor para las áreas de Barcelona, Madrid o Málaga. Este hecho se explica, en parte, por la elevada densificación en municipios de las grandes áreas urbanas españolas durante la segunda mitad del siglo XX⁴⁵.
- El aumento de la densidad de edificación es una alternativa que los municipios con escasez de suelo pueden considerar para incrementar la construcción de viviendas. Por ejemplo, si el suelo disponible en las seis grandes áreas urbanas de España se densifica en sus áreas de desarrollo de acuerdo con el gradiente de densificación promedio del suelo urbano consolidado en las áreas urbanas⁴⁶, se estima un incremento de unos 0,5 millones de viviendas previstas. De esta cuantía, un 67 % correspondería al área urbana de Madrid y un 21 % al área de Barcelona. En un ejercicio teórico de máximos que supone una elevada densificación, si se asume que las áreas en desarrollo pueden alcanzar la misma densidad que en el promedio de las áreas consolidadas, se podrían construir un rango de entre 1 millón y 1,2 millones de viviendas adicionales en las seis grandes áreas urbanas.
- La densificación es una vía de la que disponen los municipios para aumentar la oferta de vivienda a través de un uso más intensivo del suelo urbanizable. No obstante, el incremento del tamaño de las áreas urbanas y su mayor densificación requieren planificar y financiar de manera adecuada las infraestructuras de transporte —público y privado— y la dotación de equipamientos públicos (servicios educativos o sanitarios). En caso contrario, un aumento de la población por una mayor construcción de viviendas sin estas inversiones daría lugar a severos costes de congestión en las áreas urbanas.

Las adquisiciones de vivienda por parte de no residentes son de una cuantía agregada modesta, pero se concentran en zonas turísticas de la costa mediterránea y las islas.

44 Esta estimación se realiza a partir del uso del suelo urbano consolidado de acuerdo con la información proporcionada en el Catastro sobre el número y la superficie de las viviendas residenciales construidas en dicho suelo.

45 Por ejemplo, municipios de las áreas urbanas de Barcelona o València se encuentran entre los más densos de Europa. No obstante, en comparativa europea, las áreas urbanas españolas son más dispersas y la densidad de la periferia se reduce en una mayor cuantía en relación con el centro del área. Como resultado de este hecho, la densidad en las áreas de Madrid y Barcelona se encuentra en niveles inferiores a las de las áreas urbanas de París, Londres, Bruselas o Atenas [véanse Eurostat (2026b, 2026c) y OCDE (2026)].

46 La densidad tiende a disminuir con la distancia al centro de un área urbana, por lo que en esta estimación se asume que las áreas en desarrollo, situadas a una distancia creciente del centro, reducirían su densidad de acuerdo con el gradiente de esta disminución observado en el promedio de las áreas urbanas.

Cuadro 2.8
Las compras de no residentes ganan peso en el mercado de la vivienda español, especialmente en las islas y en la costa mediterránea

Cuota de mercado de las compras de vivienda de no residentes (pp)

Total de España y provincias (a)	Cuota de mercado en 2025	Aumento de la cuota de mercado entre 2007 y 2025
Alicante	33,3	16,6
Málaga	27,9	13,6
Illes Balears	23,0	13,3
S. C. de Tenerife	20,3	12,5
Las Palmas	14,9	7,9
Girona	14,7	8,5
Castellón	5,6	3,7
España	7,4	3,6

FUENTE: Banco de España con datos del Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a Se incluyen aquellas provincias en las que el aumento de la cuota de mercado de las compras de vivienda por parte de no residentes entre 2007 y 2025 supera el incremento de la cuota para el conjunto de España.

- En el período 2021-2025, las compras de vivienda por parte de ciudadanos no residentes supusieron el 7,4 % del total, con un promedio anual de 50.000 viviendas⁴⁷. Estas cuantías se encuentran por encima de las registradas durante el máximo de compraventas del *boom* inmobiliario de los años 2000. Por ejemplo, en 2007 estas adquisiciones supusieron 30.000 viviendas, un 3,8 % del total. Respecto a las dos últimas décadas, la mayor proporción de este tipo de operaciones se registró en 2013, con un 11,5 % de las compraventas (35.000 viviendas) y en un contexto de caída de la demanda residencial.
- Estas adquisiciones tienen una mayor relevancia en zonas de la costa mediterránea y las islas, donde se concentra la demanda de segundas viviendas. Por ejemplo, en 2025 las adquisiciones de no residentes supusieron el 33,3 % de las compraventas en la provincia de Alicante, el 27,9 % en Málaga, el 23 % en Illes Balears o el 20,3 % en Santa Cruz de Tenerife. En las provincias de Madrid y Barcelona, que concentran la actividad y el auge de la demanda residencial, el peso relativo de estas adquisiciones fue muy inferior, con el 1,6 % y el 2,2 % de las operaciones, respectivamente.
- La cuota de mercado de las compras de vivienda de no residentes en el auge actual supone cerca de 3,6 pp más que su cuota de 2007, año en que se sitúa el máximo del auge inmobiliario anterior. No obstante, el aumento del peso relativo de estas operaciones se ha concentrado en un reducido grupo de provincias (véase cuadro 2.8).

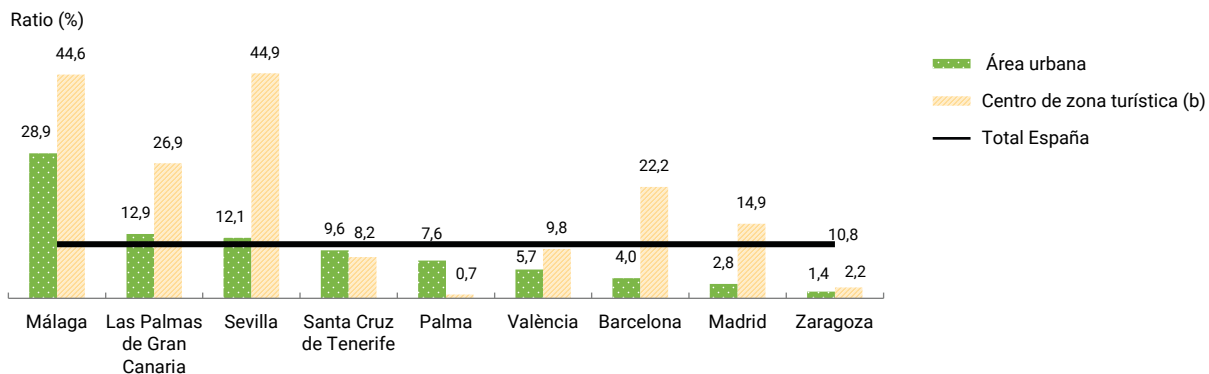
Las viviendas turísticas tienen especial relevancia en determinadas áreas urbanas y alcanzan un peso relevante en los centros turísticos en relación con el tamaño del mercado del alquiler.

⁴⁷ Los datos del Consejo General del Notariado apuntan a que las ventas de viviendas propiedad de extranjeros no residentes también suponen un volumen relevante de las transacciones (6,8 % del total en 2025), lo que limita el aumento del *stock* de estas propiedades.

Gráfico 2.12

Las viviendas turísticas tienen especial relevancia en el mercado del alquiler en los centros de las zonas turísticas

2.12.a Peso de las viviendas turísticas en el mercado del alquiler en 2025 (a)



FUENTE: Banco de España con datos del Instituto Nacional de Estadística y la Agencia Tributaria

- a En este análisis se consideran viviendas en alquiler aquellas destinadas al alquiler residencial que son propiedad de las personas físicas y las viviendas de alquiler turístico, pero no se dispone de información para incorporar otras modalidades relevantes, como son el alquiler de temporada o el de habitaciones y las viviendas en alquiler residencial propiedad de sociedades.
- b Se definen como centro de la zona turística aquellas secciones censales de la capital de un área urbana que se encuentran más próximas a la sección censal de esa ciudad con la mayor concentración de viviendas turísticas. La zona se define tomando como radio una medida relativa de distancia al centro turístico de la ciudad.



- El auge de la vivienda turística es un fenómeno que contribuye a presionar al alza la demanda de vivienda y que no estuvo presente en el auge inmobiliario de los años 2000. Los datos sobre el número estimado de este tipo de viviendas (INE, 2026d) apuntan a un crecimiento de esta actividad económica entre 2021 y 2024, cuando se alcanzaron las 400.000 viviendas. Las limitaciones regulatorias a este tipo de actividad en algunos territorios o el desplazamiento de estas viviendas a usos alternativos —como, por ejemplo, el alquiler de temporada— podrían explicar la disminución de esta actividad, cuya cuantía se estima en unas 355.000 viviendas turísticas en el promedio de 2025.
- En términos agregados, las viviendas turísticas suponen una proporción pequeña del parque de viviendas (1,5 %), si bien su peso relativo alcanza cuotas en torno al 10 % en el conjunto del mercado del alquiler. Además, esta actividad y sus posibles efectos sobre el mercado residencial tienen una elevada heterogeneidad territorial. En concreto, la relevancia relativa de las viviendas turísticas es especialmente intensa en determinadas áreas urbanas de las islas y de la costa mediterránea (véase gráfico 2.12). Asimismo, dentro de estas áreas urbanas, estas viviendas se concentran en barrios donde presentan unas cuotas muy significativas en relación con el mercado del alquiler. Estos fenómenos se observan, por ejemplo, en los centros históricos de Málaga y Sevilla, y son también significativos en ciudades como Barcelona y Madrid, donde el dato de viviendas turísticas a nivel agregado del área urbana sugeriría una escasa penetración de esta actividad⁴⁸.

El uso turístico y no residencial de las viviendas tiene una especial importancia cuantitativa en el parque de viviendas de las provincias de la costa mediterránea y las islas.

48 En Palma, las restricciones a la vivienda turística explican el reducido peso de esta actividad en el centro de su área urbana.

Cuadro 2.9
Las viviendas turísticas y las propiedades de no residentes se concentran en la costa mediterránea y las islas

Porcentaje de las viviendas turísticas y de las propiedades de no residentes sobre el parque total de viviendas (a)

Total de España y provincias	% de viviendas turísticas y de no residentes en 2025
España	3,3
Cádiz	3,4
Castellón	3,6
Tarragona	4,2
Murcia	4,3
Almería	5,0
Las Palmas	7,4
S. C. de Tenerife	9,1
Illes Balears	10,9
Girona	10,9
Málaga	14,1
Alicante	14,5

FUENTE: Banco de España con datos del Instituto Nacional de Estadística, el Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible y la Agencia Tributaria.

a Se incluyen aquellas provincias donde la proporción de estas viviendas se encuentra por encima del promedio para el conjunto de España.

- El *stock* de viviendas propiedad de extranjeros no residentes y las viviendas de uso turístico alcanzan, de manera conjunta, una cifra cercana a las 900.000 viviendas en 2025, un 3,3 % del parque de viviendas en España (véase cuadro 2.9).
- En un conjunto de provincias, estas viviendas no destinadas al uso residencial tienen mayor preeminencia; por ejemplo, en las provincias de Alicante y Málaga suponen ratios sobre el parque de viviendas de un 14 %.
- Si bien estas viviendas usadas por no residentes contribuyen a la actividad económica, su progresivo aumento reduce la oferta de viviendas residenciales. En aquellos mercados con una fuerte demanda de vivienda residencial y escasez relativa de la oferta, los precios de compra y alquiler de vivienda se podrían ver presionados por la demanda no residencial⁴⁹.

El parque de viviendas en alquiler residencial ha crecido significativamente desde 2007, destacando su aumento en aquellas zonas con un mayor dinamismo de la actividad económica.

⁴⁹ Véanse, por ejemplo, la evidencia de los efectos de las viviendas turísticas sobre los precios de la vivienda residencial para el caso de Barcelona en García-López, Jofre-Monseny, Martínez-Mazza y Segú (2020) o para el caso de Los Ángeles en Koster, Ommeren y Volkhausen (2021), y la evidencia del efecto de las compras de vivienda por parte de los inversores extranjeros sobre el precio de la vivienda en Inglaterra y Gales en Sá (2025); Badarizna y Ramadorai (2018) documentan que el impacto de demanda extranjera de activos refugio impulsa los precios de la vivienda en grandes ciudades globales como Londres. Coven (2025) analiza el papel de los inversores institucionales en el mercado de la vivienda de Estados Unidos y encuentra que estos elevan los precios de compra y reducen la tasa de propiedad, pero aumentan la oferta de alquiler y reducen el precio del alquiler gracias a su mayor eficiencia.

- El número de viviendas en alquiler residencial se ha incrementado cerca de un 90 % entre 2007 y 2025; su aumento se estima en una cuantía en torno a los 1,6 millones de viviendas y alcanza cifras de alrededor de 3,3 millones de viviendas en alquiler en 2025.
- El incremento del número de viviendas en alquiler residencial durante el ajuste del mercado inmobiliario entre 2007 y 2013 fue muy intenso. En este período, el crecimiento medio anual del parque de alquiler se situó en el 6,5 %, con un aumento acumulado de unas 600.000 viviendas. Este incremento se desaceleró, pero se mantuvo robusto a partir de 2014, con un crecimiento medio anual del 4 %, que resultó en un incremento acumulado en torno a 1 millón de viviendas en alquiler residencial hasta 2025. En el conjunto del período entre 2007 y 2025, el aumento del parque de alquiler residencial se concentró en cuatro CCAA: Cataluña (23,6 %), Comunidad de Madrid (20,4 %), Comunitat Valenciana (14,4 %) y Andalucía (13,2 %).
- En el período reciente se observa una elevada heterogeneidad en el crecimiento del parque de alquiler entre las CCAA en las que este régimen de tenencia tiene una mayor relevancia. Por ejemplo, entre 2020 y 2025 la Comunitat Valenciana experimentó incrementos muy intensos, con una tasa de crecimiento anual media del 13,7 %. En ese mismo período, la Comunidad de Madrid aceleró el crecimiento de su parque de vivienda de alquiler, con una tasa de variación anual promedio del 6,4 %, frente al 2,8 % registrado en el período 2014-2019. En sentido opuesto, Cataluña desaceleró su incremento anual promedio, desde el 6,7 % entre 2014 y 2019 al 3,6 % en el período 2020-2025, si bien esta comunidad aún es la que presenta la mayor ratio de hogares que residen en alquiler a precio de mercado (23,2 %, frente al 16,4 % del conjunto de España).

4.2 Principales factores que limitan la oferta de vivienda

La productividad del sector de la construcción en España muestra una tendencia descendente durante las últimas décadas, lo que apunta a la persistencia de factores explicativos de naturaleza estructural.

- La productividad laboral del sector de la construcción en España se reduce en una magnitud que depende de las medidas utilizadas. La producción por hora trabajada disminuye un 13 % de 2013 a 2025. El valor añadido bruto por ocupado se sitúa en 2025 en torno a un 25 % por debajo de la productividad del conjunto de la economía.
- Los déficits de productividad también se observan en medidas de productividad total de los factores (PTF), que tienen en cuenta la intensidad en el uso del capital (Comin, Quintana, Schmitz y Trigari, 2025). De acuerdo con estas medidas, la caída acumulada de la PTF se sitúa en torno al 20 % entre 1995 y 2023, con una evolución claramente divergente con respecto al resto de los sectores productivos, que muestran una recuperación de su PTF en el período reciente (véase capítulo 4).

- La construcción industrializada —basada en la fabricación en planta de componentes que después se ensamblan en obra— tiene un elevado potencial para incrementar la productividad y reducir los plazos de edificación, si bien en España, de acuerdo con informes sectoriales, actualmente representa solo alrededor del 2 % de la edificación, cifra muy por debajo de los niveles observados en otros países europeos⁵⁰.

La reducción de la productividad del sector de la construcción es un fenómeno generalizado a escala internacional, si bien esta reducción es de mayor magnitud en España.

- Diversos trabajos documentan caídas significativas de la productividad laboral del sector de la construcción en Estados Unidos desde 1970⁵¹. La productividad de este sector en 2020 sería homologable a la productividad de 1948, con una caída del valor añadido real por trabajador del 30 % en relación con 1970 (Yeh, 2025).
- Esta caída de la productividad en Estados Unidos también se observa en términos de viviendas terminadas por trabajador o cuando la medición de la productividad considera ajustes de precios que tienen en cuenta mejoras de la calidad de las viviendas producidas (Goolsbee y Syverson, 2025; D'Amico, Glaeser, Gyourko, Kerr y Ponzetto, 2024).
- La reducción de la PTF del sector de la construcción, cuando su medición tiene en cuenta la intensidad en el uso del capital, también se observa entre 1995 y 2023 en las grandes economías de la UEM (Italia, -4,2 %; Alemania, -9 %; Francia, -13,5 %, y España, -20 %). No obstante, el deterioro relativo de la productividad de la construcción respecto al resto de los sectores productivos es menos acusado que en España, donde la divergencia negativa de la PTF del sector en relación con el resto de la economía de mercado se inicia antes y se prolonga durante más tiempo.
- La caída generalizada a escala internacional de la PTF del sector de la construcción se explicaría por la combinación de distintos determinantes explicativos, entre los que destacan el uso intensivo de factores de producción con menor cualificación, la escasa adopción tecnológica y la asignación ineficiente de los recursos (*misallocation*). Esta asignación de recursos se produce en un sector fragmentado en una gran cantidad de empresas de pequeña dimensión, que operan en un entorno regulatorio complejo y en una actividad muy procíclica. La combinación de estos elementos dificulta que las empresas más productivas crezcan y que se asignen los factores de producción de una manera eficiente, deprimiendo la PTF agregada.

La productividad agregada del sector de la construcción se ve lastrada por un déficit de tamaño de las empresas dedicadas a la construcción y a la promoción residencial.

50 De acuerdo con informes sectoriales y estudios de asociaciones profesionales, estas ratios se acercan al 10 % en Alemania y Países Bajos y alcanzan niveles de entre el 30 % y el 40 % en los países nórdicos (Suecia, Noruega y Finlandia).

51 Los problemas de medición asociados con los deflatores del sector de la construcción —que podrían no tener en cuenta mejoras en la calidad de las construcciones— contribuirían a explicar parte de esta caída. No obstante, de acuerdo con el análisis de García y Molloy (2025), en el mejor de los escenarios los ajustes de medición dejarían plana la productividad del sector de la construcción en Estados Unidos.

- El sector de la construcción y la promoción residencial en España está dominado por pymes y, en particular, por pequeñas empresas. De acuerdo con el Directorio Central de Empresas (DIRCE), un 95 % de las empresas cuya actividad principal es la construcción de edificios residenciales tienen menos de 10 trabajadores (microempresas) y representan entre un 40 % y un 45 % del empleo y un 25 % y un 30 % del VAB generado por esta actividad. Las grandes empresas con más de 250 trabajadores (0,1 % del total) solo representan entre un 10 % y un 15 % del empleo y un 25 % y un 30 % del VAB.
- La escasez relativa de grandes empresas, combinada con el dominio de las microempresas, da lugar a limitaciones estructurales del sector de la construcción residencial en términos de productividad, capacidad inversora o penetración de la construcción industrializada.

Los problemas de productividad se agravan en un contexto de crecientes dificultades del sector de la construcción para cubrir sus puestos vacantes con mano de obra especializada.

- En el último trimestre de 2025, un 63 % de las empresas del sector de la construcción y de la promoción inmobiliaria que participan en la [Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial \(EBAE\)](#) señalan que la falta de personal es un factor limitante para su actividad. El segundo factor que restringe su actividad es la incertidumbre sobre las políticas económicas (52 % de las empresas en 2025), y el factor con un menor impacto es la insuficiencia de la demanda (7,9 %).
- La proporción de empresas que declaran tener restricciones en la disponibilidad de mano de obra, en relación con su demanda de trabajo, no ha parado de crecer desde el último trimestre de 2020, cuando esta ratio en el sector de la construcción se situaba alrededor del 20 %. Además, en este sector la proporción de empresas restringidas por la escasez de mano de obra es significativamente mayor (con una brecha de entre 10 pp y 15 pp en el período 2021-2025) que la proporción de empresas en el resto de los sectores (véase gráfico 2.13).
- En el conjunto del sector de la construcción, los afilados en el primer trimestre de 2026 representaban cerca del 7 % del total y se situaban en niveles de 1999, cuando suponían un 11,5 % de la afiliación total. Las limitaciones en la disponibilidad de mano de obra tienden a traducirse en presiones al alza sobre los costes laborales de las empresas y dificultades para reorganizar sus procesos y mejorar la eficiencia, con el consiguiente impacto negativo sobre su productividad.

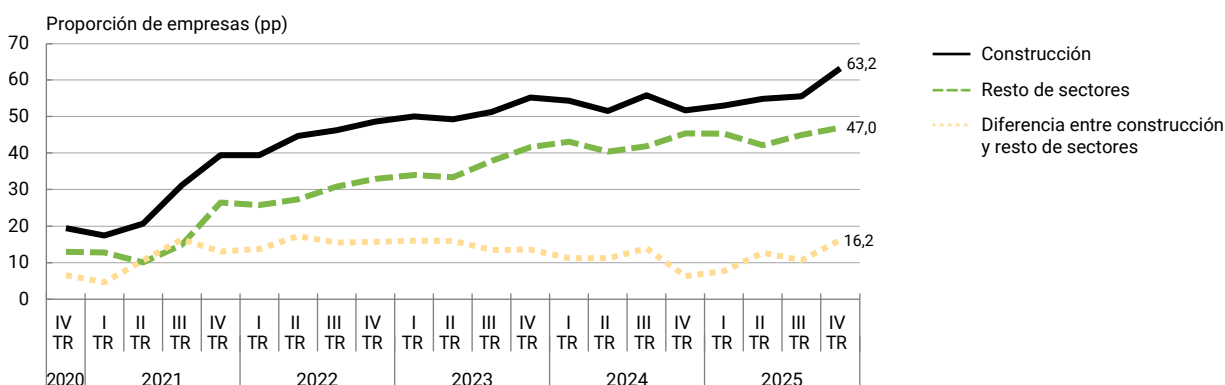
Los incrementos de los costes laborales y de los materiales han contenido los niveles de los excedentes empresariales del sector de la construcción, especialmente en su componente residencial.

- Entre 2020 y 2025 se han registrado incrementos acumulados relevantes en los costes de la construcción residencial, en un contexto de tensiones en las cadenas de suministro y aumento de la demanda de trabajadores en el sector. El índice de costes del sector de la construcción —ponderado por el coste de mano de obra y el de consumo de materiales— en

Gráfico 2.13

Las empresas de la construcción muestran cada vez mayores dificultades para encontrar mano de obra especializada

2.13.a Empresas que señalan la falta de mano de obra como limitación de su actividad



FUENTE: Banco de España (EBAE).



su componente residencial se incrementó cerca de un 35 % entre principios de 2020 y finales de 2025. La remuneración por asalariado del sector de la construcción se acelera desde 2023, con un incremento anual promedio del 5 % en el período 2023-2025.

- La evolución de los márgenes empresariales del sector de la construcción —aproximados a partir del resultado económico bruto sobre ventas— muestran una progresiva recuperación de estos excedentes desde 2017. Por ejemplo, el margen sobre ventas de este sector —que incluye las actividades de construcción, además de la residencial⁵²— se incrementó desde el 4 % de 2019 hasta el 8,1 % de 2025. Estos niveles son inferiores a los del conjunto de los sectores (8,9 % en 2024) [véanse, por ejemplo, [Observatorio de Márgenes 2026](#) y [AEAT 2026](#)], y su aumento desde 2020 se habría contenido por el incremento de costes, especialmente entre las pymes
- Los márgenes sobre ventas dentro del sector de la construcción muestran, en promedio, heterogeneidad entre las empresas cuya actividad principal es la construcción de edificios residenciales y la promoción inmobiliaria (véase cuadro 2.10). Los datos tributarios para el período 2021-2024 apuntan a un margen bruto que en promedio anual se situó en el 5,1 % para la construcción residencial y el 9,5 % para la promoción inmobiliaria. Los márgenes en términos netos de estos sectores se reducen, respectivamente, hasta el 3,5 % y el 4,6 %. Esta evidencia apunta a unos niveles de márgenes sobre ventas especialmente contenidos en la construcción residencial, que podrían dar lugar a mayores incentivos para desplazar recursos de este sector a actividades alternativas con mayores márgenes.

La capacidad de producción del sector de la construcción residencial se ve condicionada por restricciones en la disponibilidad de suelo, lentitud en la gestión urbanística y limitaciones en el acceso a la red eléctrica.

52 Entre estas actividades se incluyen la construcción de edificios (residenciales y no residenciales), la promoción inmobiliaria vinculada a dicha construcción, la ingeniería civil y las actividades de construcción especializada.

Cuadro 2.10

El sector de la promoción y la construcción residencial presenta una recuperación de sus márgenes y de la rentabilidad, si bien en conjunto estos indicadores se mantienen en niveles contenidos en relación con otros sectores

	2021	2022	2023	2024
Construcción de edificios residenciales				
Rentabilidad de fondos propios (ROE) (%)	4,5	7,8	7,5	8,7
Rentabilidad de activos (ROA) (%)	1,4	2,4	2,6	3,2
Resultado bruto sobre ventas (%)	4,9	5,5	6,4	6,6
Resultado neto sobre ventas (%)	2,5	3,7	3,6	4,2
Ratio de apalancamiento	3,28	3,26	2,90	2,72
Rotación de activos	0,55	0,65	0,73	0,75
Promoción inmobiliaria				
Rentabilidad de fondos propios (ROE) (%)	1,7	1,6	0,9	2,3
Rentabilidad de activos (ROA) (%)	0,5	0,6	0,4	1,0
Resultado bruto sobre ventas (%)	4,1	7,0	9,9	12,7
Resultado neto sobre ventas (%)	4,3	4,3	2,8	7,1
Ratio de apalancamiento	3,16	2,79	2,35	2,34
Rotación de activos	0,12	0,13	0,13	0,14

FUENTE: Banco de España con datos de la Agencia Tributaria.

NOTA: La rentabilidad de los fondos propios (ROE) se define como el cociente entre el resultado neto total y los fondos propios netos. La rentabilidad de los activos (ROA) se define como el cociente entre el resultado neto total y el total de activos. El resultado bruto se define como la suma de las ventas y otros ingresos de explotación, neta de las compras, otros gastos de explotación y los gastos de personal. El resultado neto se define como el resultado bruto, neto de amortización, ajustado por subvenciones, deterioro y provisiones de explotación, así como por los ingresos financieros netos y los impuestos sobre beneficios. La ratio de apalancamiento se define como el cociente entre el total de activos y el total de fondos propios netos. La rotación de activos se define como el cociente entre la cifra total de negocios y el total de activos. La promoción inmobiliaria incluye las actividades de promoción de proyectos de construcción de edificios residenciales y no residenciales mediante la consecución de los medios financieros, técnicos y físicos necesarios para la realización de tales proyectos con vistas a su venta posterior.

- Los datos discutidos en el epígrafe 4.1 muestran la existencia de una importante reserva de suelo urbanizable, si bien no se observan grandes cambios en su estado de desarrollo o en la ejecución urbanística ni un aumento significativo del suelo urbano consolidado en las grandes áreas urbanas en el período reciente. Con datos del SIU de 2025, el 71 % de los municipios no habían modificado desde 2008 sus Planes Generales de Ordenación Urbana (PGOU). Estos planes son los que pueden cambiar los regímenes de uso del suelo o su grado de edificabilidad y, por lo tanto, son los que en primer lugar condicionan la producción potencial de viviendas. Por otro lado, la lentitud en el grado de ejecución urbanística de los planes aprobados limita la producción de viviendas sobre el suelo clasificado como urbanizable de acuerdo con la planificación urbanística vigente.
- Los procesos de transformación del suelo urbanizable y de los desarrollos urbanísticos en España son largos y complejos. De acuerdo con la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), en la Consulta pública sobre la transformación urbanística del suelo para vivienda, transformar suelo para que alcance la condición de edificable puede durar más de una década, debido a la multiplicidad de trámites y niveles de aprobación⁵³. Estos plazos

⁵³ De acuerdo con estudios del sector, la transformación y gestión de un suelo urbanizable hasta alcanzar la condición de edificable requiere, de media, entre 10 y 15 años, pudiendo superar los 20 años en determinados ámbitos territoriales (Colliers y Asociación de Promotores y Constructores de España, 2024).

incluyen distintas fases de cambio de clasificación del suelo, el planeamiento de desarrollo, la gestión urbanística y la urbanización efectiva. Entre los principales cuellos de botella de este proceso se encontrarían la elaboración del planeamiento, los informes sectoriales, la coordinación de la asignación competencial entre distintas Administraciones y las limitaciones en la capacidad de gestión urbanística por parte de los entes locales.

- Además de las limitaciones de suelo edificable, el sector de la construcción se enfrenta a dificultades crecientes en la producción de nuevas viviendas asociadas a los problemas de conexión a la red eléctrica. Estos problemas estarían limitando o retrasando el desarrollo urbanístico de promociones residenciales. De acuerdo con la información publicada en 2025 por la [Asociación de Empresas de Energía Eléctrica](#), en cumplimiento de la normativa de la CNMC (Circular 1/2024), más del 80 % de los nudos de la red de distribución estarían saturados. Este hecho impediría conectar la nueva demanda y la producción de vivienda⁵⁴.

Las dificultades e incertidumbres asociadas con los procesos de transformación urbanística aumentan el riesgo de la actividad residencial y retroalimentan los problemas de productividad y tamaño empresarial.

- La literatura internacional apunta a que la existencia de regulaciones restrictivas en el uso del suelo o limitaciones a la construcción residencial reducen el tamaño de las empresas y la productividad del sector residencial (D'Amico, Glaeser, Gyourko, Kerr y Ponzetto, 2024).
- La aplicación de regulaciones urbanísticas que demoran o limitan la producción de viviendas reduce la escala y el desarrollo de proyectos de mayor dimensión. De ese modo, ante una mayor probabilidad de demoras o restricciones en la construcción de viviendas, el aumento de la incertidumbre hace óptimo desarrollar proyectos de menor escala.
- La mayor incertidumbre puede reducir el volumen de las inversiones y contribuir a la disminución del tamaño de las empresas cuya principal actividad es la promoción inmobiliaria y la construcción residencial. Un sector dominado por empresas de menor dimensión no puede aprovechar las economías de escala y realizar inversiones en innovación tecnológica y en procesos. El resultado agregado de estos condicionantes es una menor productividad empresarial para el conjunto del sector.

La menor rentabilidad del sector de la construcción y la promoción residencial habría limitado el aumento de la inversión residencial, a pesar del crecimiento sostenido de los precios de la vivienda.

- La rentabilidad del sector de la construcción residencial comienza a recuperarse en 2014, si bien esta rentabilidad parte de niveles negativos condicionados por las consecuencias de la crisis financiera global. En concreto, las empresas cuya actividad principal es la construcción

⁵⁴ [Informes de asociaciones empresariales del sector de la promoción](#) sitúan en un 50 % el acceso concedido a la red eléctrica en relación con la conexión solicitada por el sector en 2024.

de edificios residenciales incrementaron la rentabilidad sobre sus recursos propios (ROE) desde niveles negativos entre 2011 y 2017 hasta un 2,7 % promedio en el período 2018-2020⁵⁵. Esta recuperación de la rentabilidad prosigue desde 2021, hasta alcanzar un 8,7 % en 2024⁵⁶ (véase cuadro 2.10), y es unos 6 pp inferior a su promedio entre 2004 y 2007⁵⁷. Además, la rentabilidad sobre activos (ROA) de la construcción residencial se mantiene contenida y no alcanza el 3,2 % en 2024. Esta evolución se produce en un contexto de reducción paulatina del elevado apalancamiento de este sector y un aumento de la rotación de sus activos.

- Las rentabilidades en el conjunto del sector de la promoción inmobiliaria se mantienen en niveles reducidos. Así, en el período entre 2021 y 2024, el ROE promedio de estas empresas se sitúa en el 1,6 % y el ROA por debajo del 1 %. Este sector muestra también un proceso de desapalancamiento, que sugiere un mayor uso de fondos propios internos. Además, la rotación de activos permanece en niveles reducidos, lo que podría contribuir a la demora en los procesos de transformación y gestión urbanística del suelo, que darían lugar a una mayor acumulación de este tipo de activos.
- En conjunto, el sector de la construcción y promoción residencial muestra una combinación de márgenes empresariales contenidos y rentabilidades limitadas por la mayor necesidad de recursos propios y la reducida rotación de activos. Los efectos que tendría esta combinación se verían amplificados en un sector altamente intensivo en capital (suelo y activos fijos) y contribuirían a explicar el rezago de la inversión residencial ante un aumento sostenido de los precios de la vivienda.

Una menor rentabilidad de las inversiones contendría el crédito para la construcción y la promoción residencial, si bien los flujos de nuevo crédito apuntan a un mayor dinamismo en el período reciente, en línea con la progresiva recuperación de la rentabilidad del sector.

- El saldo de crédito bancario destinado a las actividades de la construcción y la promoción inmobiliaria se situaba en el 5,8 % del PIB en 2025, con una producción anual media desde 2020 en torno a las 95.000 viviendas. Esta ratio es inferior al saldo del 9 % del PIB promedio de la década de los noventa —con una producción anual media de 265.000 viviendas libres— o del 26 % del PIB en la década de los 2000 —con una producción anual media de 545.000 viviendas libres—.
- El progresivo y continuo proceso de desapalancamiento del sector de la construcción y la promoción inmobiliaria desde 2008 —cuando se alcanza la máxima ratio de apalancamiento, situada en el 42,5 % del PIB— ha sido compatible con un mayor dinamismo de los flujos de nuevo crédito a la actividad residencial a partir de 2017.

55 Los cálculos sobre rentabilidades y márgenes del sector de la construcción residencial y la promoción inmobiliaria discutidos en este epígrafe se realizan a partir de los datos de la AEAT basados en las cuentas anuales del impuesto sobre sociedades.

56 Esta rentabilidad se encuentra unos 5 pp por debajo del ROE medio del sector de la construcción residencial en las grandes economías de la UEM, de acuerdo con Cardoso, Doménech y Lores (2026).

57 Los cálculos sobre la comparación de las rentabilidades con el período anterior a la crisis financiera se realizan a partir de la información contenida en las cuentas de resultados de las sociedades no financieras disponible en la Central de Balances del Banco de España.

Cuadro 2.11

La propiedad de las viviendas alquiladas para residencia habitual se encuentra distribuida de manera mayoritaria entre arrendadores que no concentran a escala agregada cuotas de mercado significativas

Estructura de propiedad de las viviendas arrendadas para residencia habitual propiedad de personas físicas en 2024 (a)	% sobre el total de arrendadores personas físicas	% sobre el total de viviendas arrendadas para residencia habitual propiedad de personas físicas
1 vivienda	76,1	50,7
2 viviendas	15,0	21,8
De 3 a 5 viviendas	7,5	18,9
De 6 a 10 viviendas	1,2	6,2
11 o más viviendas	0,2	2,4

FUENTE: Banco de España con datos de la Agencia Tributaria.

a Se consideran los bienes inmuebles propiedad de personas físicas destinados al arrendamiento de vivienda habitual en el territorio fiscal común. Los propietarios se clasifican por tramos de número de viviendas con independencia del porcentaje de propiedad que tengan sobre las viviendas. El número de viviendas incluye las que no se encuentran bajo división horizontal, hecho que puede reducir el número total de viviendas propiedad de los arrendadores.

- En 2025, los flujos de nuevo crédito bancario concedidos a distintas actividades vinculadas a la construcción y la promoción de vivienda residencial se estiman entre el 1 % y el 1,7 % del PIB en función de la finalidad de los préstamos⁵⁸ que recoge la Central de Información de Riesgos del Banco de España. Este nivel de financiación se encuentra en línea con el del promedio anual entre 2018 y 2025, en el que, en 2025, destaca la financiación vinculada al alquiler (0,5 % del PIB), además de la construcción de viviendas.

La rentabilidad de la inversión en alquiler residencial habría impulsado la oferta desde 2008, si bien esta rentabilidad se reduce en las grandes ciudades y frente a inversiones alternativas.

- El parque de viviendas de alquiler residencial se incrementa a partir de 2007 (véase epígrafe 3.1) y mantiene entre 2021 y 2025 un aumento promedio del *stock* de estas viviendas en torno a las 95.000 viviendas anuales. Este incremento se produce por la movilización y adquisición de viviendas para destinarlas al arrendamiento por parte de particulares, cuyo peso relativo en el mercado del alquiler se sitúa alrededor del 90 %⁵⁹, sin que se produzca una concentración de la propiedad de las viviendas en alquiler para residencia habitual (véase cuadro 2.11).
- El incremento de la inversión en alquiler residencial se ha visto atraído por su rentabilidad y las ganancias patrimoniales latentes asociadas a las revalorizaciones de los precios reales de la vivienda desde 2015. La rentabilidad bruta del alquiler⁶⁰ (RBA) se estima en un 5,2 % anual entre 2020 y 2024, si bien presenta una significativa heterogeneidad territorial. En las

⁵⁸ La estimación más restringida (1 % del PIB) no incluye la financiación de actividades de preparación de terrenos (2 % del total), la construcción de otros edificios (2 %), las actividades de los agentes de la propiedad inmobiliaria (4 %) y de la gestión y administración de dicha propiedad (6 %) o el alquiler de bienes inmuebles por cuenta ajena (30 %).

⁵⁹ Khametshin, López-Rodríguez y Pérez (2024).

⁶⁰ Esta rentabilidad se calcula como la ratio entre el alquiler medio anual y el precio medio de la vivienda, ambos en metros cuadrados, a partir de la información sobre alquileres de la AEAT y de precios de la vivienda del Consejo General del Notariado.

grandes ciudades, las RBA con datos de 2024 son menores en Barcelona (4,1 %) o Madrid (4,5 %), frente a los niveles de València (5,7 %) o Zaragoza (6 %). Estas diferencias de RBA podrían explicarse por distintos niveles de riesgo asociados al arrendamiento de vivienda, así como por una elevada demanda de vivienda en alquiler por parte de aquellos hogares que tienen restricciones para acceder a una vivienda en propiedad. En conjunto, la rentabilidad total *ex post* del alquiler, que tiene en cuenta la RBA y el incremento del precio de la vivienda, se situó en términos reales en un 9,5 % anual en el período 2020-2024.

- Estas rentabilidades de la inversión en alquiler residencial no se encuentran ajustadas por riesgo, inflación⁶¹ o tratamiento tributario⁶², y deben compararse con inversiones en activos alternativos. En el contexto de recuperación de los precios inmobiliarios iniciado en 2015, la rentabilidad total de la inversión en alquiler residencial se situó por encima de los depósitos bancarios o de los bonos soberanos en la UEM. Respecto al período reciente, a partir de 2023 la evolución de los índices bursátiles y el pago de dividendos fueron especialmente favorables en términos de rentabilidad, con rentabilidades promedio que superaron el 20 %. En ese contexto, el incremento inflacionario de 2022-2023 habría reducido la RBA de los alquileres vigentes y, en las grandes ciudades con menores RBA promedio, podría generar incentivos a desplazar estas viviendas a usos alternativos con mayor flexibilidad de ajuste en los precios, como, por ejemplo, el alquiler de habitaciones o el de temporada⁶³.

61 Las rentabilidades nominales entre 2020 y 2024 se minoran en términos reales por un incremento medio anual del IPC del 3,5 %.

62 Las rentas del alquiler de vivienda habitual tienen una reducción general en el IRPF del 50 % para contratos firmados a partir de 2024. El beneficio supone un ahorro equivalente a 0,5 pp de RBA para contribuyentes en el primer tramo del IRPF y de entre 1,25 pp y 1,5 pp para los tramos más altos. Este tratamiento es más favorable que el de otras rentas inmobiliarias o los dividendos sujetos a doble imposición.

63 Las estadísticas publicadas por los portales inmobiliarios señalan en 2025 un incremento en torno al 20 % de los anuncios de alquiler de habitaciones y de un 35 % en el alquiler de temporada. Estas modalidades ganan peso progresivamente en el mercado del alquiler, constituyendo el alquiler de habitaciones en pisos compartidos una de las principales vías de emancipación de los jóvenes.

5 Implicaciones macroeconómicas de los problemas del mercado de la vivienda

Los problemas en el funcionamiento del mercado de la vivienda pueden desencadenar un amplio conjunto de efectos económicos y sociales adversos. En esta sección se resumen los principales canales a través de los cuales estos problemas pueden transmitirse al conjunto de la economía. Estos canales serían el canal financiero, a través del incremento de los riesgos asociados a la asignación del crédito y al grado de endeudamiento de los hogares; los efectos agregados sobre el consumo de los hogares y la tasa de ahorro de la economía; los cambios distributivos a los que dan lugar los problemas de acceso, y el impacto de estos problemas en la demografía y en la reasignación espacial de los factores de producción (trabajo y capital), que derivarían en pérdidas de productividad.

Como resultado de estos mecanismos, la situación del mercado de la vivienda puede tener implicaciones negativas para la estabilidad macrofinanciera y limitar el crecimiento económico. Además, las ineficiencias en este mercado pueden dar lugar a efectos distributivos que cronifiquen situaciones de vulnerabilidad social y distorsionen la distribución intergeneracional de la riqueza. Estos efectos distributivos, a su vez, impactan sobre la evolución macroeconómica y el crecimiento económico a largo plazo. La relevancia del conjunto de estos efectos o de su posible emergencia en la economía española justifica la adopción de políticas públicas, que se discutirán en el epígrafe 6.

5.1 Efectos sobre la estabilidad macrofinanciera y el crecimiento económico

Los problemas de acceso a la vivienda podrían dar lugar a una relajación de los estándares crediticios y a la aparición de riesgos y vulnerabilidades para la estabilidad financiera si se acumularan desequilibrios en el mercado crediticio y se incrementara la deuda de los hogares.

- Los riesgos macrofinancieros asociados al mercado de la vivienda dependen de forma crucial de la interacción entre precios inmobiliarios, crédito hipotecario y endeudamiento de los hogares. La evidencia histórica documenta que los *booms* de crédito inmobiliario en las economías avanzadas se asocian con unos mayores riesgos para la estabilidad financiera, recesiones más profundas y recuperaciones más lentas (Jordà, Schularick y Taylor, 2016). Asimismo, el crecimiento del crédito es uno de los principales predictores de inestabilidad financiera, mientras que aumentos en el endeudamiento de los hogares anticipan un menor crecimiento del PIB y un mayor desempleo a medio plazo (Mian, Sufi y Verner, 2017).
- Los problemas de acceso a la vivienda pueden dar lugar a la acumulación de desequilibrios cuando los estándares crediticios se relajan ante un auge de los precios de la vivienda que aumenta el valor del colateral del crédito hipotecario. No obstante, en el actual auge del mercado de la vivienda en España, no se observa hasta la fecha una expansión del crédito

(hipotecario o promotor) que sostenga o retroalimente el crecimiento de los precios de la vivienda ni una relajación de los estándares crediticios (véase epígrafe 2)⁶⁴.

La evolución de los precios de la vivienda condiciona la posición patrimonial de los hogares y la sensibilidad del consumo ante cambios en la posición cíclica de la economía.

- Los problemas de acceso a la vivienda condicionan las decisiones de ahorro y consumo de los hogares. En particular, unos elevados esfuerzos para acceder a una vivienda suponen un aumento de la proporción de hogares cuyo consumo se encuentra restringido por el gasto en vivienda. De ese modo, el incremento de hogares restringidos, tanto en el mercado del alquiler como entre los propietarios endeudados, daría lugar a una mayor sensibilidad del consumo agregado y de la actividad económica ante posibles cambios en los precios de la vivienda o en la posición cíclica de la economía. Además, la incertidumbre sobre la evolución de los precios del alquiler ante renovaciones de contratos podría incrementar el ahorro precaución de los hogares en este régimen de tenencia. La evidencia para España indica que existe una relación inversa entre el consumo de los hogares y el esfuerzo que supone el gasto en vivienda, especialmente cuando este esfuerzo supera el 30 % de la renta de los hogares⁶⁵.
- El incremento de los precios de la vivienda a un ritmo superior al de la renta de los hogares puede dar lugar a un mayor apalancamiento de los hogares que acceden al crédito hipotecario. Los hogares más endeudados tienden a presentar mayores respuestas de su consumo ante cambios en los precios de la vivienda y una posición patrimonial más frágil⁶⁶. De ese modo, una corrección en los precios de la vivienda puede amplificar la debilidad del consumo agregado cuando los hogares hubieran accedido al crédito hipotecario con menor liquidez y mayor carga financiera⁶⁷.

La persistencia de problemas en el acceso a la vivienda da lugar a situaciones de vulnerabilidad social de los hogares y a cambios en la distribución intergeneracional de la riqueza.

- El elevado esfuerzo que supone el gasto en vivienda para determinados colectivos los sitúa en una posición social y económica vulnerable. En España, las situaciones de sobreesfuerzo y vulnerabilidad social se concentran, de manera particular, en el mercado del alquiler y entre los quintiles con menor renta. En ese segmento, destaca la vulnerabilidad de los jóvenes y la población de origen extranjero, especialmente en las grandes áreas urbanas (véase epígrafe 3).
- El aumento de las situaciones de vulnerabilidad social en el mercado de la vivienda puede intensificar la segregación por renta de los hogares, tanto entre distintas áreas urbanas

64 Véase, para más detalles, Banco de España (2026).

65 En Banco de España (2025), recuadro 2.1, se estima a partir de la información de la Encuesta Financiera de las Familias que los hogares que destinan más de un 30 % de sus ingresos al alquiler de su vivienda habitual consumen un 15 % menos que aquellos con características similares que residen en viviendas de su propiedad y destinan menos del 10 % de su renta al pago de una cuota hipotecaria.

66 Iacoviello (2005) y Koga y Matsumura (2020).

67 La transmisión de la política monetaria al consumo también se ve afectada por el régimen de tenencia de la vivienda. Los hogares hipotecados son los más sensibles ante cambios en los tipos de interés (Cloyne, Ferreira y Surico, 2020).

como dentro de cada una, y limitar el acceso de los hogares con menor renta a determinadas localizaciones⁶⁸. Entre áreas urbanas, las más productivas y con mayores precios de la vivienda pueden volverse accesibles principalmente para los hogares con mayores ingresos o cualificación, debilitando la convergencia regional⁶⁹. Dentro de las áreas urbanas, la menor capacidad de los hogares vulnerables para trasladarse a zonas con mejores oportunidades laborales reduciría el grado de movilidad social y la persistencia intergeneracional de la desigualdad⁷⁰.

- El aumento sostenido de los precios de la vivienda condiciona el proceso de acumulación de riqueza a lo largo del ciclo vital de los hogares. En relación con el precio del alquiler, un elevado esfuerzo asociado al arrendamiento de vivienda puede limitar la capacidad de ahorro de los hogares e incrementar el tiempo necesario para acumular el capital que permita adquirir una vivienda. Asimismo, un incremento sostenido de los precios de la vivienda puede dar lugar, si la renta neta no crece al mismo ritmo, a un mayor endeudamiento de los hogares que adquieren una vivienda con recurso al crédito hipotecario. En este sentido, la Encuesta Financiera de las Familias del Banco de España documenta como, en las últimas décadas, la acumulación de riqueza neta (financiera e inmobiliaria) por parte de los hogares jóvenes habría sido menor que la riqueza acumulada por generaciones anteriores. De ese modo, la menor acumulación de patrimonio a lo largo del ciclo vital originada por los presentes problemas de acceso a la vivienda implicaría que las actuales cohortes de jóvenes serían más vulnerables a la materialización de posibles perturbaciones macroeconómicas adversas.
- España presentaba hasta la fecha un grado moderado de desigualdad de la riqueza en relación con los estándares internacionales⁷¹. Este hecho se explicaba por el amplio predominio del régimen de tenencia en propiedad y el incremento de los precios inmobiliarios, además de por una elevada proporción de hogares que acumulan otros activos inmobiliarios. No obstante, las dinámicas recientes apuntan a una caída sustancial de la tenencia en propiedad y de la emancipación de los jóvenes (véase epígrafe 3). Esta evolución coincide con significativos esfuerzos en gasto en vivienda de alquiler de estos colectivos. Estas dinámicas estarían reduciendo su capacidad de ahorro y su acumulación de activos (financieros e inmobiliarios) y anticipan cambios sustanciales en la distribución intergeneracional de la riqueza.

Los problemas de acceso a la vivienda pueden afectar negativamente a la demografía y a la acumulación de capital humano, reduciendo el crecimiento potencial de la economía.

- Los elevados esfuerzos asociados al acceso a una vivienda —tanto de alquiler como en propiedad— retrasan las decisiones de emancipación de los jóvenes (véase epígrafe 3)⁷². En

68 Moretti (2013), Diamond (2016) y Couture, Gaubert, Handbury y Hurst (2024).

69 Ganong y Shoag (2017).

70 Chetty, Hendren y Katz (2016) y Chetty y Hendren (2018).

71 Anghel et al. (2018).

72 Goehausen y Thomsen (2024).

ese sentido, un elevado esfuerzo asociado al gasto en alquiler y la dificultad para acceder a una vivienda retrasarían la formación de hogares y modificarían las decisiones sobre el número de hijos⁷³ en una economía que destaca por tener una de las tasas de natalidad más bajas de Europa. En consecuencia, el crecimiento económico a largo plazo se vería afectado negativamente en un contexto de progresivo envejecimiento de la población.

- Los problemas de acceso a la vivienda de los jóvenes también podrían limitar el crecimiento potencial de la economía, al reducir sus posibilidades de acumulación de capital humano. En concreto, el sobreesfuerzo que supone el gasto en vivienda para los jóvenes reduciría la capacidad financiera de estos hogares para invertir en su formación o desplazarse a localizaciones con mayor oferta educativa o laboral, que permiten acumular conocimientos, tanto reglados como obtenidos en el desarrollo de las habilidades laborales.

La localización de los trabajadores y las decisiones de inversión de las empresas se ven afectadas por los problemas de acceso a la vivienda, que pueden dar lugar a pérdidas de productividad agregada.

- Un funcionamiento eficiente del mercado de la vivienda —y especialmente del mercado del alquiler— favorece la movilidad de los trabajadores y la adecuada localización geográfica de sus habilidades. Esto permite el emparejamiento de las habilidades de los trabajadores y la demanda de trabajo de las empresas, y contribuye al aprendizaje y a la acumulación de capital humano de los trabajadores y a la reducción del desempleo⁷⁴. Cuando el mercado de la vivienda no restringe la escala que pueden alcanzar las áreas urbanas de mayor dimensión, las empresas pueden crecer más a lo largo de su ciclo vital y ser más productivas en dichas áreas, al aprovechar las economías de aglomeración⁷⁵.
- En España, los problemas de acceso a la vivienda limitan la movilidad de los trabajadores y reducen la llegada de trabajadores inmigrantes en las áreas con mayores aumentos de los precios de la vivienda (véase [recuadro 2.4](#)). Las áreas urbanas más productivas, que suelen tener mayores precios de la vivienda, pueden no alcanzar su escala óptima ante restricciones en la oferta de vivienda residencial. Esta inelasticidad de la oferta de vivienda impide una adecuada asignación espacial del factor trabajo y ganancias salariales en las áreas de mayor dimensión, lo que origina pérdidas de productividad agregada y de bienestar⁷⁶. Por ejemplo, aquellos trabajadores con menores salarios o cualificación no tendrían acceso a la vivienda en áreas urbanas con los precios más elevados, donde, sin embargo, las empresas y las Administraciones Públicas (AAPP) requieren sus habilidades para desarrollar su actividad.

73 Dettling y Kearney (2014) documentan disminuciones de las tasas de natalidad ante aumentos de los precios de la vivienda en las áreas metropolitanas de Estados Unidos entre aquellos hogares que no son propietarios de una vivienda. Los aumentos de los precios de la vivienda también reducirían las decisiones sobre el número de hijos en Australia (Atalay, Li y Whelan, 2021).

74 Blanchflower y Oswald (2013), De la Roca y Puga (2017) y Causa y Pichelmann (2020).

75 Porcher, Rubinton y Santamaría (2023) y Budi-Ors (2026).

76 Hsieh y Moretti (2019) y Diamond y Moretti (2021).

6 Las políticas públicas

El diagnóstico presentado en este capítulo apunta a que la actual rigidez de la oferta de vivienda en España tiene una naturaleza estructural con factores persistentes que limitan su capacidad de ajustarse a la demanda. Entre estos factores sobresalen aquellos que limitan el desarrollo de suelo edificable y el complejo proceso de planificación y gestión urbanística, que reduce la producción de viviendas potenciales y sus tiempos previstos de ejecución. El marco regulatorio en materia de vivienda lo establecen de manera conjunta los distintos niveles de gobierno con competencias en este ámbito: el central, el autonómico y, de manera muy especial, el local. Esta asignación competencial de las políticas de viviendas entre distintas AAPP obliga a una elevada coordinación entre ellas para garantizar la efectividad de sus actuaciones y un adecuado funcionamiento del mercado de la vivienda.

En esta sección se examinan, en primer lugar, un conjunto de actuaciones por parte de las distintas AAPP competentes para aumentar la oferta de vivienda, cuya inelasticidad es la principal causa que explica los problemas de acceso a la vivienda. En segundo lugar, se analizan las principales medidas de mitigación sobre la demanda de vivienda –tanto en el segmento de compra como en el de alquiler–, cuyo objetivo radica en contener los esfuerzos asociados al acceso a una vivienda y proteger a los hogares vulnerables. Estas actuaciones sobre la demanda presentan riesgos por la posible aparición de efectos no deseados y requieren un adecuado diseño que se complemente con políticas de oferta cuya efectividad y despliegue tengan un horizonte temporal de medio y largo plazo.

6.1 Principales actuaciones para incrementar la oferta de vivienda

El aumento de la oferta de vivienda es una cuestión compleja que requiere de la articulación de distintas medidas para relajar las múltiples fricciones y cuellos de botella que impiden su crecimiento. Si bien no existe un único ámbito de actuación que por sí solo pueda aumentar sustancialmente la oferta en el corto plazo, la gestión urbanística y las políticas de suelo emergen como un factor central que limita y retrasa la construcción de viviendas. En este epígrafe, se revisan las actuaciones de las AAPP que, de manera conjunta, podrían incrementar la oferta de vivienda residencial.

La necesidad de aumentar la oferta de vivienda residencial debiera dar lugar a una mayor coordinación de las Administraciones Públicas competentes en materia de vivienda, especialmente en el ámbito de la planificación urbanística y las políticas de suelo.

- Las competencias en materia de vivienda se encuentran altamente descentralizadas en España, con un papel relevante en la capacidad de decisión asignado a las Administraciones locales y autonómicas. Una política de vivienda efectiva requiere coordinación de la asignación competencial entre AAPP para evitar la neutralización o la escasa efectividad de medidas unilaterales.

- La coordinación de las políticas es especialmente relevante en la planificación urbanística y, en particular, en políticas de suelo donde las competencias se reparten entre los tres niveles de la Administración. La complejidad regulatoria, el solapamiento de trámites administrativos o la existencia de problemas de inseguridad jurídica contribuyen a demorar los procesos de transformación urbanística y la producción de vivienda (véase epígrafe 4). En ese contexto, la gestión urbanística que realizan los municipios es un factor fundamental para la evolución de la oferta de vivienda.
- Una mayor coordinación y simplificación regulatoria sería necesaria para reducir cuellos de botella regulatorios y administrativos en la política urbanística. Por ejemplo, la agilización de trámites a través de la reducción de informes duplicados solicitados por las distintas AAPP, mayores recursos y apoyo de las CCAA a los ayuntamientos de menor dimensión para agilizar la gestión de la planificación urbanística o el establecimiento de procedimientos abreviados y la tramitación simultánea de distintas fases de un proyecto urbanístico contribuirían, en conjunto, a acelerar el aumento de la oferta de vivienda.

El parque público de vivienda aumenta a un ritmo contenido desde niveles reducidos y se enfrenta a un volumen relevante de demanda residencial con dificultades de acceso a la vivienda.

- El diagnóstico presentado en el epígrafe 3 muestra como la divergencia entre el crecimiento de los niveles de renta y los precios de la vivienda limita o impide a determinados colectivos el acceso a una vivienda. De ese modo, existe una parte considerable de la demanda de vivienda residencial —en particular, la de los jóvenes no emancipados o la de los hogares con menores rentas— cuya capacidad económica no le permite acceder en condiciones de mercado a una vivienda, o que se encuentra en una situación de sobreesfuerzo en el mercado del alquiler. En ese contexto, la existencia de un parque público de alquiler con esquemas de precios inferiores a los de mercado constituye una alternativa de política económica comúnmente adoptada en las economías avanzadas para satisfacer esa demanda de vivienda⁷⁷.
- Las políticas de vivienda pública de las distintas AAPP competentes (central, autonómica y local) destinaron desde los años ochenta hasta la primera década de los 2000 una importante cantidad de recursos a financiar la construcción de vivienda pública en España. Por ejemplo, entre 1991 y 2015 se construyeron más de 1,3 millones de viviendas protegidas con recursos públicos. Estas actuaciones se basaron en esquemas de protección pública limitados en el tiempo y que mayoritariamente suponían la venta de estas viviendas a los beneficiarios de dichos programas públicos a unos precios inferiores a los de mercado.
- El resultado de estas políticas es un reducido parque de vivienda pública en España (1,5 % de las viviendas principales) en relación con cifras de en torno al 7 % promedio en las

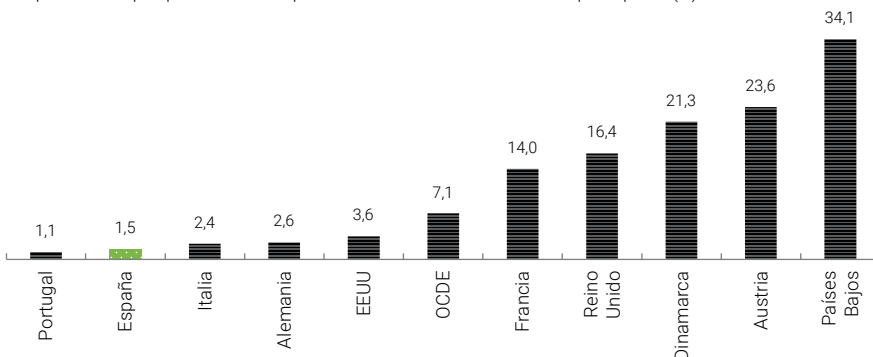
77 Véase López-Rodríguez y Matea (2020) para una revisión de experiencias internacionales relativas al desarrollo, el diseño de los esquemas de gestión y los problemas de implementación asociados con los parques de provisión pública de vivienda.

Gráfico 2.14

España cuenta con uno de los parques de vivienda pública más reducidos entre las economías avanzadas

2.14.a Parque público de viviendas en las economías avanzadas

Proporción del parque de vivienda pública sobre el total de viviendas principales (%)



FUENTE: Banco de España con datos para España del Instituto Nacional de Estadística y del Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible, y, para las economías avanzadas, con datos de la OCDE para el año 2022.



economías europeas y de la OCDE (véase gráfico 2.14). Esta situación de partida del parque público de viviendas limita la capacidad de absorber una situación como la actual, donde un componente importante de la demanda lo constituyen hogares con bajos niveles de renta y que realizan elevados esfuerzos asociados al alquiler a precios de mercado.

Las AAPP han adoptado distintas medidas para incrementar el parque de vivienda pública, con un mayor énfasis en el alquiler asequible; estos esfuerzos, sin embargo, tardarán en materializarse y la magnitud de su cuantía sobre la oferta es relativamente reducida en relación con las actuales necesidades de vivienda.

- En 2025 se terminaron 11.000 viviendas protegidas y se iniciaron 15.500, cifras ligeramente superiores a la producción media anual del período 2015-2024, que se situó en 9.000 viviendas. Estas cifras se encuentran muy alejadas de las 62.000 viviendas protegidas que se terminaban anualmente en la década de los noventa o de las 56.000 viviendas de la década de los 2000. En relación con su régimen de tenencia, a pesar del incremento del alquiler protegido, en 2025 este solo representó el 37,4 % de las viviendas públicas, frente al 49 % de las destinadas a su venta a precios limitados⁷⁸.
- Existen distintos programas y actuaciones en marcha por parte de la Administración central y los distintos Gobiernos autonómicos y locales para impulsar el parque de vivienda pública. En relación con los programas que están en fase de implementación, destaca una dotación de transferencias de los fondos europeos en el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), con 1,2 miles de millones (mm) de euros ejecutados, para construir unas 20.000 viviendas en suelo público en colaboración público-privada, destinadas al alquiler social o asequible en un horizonte no inferior a 50 años. Por otro lado, destaca también la financiación

⁷⁸ El porcentaje restante de viviendas protegidas se clasifica como «otros regímenes de tenencia».

a través de [préstamos ICO](#) por una cuantía de 4 mm de euros, complementada con avales de 2 mm de euros asociados a préstamos suscritos, para construcción y rehabilitación de viviendas destinadas al alquiler asequible. Estas actuaciones tendrían un potencial de promoción situado entre las 40.000 y las 45.000 viviendas.

- El impulso del parque público de vivienda por parte de la Administración central se articularía a través de la [Entidad Estatal de Vivienda y Suelo \(CASA47\)](#), que es el resultado del proceso de reestructuración de Sepes. Este ente gestionaría el parque público de vivienda, y sus activos se nutren de la incorporación de viviendas y suelos del Estado procedentes de distintos entes y ministerios y de la Sareb. En relación con la Sareb, se habrían incorporado 40.000 viviendas y 2.400 suelos, que tendrían un potencial estimado de construcción de 55.000 viviendas. Los contratos de alquiler asequible de esta entidad podrán tener una duración de hasta 75 años. El primer contrato de alquiler sería de 14 años, con prórrogas de 7 años cuando se mantengan las condiciones de acceso a la vivienda. El precio del alquiler no podrá sobrepasar el 30 % de la renta media del territorio, con distintos límites a nivel de CCAA, y los inquilinos serán elegibles si su renta se sitúa en un rango situado entre 2 y 7,5 veces el [IPREM](#) (indicador público de renta de efectos múltiples).
- El [Plan Estatal de Vivienda 2026-2030](#) podría contribuir a aumentar el parque de vivienda pública. Este plan, con una dotación de 7 mm de euros, financiado con aportaciones del 60 % de la Administración central y del 40 % de las CCAA, destinaría una parte de estos recursos (40 %) a la construcción y a la adquisición de viviendas. En concreto, se financia la construcción de vivienda pública o en régimen de colaboración público-privada con hasta 85.000 euros por vivienda⁷⁹. Estas viviendas en régimen de alquiler tendrían protección pública permanente y un precio máximo orientativo de 900 euros al mes⁸⁰. El plan también incorpora la posibilidad de financiar el 70 % del coste de adquirir viviendas de particulares por parte de CCAA que ejerzan derecho de tanteo o retracto y la de sufragar la adquisición de viviendas de forma directa. Esta cuantía se eleva al 85 % en zonas tensionadas, y se fija un alquiler máximo de 800 euros.
- El [Fondo «España Crece»](#), gestionado por el [ICO](#), tiene entre sus objetivos movilizar hasta 23 mm de euros en financiación para la construcción de 15.000 viviendas al año. En este ámbito, el [ICO](#) tendría un papel de canalizador de capital privado mediante la promoción de distintas estructuras de financiación para la construcción de viviendas de alquiler asequible, que son proyectos con horizontes de explotación de largo plazo. Estos esquemas combinarían préstamos a largo plazo con bonificaciones e instrumentos de capital que complementarían el capital aportado por el sector privado.

79 Esta cuantía se eleva un 10 % si se emplean técnicas de construcción industrializada y un 10 % adicional si se construye en zonas tensionadas. En municipios de menos de 10.000 habitantes pueden destinarse a la venta, pero se mantiene la protección pública.

80 Precio máximo de alquiler calculado sobre una vivienda de 85 m² útiles con garaje y trastero de 25 m². Esta es una cifra orientativa, que varía en función del tamaño de la vivienda y sus anexos, atendiendo a los precios máximos fijados en el Plan Estatal de Vivienda.

Las corporaciones locales, con importantes competencias en materia de vivienda y con una situación presupuestaria y patrimonial saneada, podrían contribuir a incrementar el parque público de vivienda.

- Las corporaciones locales (CCLL) disponían a finales de 2025 de unos 48,5 mm de euros en activos líquidos (principalmente depósitos y remanentes de tesorería), una cuantía equivalente a 2,6 pp del PIB. Si bien las CCLL tienen una capacidad de actuación presupuestaria limitada por la aplicación de la regla de gasto, estas disponen de margen de actuación en el caso de poder realizar operaciones financieras sostenibles. Además, las CCLL pueden desarrollar proyectos de vivienda asequible a partir de la articulación de distintos esquemas de operaciones financieras (por ejemplo, préstamos, aportaciones de capital o avales a sociedades con participación pública) o esquemas de colaboración público-privada cuando el diseño de estas garantice que las inversiones no suponen transferencias o pérdidas recurrentes o el riesgo de estas operaciones recaiga en la Administración Pública.
- Las CCLL podrían profundizar su participación en programas de cesión de suelo edificable o en asociaciones público-privadas (PPP) destinadas a ejecutar promociones de alquiler asequible por parte del sector privado bajo las condiciones de provisión fijadas por el sector público⁸¹. Estos esquemas debieran permitir la construcción de viviendas sin grandes desembolsos iniciales del sector público y que hubiera un importante efecto arrastre de la inversión privada que garantizara su mantenimiento y adecuada gestión, manteniéndose la titularidad pública de las viviendas.

El impulso a la construcción industrializada sería una palanca para mejorar la productividad del sector de la construcción y reducir los plazos de producción de viviendas.

- La escasa penetración de la construcción industrializada en España es uno de los factores que contribuyen a la reducción de la productividad del sector (véase epígrafe 4). Entre las iniciativas para impulsar esta actividad, en 2025 sobresale la aprobación del [PERTE de la Industrialización de la Vivienda](#). Entre los objetivos de esta política industrial destacan su contribución a la modernización del sector, mediante el aumento de su capacidad productiva y de su competitividad, y su aportación al incremento del parque de vivienda asequible. En concreto, se establece como objetivo alcanzar las 15.000 viviendas industrializadas al año, que se elevarían hasta las 20.000 anuales al final del período de ejecución.
- Este PERTE tiene una dotación de recursos de 1,3 mm de euros a 10 años (1 mm de euros para financiación y 0,3 mm de euros para la posible capitalización de empresas) con el objetivo de incrementar la dimensión de este sector. Estos recursos se articulan a través de diversos esquemas de financiación público-privada, que permiten apalancar inversión privada con un marco e instrumentos públicos. En el marco de estos esquemas, el programa estima un significativo efecto arrastre, ya que por cada euro público se movilizarían hasta 1,4 euros por parte del sector privado.

81 Véase, por el ejemplo, el diseño del [Plan 50.000 de la Generalitat de Cataluña](#).

- La construcción industrializada permitiría, de acuerdo con las estimaciones del PERTE, una reducción de tiempos de edificación en un rango entre el 20 % y el 60 %, y mejoras en la calidad de la edificación, fomentando la sostenibilidad y la eficiencia energética. Además, la valoración positiva de este tipo de actividad en las nuevas licitaciones de vivienda de alquiler asequible tendría como objetivo garantizar un volumen de demanda estable en el sector de la construcción industrializada, que le permita ganar en dimensión progresivamente.

Las políticas de oferta de vivienda debieran integrar una visión metropolitana de las áreas urbanas que tuviera en cuenta la adecuada articulación de las infraestructuras y el transporte público.

- La disponibilidad de suelo urbanizable para su edificación en España tiende a ser mayor en las periferias de las grandes áreas urbanas (véase epígrafe 4). Asimismo, el precio medio de la vivienda —tanto de compra como de alquiler— se reduce a medida que aumenta la distancia al centro de las ciudades y, con ello, los esfuerzos asociados al acceso a la vivienda. No obstante, los costes de desplazamiento son uno de los principales factores que pueden limitar el aumento de la oferta de vivienda en las periferias de las áreas urbanas.
- La literatura económica ha señalado que un adecuado diseño de las infraestructuras y el transporte público pueden contribuir a reducir los problemas de acceso a la vivienda. En concreto, una amplia y eficaz red de transporte público de ámbito metropolitano permite incrementar el tamaño potencial de las áreas urbanas, reducir la congestión e incrementar la oferta de vivienda⁸². Un mayor esfuerzo inversor en estas políticas de transporte podría contener los precios inmobiliarios y facilitar el acceso a la vivienda⁸³.

La rehabilitación de viviendas es una medida complementaria para incrementar la oferta de vivienda, si bien su alcance cuantitativo está siendo hasta la fecha menor del esperado.

- Las políticas de rehabilitación de viviendas usadas y, especialmente, las desocupadas que se encuentran en mal estado de habitabilidad son una alternativa para incrementar la oferta de vivienda residencial en el corto plazo. Esta alternativa tiene una especial relevancia en contextos como el actual, en el que existen dificultades para movilizar suelo edificable o problemas en la gestión urbanística que derivan en demoras en la construcción de nuevas viviendas.
- El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) planteaba entre sus objetivos realizar 510.000 actuaciones de rehabilitación durante su período de aplicación y alcanzar las 300.000 viviendas rehabilitadas en 2030⁸⁴. No obstante, hasta la fecha los datos sobre

82 Monte, Redding y Rossi-Hansberg (2018) analizan las ganancias de bienestar derivadas de una reducción de costes de desplazamiento a través de una mejor asignación de los trabajadores en localizaciones más productivas distintas de su lugar de residencia, donde estos trabajadores tienen menores restricciones a la disponibilidad de vivienda.

83 Véase Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (2020) para una revisión de la política de inversión en infraestructuras de transporte en España.

84 Este ambicioso objetivo se justificaba por la necesidad de mejorar las condiciones de habitabilidad y la eficiencia energética de los edificios y de las viviendas, y partía de una reducida ratio de rehabilitación estimada en el 0,1 % del parque de viviendas en España, frente al 2 % de Francia, el 1,5 % de Alemania o el 0,8 % de Italia.

visados de rehabilitación de viviendas residenciales en España no muestran un aumento significativo de esta actividad. En 2025, estos visados ascendieron a 24.500 viviendas, cifra que coincide con la del promedio anual del período 2020-2024 y es ligeramente inferior a la media anual de 26.000 viviendas rehabilitadas entre 2010 y 2019.

- El escaso dinamismo de la rehabilitación de viviendas se produce a pesar de una dotación de 3,4 mm de euros de transferencias del MRR para la rehabilitación de viviendas y edificios y la regeneración urbana de los barrios. De acuerdo con el Observatorio del PRTR de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), a finales de 2025 se habrían formalizado un 54 % de los fondos disponibles (1,8 mm de euros). Asimismo, un 85 % de los fondos que se encuentran en trámite corresponden a CCAA, y un 15 %, a CCLL.
- La baja tasa de ejecución del PRTR y la demora en la materialización de los proyectos de rehabilitación de vivienda podrían explicarse por la complejidad del modelo de gobernanza institucional y la existencia de cuellos de botella en el sector público. Distintas AAPP (CCAA y CCLL) requieren procesar miles de expedientes —tanto de comunidades de vecinos como de viviendas unifamiliares— en un contexto en el que estas AAPP tienen limitaciones de capacidad administrativa y de recursos para su tramitación.
- El Plan Estatal de Vivienda 2026-2030 establece nuevas ayudas para la rehabilitación de viviendas. Por ejemplo, se conceden subvenciones para la reforma estructural de edificios (hasta 8.000 euros por vivienda), para una rehabilitación que reduzca el consumo energético (hasta 20.500 euros por vivienda) o para la rehabilitación de viviendas que se encuentren en un casco histórico (hasta 30.000 euros). Además, se introducen ayudas de hasta 30.000 euros para la rehabilitación de viviendas que se encuentren vacías durante más de dos años. Estas viviendas deben ponerse en alquiler residencial a precio asequible en un plazo máximo de cinco años.

Los programas de cesión de viviendas para alquiler asequible y los programas públicos que cubren ciertos riesgos de los arrendadores de vivienda son medidas complementarias para incrementar la oferta.

- Las AAPP tienen competencias que permiten desarrollar esquemas de cesión de viviendas por parte de particulares para que sean destinadas al alquiler asequible⁸⁵. Estos esquemas suponen la cesión del uso de la vivienda durante un período determinado a cambio de, por ejemplo, un canon garantizado, que puede complementarse con bonificaciones tributarias. Las AAPP disponen de esa vivienda para sus programas de alquiler asequible y pueden fijar los criterios de asignación y precios que consideren, además de garantizar el buen estado del inmueble. En un contexto en el que el alquiler asequible avanza a un ritmo insuficiente, estos esquemas podrían movilizar viviendas desocupadas o aquellas viviendas destinadas a otros usos no residenciales. El Plan Estatal de Vivienda 2026-2030 contempla ayudas a los

⁸⁵ En España destacan, por ejemplo, las experiencias de los programas públicos y las cooperativas que gestionan la cesión de viviendas para alquiler social en la Comunidad Foral de Navarra y en el País Vasco.

particulares que cedan sus viviendas a las CCAA para que las pongan en alquiler a un precio máximo de 600 euros al mes⁸⁶.

- Las medidas de protección a los inquilinos, diseñadas considerando distintos criterios de vulnerabilidad social, pueden generar efectos adversos sobre la oferta de vivienda en alquiler si las AAPP no cubren determinados riesgos que afectan a los propietarios de las viviendas. En el contexto europeo existen programas de avales públicos o de aseguramiento de rentas del alquiler por parte de las AAPP que, bajo determinadas circunstancias, garantizan a los arrendadores el cobro del alquiler de manera ágil⁸⁷. Esta medida es una herramienta que puede favorecer el acceso al alquiler de jóvenes o trabajadores con un adecuado nivel de ingresos que no disponen de garantías adicionales para acceder al arrendamiento.

6.2 Políticas de mitigación de la demanda de vivienda

La efectividad de las políticas de oferta de vivienda tiene un horizonte temporal de medio y largo plazo. En un contexto de severos problemas de acceso a la vivienda, las políticas de demanda pueden tener de manera transitoria un papel de mitigación en el corto plazo, tanto para contener la demanda no residencial como para proteger a los hogares vulnerables. No obstante, el diseño de estas políticas de mitigación debe tener en cuenta los riesgos que pueden tener sus efectos sobre la oferta si estas medidas se mantienen en el tiempo sin que la oferta de vivienda residencial reaccione de manera significativa. En ese sentido, sería deseable una monitorización y la evaluación de estas medidas para examinar sus efectos y la detección temprana de los posibles riesgos.

Las regulaciones que limitan el uso no residencial de la vivienda pueden contener la demanda en zonas con problemas de acceso, si bien reducen la actividad de otros sectores económicos.

- Las AAPP han adoptado medidas de contención de la demanda de vivienda asociada a usos alternativos a los residenciales (vivienda turística y de temporada) a través de regulaciones que restringen las condiciones para el desarrollo de estas modalidades. Estas restricciones pueden mitigar el aumento de los precios en las zonas donde se concentran estas viviendas y en las que exista una elevada presión de la demanda residencial, en relación con la oferta. No obstante, en el diseño e implementación de estas medidas podrían evaluarse los efectos de estas restricciones en otros sectores de actividad, como el turismo, la restauración, el comercio o, incluso, la educación superior.
- La adquisición de vivienda por parte de no residentes e inversores institucionales es un componente relevante de la demanda de vivienda que contribuye a aumentar sus precios en mercados tensionados (véase epígrafe 4). A escala internacional, se ha documentado el efecto de esta demanda sobre los precios (véase epígrafe 4) y existe evidencia sobre los

⁸⁶ Esta ayuda asciende a 17.000 euros y alcanzaría los 25.000 euros en zonas tensionadas. A esta cuantía se pueden añadir 12.000 euros para financiar obras de reforma o rehabilitación de las viviendas cedidas.

⁸⁷ Véase, por ejemplo, la experiencia del programa [Visale](#) en Francia.

efectos que en determinados mercados han tenido medidas que han limitado o desincentivado estas adquisiciones⁸⁸.

Las medidas fiscales de apoyo a la demanda de alquiler o la compra de vivienda pueden ser poco efectivas en ámbitos territoriales con una oferta rígida.

- Las distintas AAPP han adoptado esquemas de apoyo a la demanda de vivienda a través de distintas herramientas de política fiscal. Entre las más destacadas se encuentran los beneficios fiscales en el impuesto sobre la renta personal —tanto a la compra como al alquiler de vivienda— o los bonos y las transferencias a los inquilinos destinados a sufragar el alquiler.
- Estas actuaciones fiscales pueden perder eficacia en aquellos contextos en los que la oferta de vivienda es rígida. La literatura económica documenta que las políticas de apoyo a la demanda se trasladan, en función de la inelasticidad de la oferta, a unos mayores precios y los recursos públicos se transfieren a la oferta⁸⁹. La traslación a precios puede no observarse en, por ejemplo, los contratos vigentes de alquiler, pero se reflejaría en la fijación de los precios de los nuevos contratos en aquellas zonas con oferta rígida⁹⁰.

Los programas de avales públicos para facilitar la compra de vivienda pueden tener un impacto limitado en las zonas con mayores problemas de acceso sin mejoras en la capacidad económica de los hogares.

- Los avales públicos para la adquisición de vivienda con recurso al crédito hipotecario tienen como objetivo reducir la restricción de ahorro de los potenciales compradores y facilitar la concesión de hipotecas. No obstante, este tipo de medidas suelen vincularse a que la adquisición de vivienda no supere ciertos niveles de precios definidos en amplios ámbitos territoriales como las CCAA. Además, esta medida no reduce la restricción de renta de los hogares, que se vería incrementada al aumentar la ratio DSTI de los solicitantes de crédito sin ahorro. De ese modo, la efectividad de este tipo de medidas es cuantitativamente limitada en aquellas áreas urbanas tensionadas, donde los precios son más elevados que el límite promedio fijado a nivel de comunidad autónoma y donde los hogares deben realizar mayores esfuerzos para adquirir una vivienda.

Los controles de precios del alquiler y la protección contractual de los inquilinos limitan las situaciones de vulnerabilidad, pero su diseño debe considerar la posible aparición de efectos no

88 Gorback y Keys (2026) documentan como el incremento de impuestos a los compradores de vivienda extranjeros en diversos países modificó los flujos de capital hacia Estados Unidos y los precios de la vivienda en las ciudades norteamericanas en función de la distribución de población de origen extranjero en estas ciudades. Francke, Hans, Korevaar y Bekkum (2023) muestran como las limitaciones a la compra de vivienda de extranjeros en los Países Bajos sustituyeron esa demanda por la nacional sin afectar a los precios de compra, pero aumentando el de los alquileres.

89 La traslación de las ayudas fiscales al precio del alquiler ha sido documentada, por ejemplo, por Susin (2002) para Estados Unidos, Gibbons y Manning (2006) para el Reino Unido, y Laferrère y Le Blanc (2004) y Fack (2006) para Francia.

90 Carozzi, Hilber y Yu (2024) examinan los programas públicos de ayuda a la compra (*Help to Buy*) en el Reino Unido en forma de préstamos del 20 % para la compra de vivienda (40 % en Londres y su área metropolitana). Estas políticas de apoyo a la demanda ocasionaron un aumento de los precios de la vivienda en el área urbana de Londres, sin aumentar la oferta ni reducir los problemas de acceso.

deseados sobre la oferta cuando estas medidas persisten en el tiempo sin actuaciones efectivas sobre la oferta.

- Los controles de precios que limitan los niveles nominales de precios del alquiler residencial tienen como objetivo contener el esfuerzo que realizan los hogares en alquiler y reducir las situaciones de vulnerabilidad. Si bien este tipo de medidas son especialmente efectivas en el corto plazo para reducir el esfuerzo de aquellos inquilinos con contratos vigentes, deben evaluarse los riesgos de que surjan efectos no deseados asociados con estos controles, identificados por la literatura económica y la evidencia internacional⁹¹. Asimismo, en contextos de incertidumbre y volatilidad en los precios del alquiler, otras medidas destinadas a proteger las condiciones contractuales de los inquilinos —como la duración de los contratos o las condiciones para su extensión— pueden generar ganancias de bienestar por el aseguramiento de los hogares con menores ingresos⁹².
- Los controles que se sostienen en el tiempo suponen una disminución de la renta real de los propietarios de vivienda. Esta reducción afecta a los incentivos a la inversión residencial y con ella disminuiría la oferta de nuevas viviendas en alquiler en relación con una situación en la que estos controles de precios no se aplican. Este efecto sobre la oferta también podría dar lugar al desplazamiento de viviendas a otros usos alternativos (turístico o de temporada) o a la venta de estas viviendas. Al mismo tiempo, la fijación de precios máximos puede incentivar incrementos de los precios de los contratos que se encuentran por debajo de los máximos regulatorios⁹³ y de los nuevos contratos en segmentos del mercado no regulados. En el caso de que se materializaran estos riesgos, las ganancias de bienestar de corto plazo sobre los hogares vulnerables debidas a los controles de precios se verían compensadas por pérdidas de bienestar a medio y largo plazo.

91 Véanse, para el caso de Estados Unidos, por ejemplo, Sims (2007), Autor, Palmer y Pathak (2014) y Diamond, McQuade y Qian (2019), y, para la reciente experiencia de control de precios en Alemania, los estudios que documentan incrementos de precios en zonas no reguladas —Mense, Michelsen y Kholodilin (2023)— o menores impactos en los precios de las zonas con menores niveles de renta —Breidenbach, Eilers y Fries (2022)—.

92 Véase, para un análisis de las posibles ganancias de bienestar, Favilukis, Mabilie y Nieuwerburgh (2023). Estas ganancias, asociadas a una mayor protección de las condiciones de los inquilinos, podrían tener también efectos adversos por la disminución de la movilidad de estos colectivos (Bingley y Walker, 2001; Jacob y Ludwig, 2012).

93 Monràs y García-Montalvo (2022) documentan que los controles de precios en Cataluña entre 2020 y 2021 disminuyeron el alquiler medio por la reducción de los precios superiores a los de referencia, si bien aumentaron aquellos por debajo del umbral regulatorio. Jofre-Monseny, Martínez-Mazza y Segú (2023) encuentran para esta experiencia de controles de precios en Cataluña una reducción entre un 4 % y un 6 % del precio del alquiler, que, en el corto plazo, no habría tenido un efecto sobre la oferta de viviendas en alquiler.

Bibliografía

- Alves, Pana, Carmen Broto, María Gil y Matías Lamas. (2023). "Indicadores de riesgos y vulnerabilidades en el mercado de la vivienda en España". Documentos Ocasionales, 2314, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/33154>
- Anghel, Brindusa, Henrique Basso, Olympia Bover, José María Casado, Laura Hospido, Mario Izquierdo, Ivan A. Kataryniuk, Aitor Lacuesta, José Manuel Montero y Elena Vozmediano. (2018). "Income, consumption and wealth inequality in Spain". *SERIEs*, 9(4), pp. 351-387. <https://doi.org/10.1007/s13209-018-0185-1>
- Atalay, Kadir, Ang Li y Stephen Whelan. (2021). "Housing wealth, fertility intentions and fertility". *Journal of Housing Economics*, 54, 101787. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2021.101787>
- Autor, David H., Christopher J. Palmer y Parag A. Pathak. (2014). "Housing market spillovers: evidence from the end of rent control in Cambridge, Massachusetts". *Journal of Political Economy*, 122(3), pp. 661-717. <https://doi.org/10.1086/675536>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2020). "Infraestructuras de Transporte". *Evaluación del gasto público 2019*. <https://www.airef.es/wp-content/uploads/2020/09/INFRAESTRUCTURAS/200730.-INFRAESTRUCTURAS.-ESTUDIO.pdf>
- Badarinza, Cristian, y Tarun Ramadorai. (2018). "Home away from home? Foreign demand and London house prices". *Journal of Financial Economics*, 130(3), pp. 532-555. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.07.010>
- 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. 204-300. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36492>
- Banco de España. (2025). *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2025*. <https://doi.org/10.53479/41427>
- Banco de España. (2026). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2026*. <https://doi.org/10.53479/43187>
- Battistini, Niccolò, y Johannes Gareis. (2024). "Housing investment and the user cost of housing in the euro area". *Economic Bulletin*, 3, European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2024/html/ecb.ebbox2024_03_04~c293f1d1ae.en.html
- Bingley, Paul, y Ian Walker. (2001). "Housing subsidies and work incentives in Great Britain". *The Economic Journal*, 111(471), pp. C86-C103. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00621>
- Blanchflower, David G., y Andrew J. Oswald. (2013). "Does High Home-Ownership Impair the Labor Market?". NBER Working Paper Series, 19079, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w19079>
- Breidenbach, Philipp, Lea Eilers y Jan Fries. (2022). "Temporal dynamics of rent regulations – The case of the German rent control". *Regional Science and Urban Economics*, 92, 103737. <https://doi.org/10.1016/j.regsciurbeco.2021.103737>
- Budí-Ors (2026). "The Life-Cycle of Firms and the Productivity Advantages of Large Cities". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Caldera, Aida, y Asa Johansson. (2013). "The price responsiveness of housing supply in OECD countries". *Journal of Housing Economics*, 22(3), pp. 231-249. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2013.05.002>
- Cardoso, Miguel, Rafael Doménech y Félix Lores. (2026). "Rentabilidad e inversión en el sector de la construcción en España". *Información Comercial Española, Revista de Economía*, 942. <https://doi.org/10.32796/ice.2026.942.7966>
- Carozzi, Felipe, Christian A. L. Hilber y Xiaolun Yu. (2024). "On the economic impacts of mortgage credit expansion policies: Evidence from help to buy". *Journal of Urban Economics*, 139, 103611. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2023.103611>
- Causa, Orsetta, y Jacob Pichelmann. (2020). "Should I stay or should I go? Housing and residential mobility across OECD countries". OECD Economics Department Working Papers, 1626, Organization for Economic Co-operation and Development. [https://one.oecd.org/document/ECO/WKP\(2020\)34/En/pdf](https://one.oecd.org/document/ECO/WKP(2020)34/En/pdf)
- Cavalleri, Maria Chiara, Boris Cournède y Ezgi Özsöğüt. (2019). "How responsive are housing markets in the OECD? National level estimates". OECD Economics Department Working Papers, 1589. <https://doi.org/10.1787/4777e29a-en>
- Chetty, Raj, Nathaniel Hendren y Lawrence F. Katz. (2016). "The Effects of Exposure to Better Neighborhoods on Children: New Evidence from the Moving to Opportunity Experiment". *American Economic Review*, 106(4), pp. 855-902. <https://doi.org/10.1257/aer.20150572>
- Chetty, Raj, y Nathaniel Hendren. (2018). "The impacts of neighborhoods on intergenerational mobility I: Childhood exposure effects". *The Quarterly Journal of Economics*, 133(3), pp. 1107-1162. <https://doi.org/10.1093/qje/qjy007>

- Cloyne, James, Clodomiro Ferreira y Paolo Surico. (2020). "Monetary Policy when Households have Debt: New Evidence on the Transmission Mechanism". *The Review of Economic Studies*, 87(1), pp. 102-129. <https://doi.org/10.1093/restud/rdy074>
- Colliers y Asociación de Promotores y Constructores de España. (2024). "Necesidad de suelo en España 2024". https://apce.es/wp-content/uploads/2024/11/Informe-Necesidad-de-suelo-en-Espana-2024_Nov-2024_compressed.pdf
- Comin, Diego, Javier Quintana, Tom Schmitz y Antonella Trigari. (2025). "Revisiting Productivity Dynamics in Europe: A New Measure of Utilization-Adjusted TFP Growth". *Journal of the European Economic Association*, 23(4), pp. 1598-1633. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvaf003>
- Couture, Victor, Cecile Gaubert, Jessie Handbury y Erik Hurst. (2024). "Income growth and the distributional effects of urban spatial sorting". *The Review of Economic Studies*, 91(2), pp. 858-898. <https://doi.org/10.1093/restud/rdad048>
- Coven, Joshua. (2025). "The Impact of Institutional Investors on Homeownership and Neighborhood Access". <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4554831>
- Curci, Federico, Dmitry Khametshin y David López-Rodríguez. (2026a). "The Spatial Concentration of Housing Markets in Spain". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Curci, Federico, Dmitry Khametshin y David López-Rodríguez. (2026b). "Housing Affordability and Spatial Reallocation of Labor". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- D'Amico, Leonardo, Edward L. Glaeser, Joseph Gyourko, William R. Kerr y Giacomo A. M. Ponzetto. (2024). "Why Has Construction Productivity Stagnated? The Role of Land-Use Regulation". *NBER Working Paper*, 33188. <https://doi.org/10.3386/w33188>
- De la Roca, Jorge, y Diego Puga. (2017). "Learning by working in big cities". *The Review of Economic Studies*, 84(1), pp. 106-142. <https://doi.org/10.1093/restud/rdw031>
- Dettling, Lisa J., y Melissa S. Kearney. (2014). "House prices and birth rates: The impact of the real estate market on the decision to have a baby". *Journal of Public Economics*, 110, pp. 82-100. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2013.09.009>
- Diamond, Rebecca. (2016). "The determinants and welfare implications of US workers' diverging location choices by skill: 1980-2000". *American Economic Review*, 106(3), 479-524. <https://doi.org/10.1257/aer.20131706>
- Diamond, Rebecca, Tim McQuade y Franklin Qian. (2019). "The effects of rent control expansion on tenants, landlords, and inequality: evidence from San Francisco". *American Economic Review*, 109(9), pp. 3365-3394. <https://doi.org/10.1257/aer.20181289>
- Diamond, Rebecca, y Enrico Moretti. (2021). "Where is Standard of Living the Highest? Local Prices and the Geography of Consumption". NBER Working Paper Series, 29533, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w29533>
- Eurostat. (2019). *Methodological manual on territorial typologies – 2018 edition*. Publications Office. <https://doi.org/10.2785/930137>
- Eurostat. (2026a). "EU statistics on income and living conditions". <https://ec.europa.eu/eurostat/web/income-and-living-conditions/database>
- Eurostat. (2026b). "Statistical Atlas". https://ec.europa.eu/eurostat/statistical-atlas/?lcis=totalPop21&style=gridviz/total-population-21/light&mpc=1&bl=true&mids=Roads,EURONYM,BORDERS,totalPop21&o=1,1,0,7,1&ch=CENSUS,CH_CENSUS_POP,CH_CENSUS_AGE¢er=52.10785,23.49586,4&
- Eurostat. (2026c). "Population density by metropolitan region". https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/MET_D3DENS__custom_11725264/default/table?lang=en
- Fack, Gabrielle. (2006). "Are housing benefit an effective way to redistribute income? Evidence from a natural experiment in France". *Labour Economics*, 13(6), pp. 747-771. <https://doi.org/10.1016/j.labeco.2006.01.001>
- Favilukis, Jack, Pierre Mabilly y Stijn van Nieuwerburgh. (2023). "Affordable Housing and City Welfare". *Review of Economic Studies*, 90(1), pp. 293-330. <https://doi.org/10.1093/restud/rdac024>
- Francke, Mark, Lianne Hans, Matthijs Korevaar y Sjoerd van Bekkum. (2023). "Buy-to-Live vs. Buy-to-Let: The Impact of Real Estate Investors on Housing Costs and Neighborhoods". Working Paper Erasmus University Rotterdam. <https://www.eur.nl/en/media/2023-06-paper-impact-real-estate-investors-housing-costs-and-neighborhoods>
- Ganong, Peter, y Daniel Shoag. (2017). "Why has regional income convergence in the U.S. declined?". *Journal of Urban Economics*, 102, pp. 76-90. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2017.07.002>

- García-López, Miquel-Àngel, Jordi Jofre-Monseny, Rodrigo Martínez-Mazza y Mariona Segú. (2020). "Do short-term rental platforms affect housing markets? Evidence from Airbnb in Barcelona". *Journal of Urban Economics*, 119, 103278. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2020.103278>
- García, Daniel, y Raven Molloy. (2025). "Reexamining Lackluster Productivity Growth in Construction". *Finance and Economics Discussion Series (FEDS)*, Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/can-measurement-error-explain-slow-productivity-growth-in-construction.htm>
- Gareis, Johannes. (2026). "The fundamental drivers of recent developments in euro area housing investment". *Economic Bulletin*, 1, European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2026/html/ecb.ebbox202601_04~ff6f689474.en.html
- Gibbons, Stephen, y Alan Manning. (2006). "The incidence of UK housing benefit: Evidence from the 1990s reforms". *Journal of Public Economics*, 90(4), pp. 799-822. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2005.01.002>
- Goehausen, Johannes, y Stephan L. Thomsen. (2024). "Early Career Effects of Entering the Labor Market During Higher Education Expansion". IZA Discussion Papers 17487, IZA Network at LISER. <https://www.iza.org/publications/dp/17487/early-career-effects-of-entering-the-labor-market-during-higher-education-expansion>
- Goolsbee, Austan, y Chad Syverson. (2025). "The Strange and Awful Path of Productivity in the US Construction Sector". En *Technology, Productivity, and Economic Growth*. University of Chicago Press. <https://www.nber.org/books-and-chapters/technology-productivity-and-economic-growth/strange-and-awful-path-productivity-us-construction-sector>.
- Gorback, Caitlin S., y Benjamin J. Keys. (2026). "Global Capital and Local Assets: House Prices, Quantities, and Elasticities". *The Review of Economic Studies*. En prensa. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhag040>
- Hsieh, Chang-Tai, y Enrico Moretti. (2019). "Housing constraints and spatial misallocation". *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(2), pp. 1-39. <https://doi.org/10.1257/mac.20170388>
- Iacoviello, Matteo. (2005). "House Prices, Borrowing Constraints, and Monetary Policy in the Business Cycle". *American Economic Review*, 95(3), pp. 739-764. <https://doi.org/10.1257/0002828054201477>
- Instituto Nacional de Estadística. (2013). Censo de Población y Viviendas 2011. https://www.ine.es/censos2011_datos/cen11_datos_inicio.htm
- Instituto Nacional de Estadística. (2023). Censo de Población y Viviendas 2021. <https://www.ine.es/censos2021/>
- Instituto Nacional de Estadística. (2026a). Estadística continua de población. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177095&menu=ultiDatos&idp=1254735572981
- Instituto Nacional de Estadística. (2026b). Encuesta de Condiciones de Vida. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176807&menu=ultiDatos&idp=1254735976608
- Instituto Nacional de Estadística. (2026c). Estadística experimental. Índice de Precios de la Vivienda en Alquiler (IPVA). https://www.ine.es/experimental/ipva/experimental_precios_vivienda_alquiler.htm
- Instituto Nacional de Estadística. (2026d). Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad. https://www.ine.es/experimental/viv_turistica/experimental_viv_turistica.htm
- Instituto Nacional de Estadística. (2026e). Estadística de migraciones y cambios de residencia. https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736177098&menu=ultiDatos&idp=1254735573002
- Jacob, Brian A., y Jens Ludwig. (2012). "The effects of housing assistance on labor supply: evidence from a voucher lottery". *American Economic Review*, 102(1), pp. 272-304. <https://doi.org/10.1257/aer.102.1.272>
- Jofre-Monseny, Jordi, Rodrigo Martínez-Mazza y Mariona Segú. (2023). "Effectiveness and supply effects of high-coverage rent control policies". *Regional Science and Urban Economics*, 101, 103916. <https://doi.org/10.1016/j.regsciurbeco.2023.103916>
- Jordà, Òscar, Moritz Schularick y Alan M. Taylor. (2016). "The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles". *Economic Policy*, 31(85), pp. 107-152. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiv017>
- Khametshin, Dmitry, David López-Rodríguez y Luis Pérez. (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>
- Koga, Maiko, y Kohei Matsumura. (2020). "Marginal Propensity to Consume and the Housing Choice". Bank of Japan Working Paper Series, 20-E-3, Bank of Japan. https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2020/data/wp20e03.pdf

- Koster, Hans R. A., Jos van Ommeren y Nicolas Volkhausen. (2021). "Short-term rentals and the housing market: Quasi-experimental evidence from Airbnb in Los Angeles". *Journal of Urban Economics*, 124, 103356. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2021.103356>
- Laferrère, Anne, y David Le Blanc. (2004). "How do housing allowances affect rents? An empirical analysis of the French case". *Journal of Housing Economics*, 13(1), pp. 36-67. <https://doi.org/10.1016/j.jhe.2004.02.001>
- Lajer, Andrés, 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>
- López-Rodríguez, David, y María de los Llanos Matea. (2020). "La intervención pública en el mercado del alquiler de vivienda: una revisión de la experiencia internacional". Documentos Ocasionales, 2002, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10448>
- Mense, Andreas, Claus Michelsen y Konstantin A. Kholodilin. (2023). "Rent control, market segmentation, and misallocation: causal evidence from a large-scale policy intervention". *Journal of Urban Economics*, 134, 103513. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2022.103513>
- Mian, Atif, Amir Sufi y Emil Verner. (2017). "Household Debt and Business Cycles Worldwide". *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp. 1755-1817. <https://ideas.repec.org/a/oup/qjecon/v132y2017i4p1755-1817..html>
- Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana. (2026). "Sistema estatal de referencia del precio del alquiler de vivienda". <https://www.mivau.gob.es/vivienda/alquila-bien-es-tu-derecho/serpavi>
- Monràs, Joan, y José García-Montalvo. (2022). "The effect of second generation rent controls: new evidence from Catalonia". Working Papers, 1345, Barcelona School of Economics. <https://bse.eu/research/working-papers/effect-second-generation-rent-controls-new-evidence-catalonia>
- Monte, Ferdinando, Stephen J. Redding y Esteban Rossi-Hansberg. (2018). "Commuting, migration, and local employment elasticities". *American Economic Review*, 108(12), pp. 3855-3890. <https://doi.org/10.1257/aer.20151507>
- Moretti, Enrico. (2013). "Real wage inequality". *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(1), pp. 65-103. <https://doi.org/10.1257/app.5.1.65>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2026a). "OECD Affordable Housing Database". <https://www.oecd.org/en/data/datasets/oecd-affordable-housing-database.html>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2026b). "OECD Analytical house price indicators". <https://www.oecd.org/en/data/indicators/housing-prices.html>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2026c). "Population and built-up density - Cities and FUAs". https://db.nomics.world/OECD/DSD_FUA_TERR@DF_DENSITY
- Porcher, Charlie, Hannah Rubinton y Clara Santamaría. (2023). "JUE Insight: The role of establishment size in the city-size earnings premium". *Journal of Urban Economics*, 136, 103556. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2023.103556>
- Sá, Filipa. (2025). "The effect of foreign investors on local housing markets: evidence from the UK". *Journal of Economic Geography*, 25(3), pp. 329-349. <https://doi.org/10.1093/jeg/lbae043>
- San Juan, Lucio. (2023). "El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda, y su relación con los precios". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 09. <https://doi.org/10.53479/30189>
- Sims, David P. (2007). "Out of control: What can we learn from the end of Massachusetts rent control?". *Journal of Urban Economics*, 61(1), pp. 129-151. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2006.06.004>
- Susin, Scott. (2002). "Rent vouchers and the price of low-income housing". *Journal of Public Economics*, 83(1), pp. 109-152. [https://doi.org/10.1016/S0047-2727\(01\)00081-0](https://doi.org/10.1016/S0047-2727(01)00081-0)
- Yeh, Chen. (2025). "Five Decades of Decline: U.S. Construction Sector Productivity". Federal Reserve Bank of Richmond Economic Brief, 25-31. https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2025/eb_25-31

Recuadro 2.1

HETEROGENEIDAD EN EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LAS GRANDES ÁREAS URBANAS DE ESPAÑA: UNA PRIMERA APROXIMACIÓN BASADA EN UN ÍNDICE DE VENTAS REPETIDAS

La disponibilidad de datos granulares sobre compraventas de vivienda permite calcular indicadores del precio de la vivienda, tanto de sus importes medios como en términos de metro cuadrado, para distintos ámbitos geográficos. Estas métricas pueden ser informativas del precio promedio de las transacciones de vivienda en un período y una localización geográfica concretos. No obstante, este tipo de indicadores están sujetos a sesgos si se usan para medir la evolución del precio de la vivienda en diferentes momentos del tiempo y no se consideran las distintas características de las viviendas transaccionadas. En este recuadro se presentan los resultados experimentales de un índice de precios de la vivienda usada, basado en la metodología de ventas repetidas —o índice Case-Shiller—, que proporciona una medición alternativa de la evolución de los precios de la vivienda para las seis grandes áreas urbanas de mayor dimensión de España durante el período de recuperación del mercado de la vivienda entre 2014 y 2024. Este índice se construye a partir de la información granular sobre las compraventas de vivienda y sus características, digitalizada desde el año 2007 por el Consejo General del Notariado.

El cálculo de la variación del precio de la vivienda a partir de los precios medios por metro cuadrado de distintos años puede ser poco informativo de la evolución del precio de la vivienda si no se efectúa un tratamiento estadístico. El principal problema radica en que la composición de las viviendas transaccionadas con las que se calculan los precios medios cambia en el tiempo y en el espacio. Por ejemplo, si en un año se transacciona una mayor proporción de viviendas de menor calidad, el precio medio podría crecer menos que si se calculan las diferencias de los precios de viviendas con características comparables. Del mismo modo, si aumenta la proporción de compraventas en zonas geográficas con una mayor renta, el precio medio para el conjunto de un territorio se podría incrementar en una mayor cuantía que el aumento del precio en las zonas con mayor renta. Por lo tanto, el cálculo de tasas de variación a partir de indicadores de precios medios por metro cuadrado mezcla cambios en los precios con cambios en la composición de las viviendas transaccionadas.

El Instituto Nacional de Estadística elabora el [índice de precios de la vivienda \(IPV\)](#) con el objetivo de medir adecuadamente la evolución de los precios de compraventa de las viviendas de precio libre, tanto nuevas como de segunda mano, a lo largo del tiempo. Este índice está disponible con frecuencia trimestral desde 2007 para todas las comunidades autónomas y el conjunto de España. La metodología adoptada por el IPV combina la agrupación de viviendas con características comunes (estratificación) y modelos de regresiones hedónicas que permiten controlar por las características observables de las viviendas. Esta aproximación metodológica calcula la variación de los precios manteniendo fijas las características observables de las viviendas y ponderando las distintas tipologías de viviendas (estratos) en función de su peso relativo en el gasto total en vivienda¹. Este índice es el más adecuado para medir la evolución del precio de la vivienda en España y fija la composición de las viviendas en función de sus características observadas. No obstante, no se dispone de este tipo de índices de precios para unidades geográficas de ámbito local, como municipios o áreas urbanas.

La literatura de índices de precios ha propuesto métodos alternativos para proporcionar una adecuada medición de la variación de los precios de la vivienda. En este recuadro se exponen los resultados experimentales para las grandes áreas urbanas de España de una de estas alternativas: un índice de ventas repetidas del tipo Case-Shiller. Esta aproximación se basa en calcular diferencias de precios de la misma vivienda cuya venta se repite en el tiempo y posteriormente agregar la información de los cambios en los precios de todas las ventas repetidas en un mercado. La comparación del precio de una misma vivienda en distintos momentos del tiempo permite controlar por la calidad o las características de la vivienda —incluidas aquellas complejas o imposibles de medir— que no varían en el tiempo. Esta aproximación, al controlar por estas características, tiene como principal ventaja limitar los potenciales sesgos causados por cambios en la composición de las viviendas, además de la simplicidad de su implementación, al reducir la necesidad de supuestos y de datos sobre las características de las viviendas².

1 El [diseño metodológico del IPV](#) se realiza de acuerdo con el indicador de precios de la vivienda armonizado de la Unión Europea (*House Price Index*), coordinado por Eurostat. El IPV es un índice de Laspeyres encadenado que pondera las viviendas con características comunes de acuerdo con el peso relativo de estas viviendas en el gasto total en los dos años previos.

2 Véanse, para detalles metodológicos, Karl E. Case y Robert J. Shiller. (1987). "Prices of single family homes since 1970: New indexes for four cities". *New England Economic Review*, September/October, pp. 45-56; Karl E. Case y Robert J. Shiller. (1989). "The Efficiency of the Market for Single-Family Homes". *American Economic Review*, 79(1), pp. 125-137, y Jan de Haan. (2013). "Repeat Sales Methods". En *Handbook on Residential Property Price Indices (RPPIs)*. Fondo Monetario Internacional.

Recuadro 2.1

HETEROGENEIDAD EN EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LAS GRANDES ÁREAS URBANAS DE ESPAÑA: UNA PRIMERA APROXIMACIÓN BASADA EN UN ÍNDICE DE VENTAS REPETIDAS (cont.)

No obstante, este método también presenta limitaciones, entre las que destacan las siguientes: i) la necesidad de series de compraventas largas que permitan identificar un número de ventas repetidas que garantice la robustez estadística del índice, ya que en mercados con poca liquidez —número reducido de reventas de vivienda— el índice puede ser más volátil y menos fiable³; ii) la infrarrepresentación de las viviendas nuevas en la medición de los precios; iii) la dificultad de realizar ajustes que capturen el efecto en los precios de la depreciación o de las reformas de las viviendas, o iv) un posible sesgo al alza en la medición de los precios de la vivienda en fases alcistas y una mayor volatilidad a corto plazo por la selección de viviendas que se revenden en los mercados más dinámicos⁴.

El índice de ventas repetidas calculado para este recuadro realiza una serie de supuestos y ajustes para reducir sus posibles sesgos. En concreto, el índice se calcula para las viviendas libres colectivas —no se incluyen las viviendas protegidas ni las unifamiliares, cuya muestra es menor—, y se eliminan valores atípicos⁵ y ventas repetidas en un período inferior al año con el fin de mitigar sesgos por cambios en la calidad no observada de las viviendas. El cálculo del índice se realiza a partir de la estimación estándar de una especificación basada en la variación logarítmica del precio entre dos ventas de una misma vivienda y la inclusión de indicadores del período de venta actual y del anterior⁶. Esta serie se deflacta con el IPC para disponer de una serie en términos reales.

En el gráfico 1 se muestra la variación anual de los precios reales de la vivienda en España entre 2014 y 2024 estimada según el método de ventas repetidas Case-Shiller.

En promedio, durante este período la tasa de variación de los precios de la vivienda ajustada por la inflación es del 4,7 %. Este crecimiento de los precios supera el aumento del precio medio por metro cuadrado no ajustado por efectos composición⁷. Este diferencial indicaría que se habrían producido cambios relevantes en la composición de las viviendas transaccionadas tanto en el tiempo como en la geografía, cuya omisión sesgaría a la baja el crecimiento de los precios de la vivienda. Entre las posibles causas que explicarían esta divergencia se encontrarían mecanismos de ajuste en la calidad de las viviendas que adquieren los hogares en fases alcistas de los precios, como, por ejemplo, una mayor proporción de compras de vivienda en municipios de áreas urbanas más alejados de sus centros con el objetivo de reducir el importe medio de las compras de vivienda.

La riqueza de los datos granulares disponibles permite calcular índices de precios Case-Shiller para las áreas urbanas con una mayor actividad del mercado inmobiliario, en las que se identifica un número suficiente de ventas repetidas. En este recuadro se discuten los resultados para las áreas urbanas de Madrid, Barcelona, València, Sevilla, Málaga y Zaragoza⁸. Cabe enfatizar el carácter experimental de estos indicadores, especialmente en las áreas urbanas donde se dispone de un menor número de transacciones para estimar los índices de precios y en las que los intervalos de confianza de la estimación puntual presentan una mayor magnitud. En el gráfico 2 se recoge el crecimiento anual promedio de los precios reales de la muestra de viviendas repetidas en las seis áreas urbanas en el período 2014-2024.

3 Los datos granulares de transacciones empiezan en 2007, pero los resultados se reportan solo para el período de recuperación 2014-2024, para el que existe un tamaño muestral que permite estimar estos índices de precios con fiabilidad estadística.

4 Véanse Nancy E. Wallace y Richard A. Meese. (1997). "The construction of residential housing price indices: a comparison of repeat-sales, hedonic-regression, and hybrid approaches". *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 14(1), pp. 51-73; Eric Ghysels, Alberto Plazzi, Rossen Valkanov y Walter Torous. (2013). "Forecasting real estate prices". *Handbook of Economic Forecasting*, 2, pp. 509-580, y Mick Silver. (2016). "How to better measure hedonic residential property price indexes". IMF Working Papers, 16/213.

5 No se consideran las observaciones correspondientes al 1 % más alto y al 1 % más bajo de los cambios de precios para cada período que transcurre entre ventas repetidas y para cada ámbito geográfico. Asimismo, se eliminan las observaciones con un precio por metro cuadrado situadas por debajo o por encima de los percentiles 1 y 99 de los valores observados a nivel de provincia en la que se localiza la vivienda en los 12 meses previos a la transacción.

6 Estos últimos se incluyen con signo negativo. Véase, por ejemplo, Jan de Haan. (2013). "Repeat Sales Methods". En *Handbook on Residential Property Price Indices (RPPIs)*. Fondo Monetario Internacional.

7 En el período 2014-2024, la tasa de variación anual del precio medio real por metro cuadrado de la vivienda colectiva, sin realizar ajustes por composición, ascendió en promedio al 2,1 % en la población de transacciones y al 3,3 % cuando se restringe la muestra a las ventas repetidas.

8 La proporción promedio de las transacciones incluidas en la muestra de ventas repetidas sobre el total de las transacciones de las áreas urbanas varía entre el 8,2 % de Madrid y el 11,9 % de València, con un 8,9 % para el total de la muestra de ventas repetidas. Esta proporción aumenta con el tiempo y alcanza el 20,1 % en 2024, con niveles similares en las áreas urbanas analizadas en este recuadro. En términos absolutos, el número total de ventas repetidas alcanza las 23.000 en promedio anual y las 70.000 en 2024 —de las que el máximo en las áreas urbanas consideradas corresponde a las 10.000 de Madrid y el mínimo a las 1.000 de Zaragoza—.

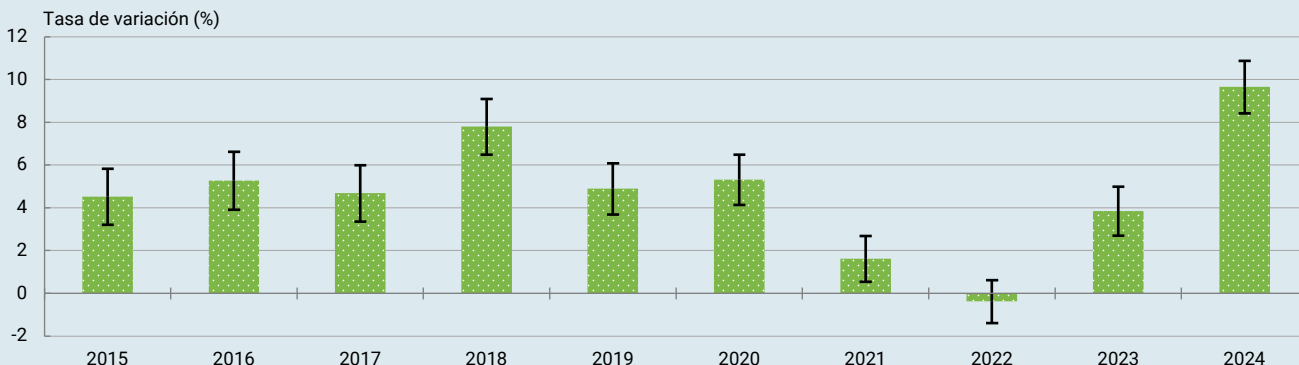
Recuadro 2.1

HETEROGENEIDAD EN EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LAS GRANDES ÁREAS URBANAS DE ESPAÑA: UNA PRIMERA APROXIMACIÓN BASADA EN UN ÍNDICE DE VENTAS REPETIDAS (cont.)

Gráfico 1

La estimación del crecimiento del precio real de la vivienda desde 2015 es mayor cuando se consideran las características de las viviendas

1.a Crecimiento anual del índice de precios reales de la vivienda Case-Shiller para España (a) (b)



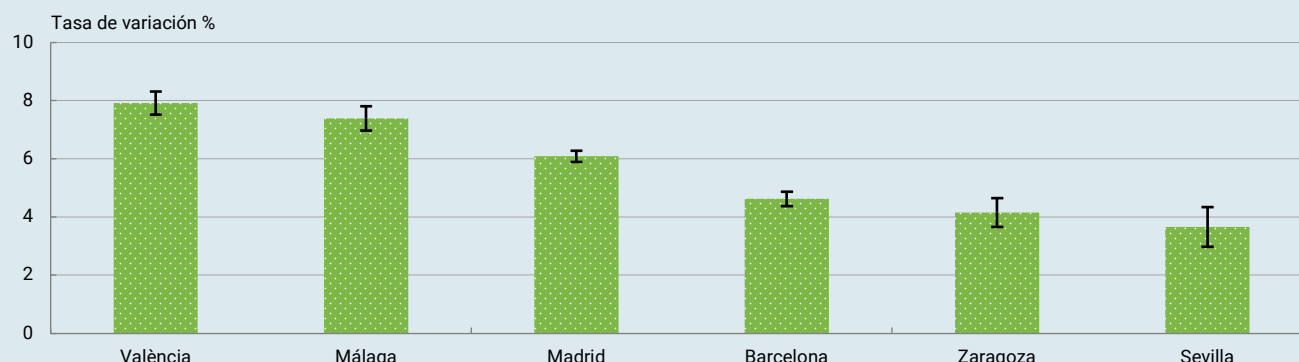
FUENTE: Banco de España con datos del Consejo General del Notariado.

- a El índice Case-Shiller se estima a partir de observaciones de ventas repetidas de una misma vivienda. Para cada inmueble, se calcula la diferencia logarítmica entre el precio de la transacción actual y el de la transacción anterior y se estima una regresión sobre efectos temporales, utilizando ponderaciones inversamente relacionadas con la varianza predicha del término de error, en función del tiempo transcurrido entre ambas ventas. La muestra incluye exclusivamente viviendas libres de tipología colectiva y excluye las reventas con un intervalo inferior a un año entre transacciones, así como los valores atípicos. La estimación se realiza con datos correspondientes al período 2007-2024. El índice se deflacta utilizando el IPC.
- b Los errores estándar y los intervalos de confianza al 95% del índice de precios están calculados utilizando *clustering* por distrito donde se localiza la vivienda y año de transacción.

Gráfico 2

La evolución de los precios de la vivienda muestra una elevada heterogeneidad entre áreas urbanas

2.a Tasa de crecimiento medio anual del índice de precios reales de la vivienda Case-Shiller en 2014-2024 (a) (b)



FUENTE: Banco de España con datos del Consejo General del Notariado.

- a Para cada área urbana, el índice se estima aplicando la metodología de ventas repetidas descrita en el gráfico 1, pero restringiendo la muestra a las observaciones correspondientes a dicha área.
- b Los errores estándar y los intervalos de confianza al 95% del índice de precios están calculados utilizando *clustering* por distrito donde se localiza la vivienda y año de transacción.

Recuadro 2.1

HETEROGENEIDAD EN EL CRECIMIENTO DEL PRECIO DE LA VIVIENDA EN LAS GRANDES ÁREAS URBANAS DE ESPAÑA: UNA PRIMERA APROXIMACIÓN BASADA EN UN ÍNDICE DE VENTAS REPETIDAS (cont.)

Los resultados señalan una elevada heterogeneidad en la evolución de los precios en las distintas áreas urbanas, donde destaca el crecimiento que se ha producido en áreas donde existe una relevante demanda de vivienda de naturaleza no residencial, como Málaga, o en áreas donde los precios del alquiler residencial presentan un elevado dinamismo, como València (véase [recuadro 2.2](#)). La gran área urbana de Madrid experimenta un crecimiento superior al índice agregado, con un importante peso relativo en el mercado de la vivienda nacional (véase el epígrafe 2 del capítulo 2), junto con el área de Barcelona, cuya evolución está alineada con el promedio del conjunto de España. Las áreas urbanas con una menor presión demográfica, como Zaragoza o Sevilla, presentan aumentos significativos, pero por debajo del promedio nacional.

La comparación entre las variaciones de precios que se derivan de los índices Case-Shiller y el aumento de los indicadores de precios medios por metro cuadrado en la muestra de ventas repetidas o en la población de transacciones sugiere que los efectos composición son también relevantes incluso a una escala local. Por ejemplo,

en Barcelona la diferencia con la muestra de ventas repetidas indica que la variación anual promedio es 2,4 puntos porcentuales (pp) mayor con el índice Case-Shiller, mientras que en Madrid o Málaga esta diferencia asciende a alrededor de 1,5 pp. Las mayores diferencias debidas a los cambios de composición en las viviendas, en torno a 2,9 pp en el promedio 2014-2024, se encuentran en el caso de València.

Los resultados de esta estadística experimental apuntan a una conclusión importante para el análisis del mercado de la vivienda en el período más reciente. La valoración de las condiciones de acceso en función de los precios medios no recogería los distintos márgenes de ajuste que habrían adoptado los hogares para acceder a una vivienda. La no consideración de estos cambios en la composición de las viviendas mitigaría el aumento de las cuantías satisfechas por los hogares para adquirir una vivienda. Este incremento, de acuerdo con los resultados de este recuadro, habría sido particularmente relevante en las grandes áreas urbanas, en zonas con mayor demanda no residencial y en aquellas áreas donde las restricciones de oferta son mayores.

Recuadro 2.2

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL ALQUILER RESIDENCIAL (2019-2024): UNA MEDICIÓN DE LOS PRECIOS DEL STOCK Y DE LOS FLUJOS A PARTIR DE LAS FUENTES TRIBUTARIAS

El análisis del mercado del alquiler residencial y de las condiciones de acceso a la vivienda requiere disponer de indicadores adecuados de los precios del alquiler. Una de las dificultades de medición de estos precios es que la regulación del mercado del alquiler da lugar a que los precios de las viviendas arrendadas se modifiquen de manera heterogénea en el tiempo de acuerdo con la normativa contractual que regula la fijación de los precios del alquiler. De ese modo, el precio medio del total o *stock* de las viviendas arrendadas en un mercado puede variar porque i) se actualizan anualmente los precios de los contratos vigentes; ii) se acuerdan nuevos precios en las renovaciones al término de los contratos; iii) se fijan nuevos precios para las viviendas que entran en el mercado, o iv) se modifican los precios medios porque hay viviendas que salen del mercado del alquiler. En este recuadro se presenta una descomposición de la evolución del precio medio del alquiler residencial en cada uno de estos componentes¹. El análisis se realiza para el período 2019-2024 tanto para el conjunto de la economía española como para las seis ciudades de España con mayor población².

La medición de los precios del alquiler residencial y de sus componentes se realiza a partir de los datos tributarios procedentes de las declaraciones del IRPF de los propietarios de las viviendas en alquiler. La información contenida en estas declaraciones permite calcular para cada vivienda arrendada un precio del alquiler, en términos de euros por metro cuadrado, a partir de las rentas brutas del alquiler que perciben los propietarios, los días en un año en los que esta vivienda ha estado alquilada y la superficie de la vivienda³. Desde 2019 esta información permite identificar el momento en que se produce un cambio de contrato de alquiler y, de ese modo, separar los precios de los flujos de los nuevos contratos.

El gráfico 1 muestra la variación anual desde 2019 hasta 2024 del precio medio real⁴ para i) el *stock* de las viviendas arrendadas; ii) las viviendas con contratos vigentes, cuyos

precios se pueden actualizar de acuerdo con la regulación establecida, y iii) las viviendas en las que se firman nuevos contratos de alquiler. Este último componente incluye situaciones como la fijación de precios con un inquilino nuevo o con el mismo de un contrato previo.

La tasa de variación anual promedio del precio real del *stock* de alquileres entre 2019 y 2024 se situó en el 0,4 %, con un crecimiento acumulado del 2 % durante ese período. Esta evolución parece contrastar con la evolución del precio de compraventa de la vivienda, que, de acuerdo con el [índice de precios de vivienda \(IPV\) del Instituto Nacional de Estadística](#), se incrementó en términos reales un 8,1 % entre 2019 y 2024 con una variación anual promedio del 1,6 %. No obstante, el menor aumento de los precios del *stock* de viviendas en alquiler se debe al reducido dinamismo de las actualizaciones de los precios en los contratos vigentes, cuyo incremento se encuentra limitado por la regulación. En efecto, las actualizaciones de los contratos de alquiler redujeron los precios reales en promedio un 1,7 % anual durante ese mismo período por su disminución durante los años 2021 y 2022. Esta evolución contrasta con el dinamismo de los precios reales de los flujos de los nuevos contratos, cuyo crecimiento es más cercano al de los precios de compra de vivienda. En concreto, la tasa de crecimiento promedio de los precios reales de los nuevos contratos es del 1,4 % entre 2019 y 2024. Además, estos precios muestran una tendencia creciente desde promedios en torno al 0 % en 2020-2022, el 2,9 % en 2023 y el 4,6 % en 2024. Esta evolución de los precios reales de los flujos del alquiler es acorde con un mercado de alquiler donde la oferta no crece a un ritmo suficiente para satisfacer la nueva demanda. De ese modo, los precios marginales de entrada son cada vez mayores, mientras que los inquilinos con contratos vigentes se encuentran protegidos temporalmente de las subidas durante la duración de los contratos.

La variación de los precios medios del alquiler también se ve afectada por los efectos composición que generan los

1 El análisis de este recuadro difiere de otras aproximaciones que miden el *coste del alquiler*, como el [índice de precios de la vivienda en alquiler del Instituto Nacional de Estadística](#), en las que se calculan índices de precios que mantienen fija la composición de las viviendas arrendadas; este recuadro, en cambio, examina cómo los cambios en la composición de las viviendas arrendadas determinan la evolución del precio medio del *stock* de la vivienda en alquiler.

2 El ámbito que aproxima en este recuadro el conjunto de la economía española se corresponde con el del territorio fiscal común. El análisis se inicia en 2019, al ser este año el primero con información sobre los nuevos contratos de alquiler.

3 La superficie también se utiliza como medida de ponderación de las viviendas arrendadas en la evolución de los precios medios.

4 Los precios se deflactan con el índice de precios de consumo (IPC). La inflación acumulada en este período es del 18,5 %, cuantía significativa que se encuentra afectada por el proceso inflacionario de 2022 con una tasa de inflación media en ese año del 8,4 %.

Recuadro 2.2

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL ALQUILER RESIDENCIAL (2019-2024): UNA MEDICIÓN DE LOS PRECIOS DEL STOCK Y DE LOS FLUJOS A PARTIR DE LAS FUENTES TRIBUTARIAS (cont.)

flujos de entradas y salidas de viviendas del mercado⁵. Una opción para cuantificar el efecto sobre los precios de

esta rotación de viviendas consiste en medir sus precios en términos de prima de entrada y de descuento de salida.

Gráfico 1
Variación anual de los precios reales de la vivienda en alquiler residencial (a)

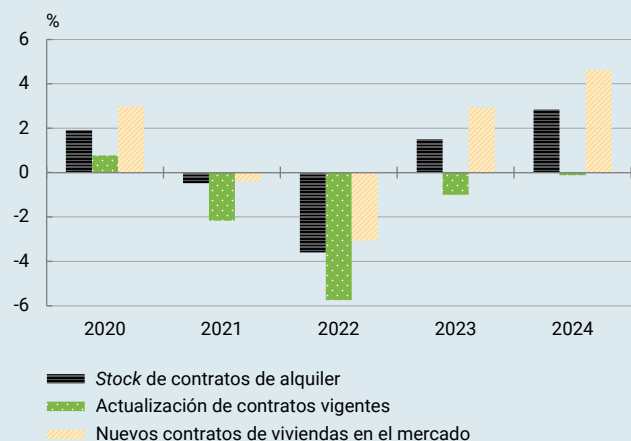


Gráfico 2
Prima de entrada y descuento de salida (b)

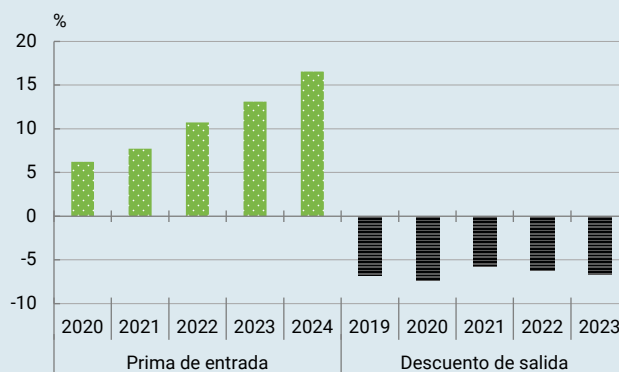


Gráfico 3
Variación anual de los precios reales de la vivienda en alquiler residencial en las grandes ciudades en 2019-2024

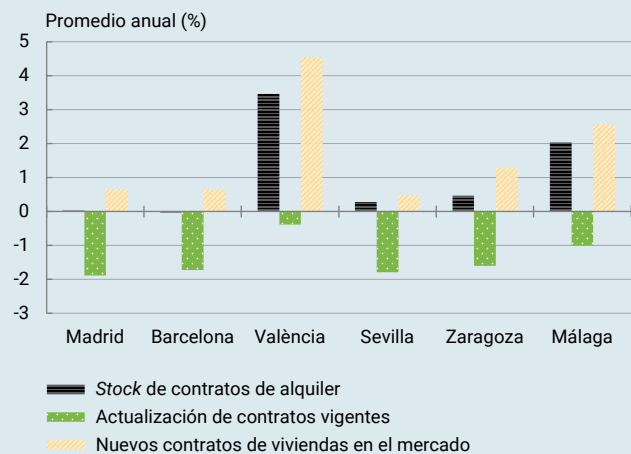
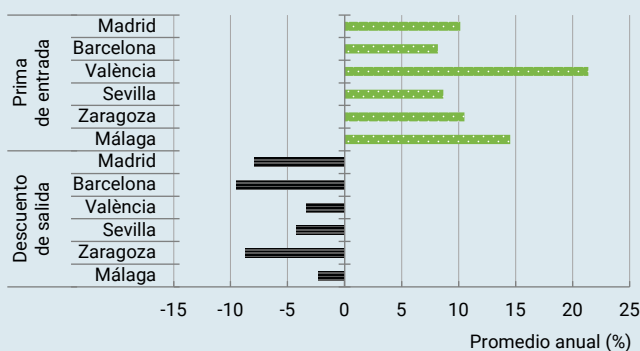


Gráfico 4
Prima de entrada y descuento de salida en las grandes ciudades en 2019-2024



FUENTE: Banco de España con datos de la Agencia Tributaria.

- a Variaciones de precios expresadas en euros por metro cuadrado. La categoría de nuevos contratos en viviendas que permanecen en el mercado del alquiler incluye tanto los contratos con nuevos inquilinos como las nuevas fijaciones de precios con el mismo inquilino en un contrato nuevo.
- b La prima de entrada en el período t se calcula como la ratio entre el alquiler medio de las viviendas que entran en el mercado en el período t y el alquiler medio de las viviendas que permanecen alquiladas en los períodos t y t-1. El descuento de salida en el período t se calcula como la ratio entre el alquiler medio de las viviendas que salen del mercado en el período t y el alquiler medio de las viviendas que permanecen alquiladas en los períodos t y t+1. Los precios están expresados en euros por metro cuadrado. La composición geográfica se ajusta calculando la prima de entrada y el descuento de salida para cada sección censal, que posteriormente se agregan mediante ponderaciones proporcionales a la superficie alquilada asociada a los flujos de altas y bajas de alquiler.

⁵ Los efectos composición se reducen cuando se computan variaciones de precios entre viviendas con contratos vigentes entre dos períodos cuyas características no cambian en el tiempo. No obstante, en estas viviendas arrendadas también pueden producirse cambios no observables en su *calidad* o en las condiciones de los contratos que den lugar a efectos composición no tratados.

Recuadro 2.2

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL ALQUILER RESIDENCIAL (2019-2024): UNA MEDICIÓN DE LOS PRECIOS DEL STOCK Y DE LOS FLUJOS A PARTIR DE LAS FUENTES TRIBUTARIAS (cont.)

La prima de entrada se define como la ratio entre el alquiler medio de las viviendas que acceden al mercado y el de las viviendas que permanecen alquiladas. De forma análoga, el descuento de salida se calcula como la ratio entre el alquiler medio de las viviendas que abandonan el mercado y el de las viviendas que permanecen alquiladas⁶. Además, con el objetivo de considerar los efectos que generan estos cambios en la composición, los precios relativos se calculan fijando la distribución geográfica de las viviendas que entran y salen del mercado del alquiler. Para ello, las primas de entrada y salida se calculan a nivel de sección censal y se agregan al nivel geográfico para el que se calculan los precios de los flujos correspondientes.

El gráfico 2 muestra la evolución de la prima de entrada y del descuento de salida a nivel agregado ajustados por composición geográfica. La prima de entrada aumenta del 6,2 % al 16,6 % entre 2020 y 2024, lo que muestra que son las nuevas viviendas en alquiler las que contribuyen en mayor medida al incremento del precio medio. En relación con el descuento de salida, este se mantiene en torno al 6,5 % durante el período. Los ajustes por composición geográfica aumentan la prima de entrada y reducen el descuento de salida en relación con los cálculos sin ajustar⁷. Este hecho implica que gran parte del descuento se debería a que las salidas de viviendas se estarían concentrando en zonas con los precios más bajos, mientras que las entradas se concentrarían de manera creciente en las zonas con mayores precios medios. Este hecho es congruente con un mercado del alquiler residencial al que acceden en mayor proporción los hogares con rentas más elevadas y en el que aumentan las dificultades de acceso de los hogares vulnerables.

La evolución de los precios del alquiler en las grandes ciudades

El gráfico 3 presenta las tasas de variación anual promedio entre 2019 y 2024 del precio real medio del *stock* de alquileres, de las actualizaciones de los contratos vigentes y de los nuevos contratos para las seis ciudades de España con mayor población. El gráfico 4 muestra la prima de entrada y el descuento de salida para estas ciudades.

Madrid y Barcelona exhiben patrones similares entre 2019 y 2024, tanto en la evolución del precio real medio del *stock* de alquileres —tasa de variación anual promedio del 0 %— como en la evolución de los distintos componentes. En el componente de los nuevos contratos de alquiler en viviendas que se encontraban ya arrendadas es donde se observa un mayor dinamismo de los precios reales (0,6 % anual, frente a una reducción del 1,9 % en las actualizaciones de contratos). Barcelona presenta primas de entrada y descuentos de salida algo inferiores a los de Madrid, hecho que sugiere que las viviendas que entran y salen del mercado del alquiler en Barcelona tienen unos precios relativamente inferiores. En ambas ciudades, las elevadas primas de entrada, entre el 8 % y el 10,5 %, muestran que son las nuevas viviendas que entran en el mercado del alquiler las que soportan el aumento de los precios medios.

La ciudad de València destaca por presentar los aumentos más elevados, tanto en precios por componentes como en primas de entrada. Los precios reales de los contratos nuevos crecen un 4,5 % anual promedio y la prima de entrada supera el 20 %. Dinámicas similares, aunque de una menor magnitud, se observan en la ciudad de Málaga, con un 2,5 % de incremento anual promedio y una prima de entrada del 14,5 %. En ambas ciudades se produce un aumento notable del número de nuevos contratos cuyos mayores precios, junto con el aumento de los precios de entrada, contribuyen al incremento del precio medio del *stock* del alquiler residencial.

Las diferencias entre los cálculos de la prima de entrada y el descuento de salida sin ajustar y con ajuste por composición geográfica son significativamente menores para las grandes ciudades que las diferencias discutidas para el agregado nacional⁸. Este hecho indica que la composición geográfica de las entradas y las salidas de viviendas es más relevante al construir indicadores de precios a escala nacional, mientras que dentro de las ciudades los ajustes de composición importan en una menor cuantía. Esta evidencia es coherente con la literatura académica que señala al mercado de la vivienda como un mercado fundamentalmente local.

El dinamismo de los precios de alquiler se ha visto acompañado de una ralentización en la rotación de las

6 Las variaciones en los precios de *entrada* y de *salida* también pueden reflejar otras diferencias en la composición de las viviendas, como serían cambios en la superficie u otras dimensiones no observables que afectan a la *calidad* de las viviendas.

7 La *prima de entrada* sin ajustar por composición geográfica es del 3,6 % en 2024, y el *descuento de salida*, del 17 %.

8 En promedio para las seis grandes ciudades, la diferencia es de 1,2 puntos porcentuales (pp) para la *prima de entrada* y de 0,2 pp para el *descuento de salida*, frente a diferencias de 11,1 pp y 9,4 pp, respectivamente, para el agregado nacional.

Recuadro 2.2

LA EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DEL ALQUILER RESIDENCIAL (2019-2024): UNA MEDICIÓN DE LOS PRECIOS DEL STOCK Y DE LOS FLUJOS A PARTIR DE LAS FUENTES TRIBUTARIAS (cont.)

viviendas alquiladas. Esta disminución refleja, en parte, los cambios normativos que desde 2019 elevaron de tres a cinco años la duración de los contratos de viviendas propiedad de personas físicas⁹. Así, la cuota de mercado de los contratos renovados ha disminuido progresivamente, pasando del 25,4 % en 2019 al 21,8 % en 2023. Del mismo modo, el peso relativo de las nuevas viviendas que entran en el mercado de alquiler¹⁰ ha disminuido del 13,3 % en

2020 al 11,3 % en 2024. Este mismo indicador también ha descendido, aunque en menor magnitud, para las viviendas que salen del mercado, desde el 9,6 % en 2019 al 8,6 % en 2024. La caída de los flujos de entrada al mercado del alquiler y el aumento tanto de la prima de entrada como del precio de los nuevos contratos, sugieren una disminución de la oferta de vivienda en alquiler residencial frente a una creciente demanda de alquiler.

9 De manera adicional, esta menor rotación puede explicarse también por distintas medidas que desde 2021 han permitido la prórroga de los contratos a los hogares vulnerables.

10 El cálculo considera su contribución a la superficie total alquilada.

Recuadro 2.3

HETEROGENEIDAD EN EL ACCESO Y EN LA TENENCIA DE VIVIENDA EN ESPAÑA: EVIDENCIA DE LA ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (2002-2024)

En el último cuarto de siglo, la evolución del mercado inmobiliario español se ha caracterizado por fuertes variaciones en los precios reales de la vivienda, cambios significativos en las condiciones de concesión del crédito hipotecario y modificaciones en los patrones de tenencia de vivienda. En este contexto, resulta relevante analizar con una perspectiva temporal amplia cómo han cambiado las características de los hogares que residen en viviendas que son de su propiedad frente a aquellos que residen en alquiler, así como entender los motivos que subyacen a las decisiones de tenencia.

En el primer epígrafe se documentan, sobre la base de la información de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF), las características en términos de edad, renta¹, nivel de estudios y lugar de nacimiento de los individuos que accedieron a una vivienda en propiedad o en alquiler en un período reciente, que abarca los tres años previos a la encuesta. Esta aproximación permite comparar la evolución de los perfiles de los colectivos expuestos a las condiciones de acceso a la vivienda en distintos períodos del mercado inmobiliario español².

En el período analizado, destaca el sustancial incremento de la tenencia de alquiler entre los hogares que acceden a una vivienda. Los datos de las tres ediciones de la EFF entre 2020 y 2024 se utilizan en el segundo epígrafe de este recuadro para documentar los motivos que subyacen a la decisión de residir en alquiler³. De acuerdo con las respuestas de los hogares, se pueden diferenciar las motivaciones basadas en preferencias frente a las restricciones financieras que dificultan el acceso a la vivienda en propiedad. Este análisis se realiza para el conjunto de los hogares en alquiler, para el que se describen en detalle la heterogeneidad de sus motivaciones por grupos de edad y renta y los principales resultados por grupos de educación y condición de nativo o nacido fuera de España.

1 Características de compradores e inquilinos

El análisis de la evolución de las características de compradores y arrendadores de vivienda principal entre 2002 y 2024 pone de manifiesto cambios relevantes a lo

largo del tiempo en su composición socioeconómica. El cuadro 1.a muestra que los individuos que acceden a una vivienda en propiedad presentan, de forma creciente en el tiempo, mayores niveles de renta y una edad media o un nivel educativo más altos⁴. Asimismo, aunque el porcentaje de propietarios nacidos fuera de España ha aumentado, la propiedad de la vivienda habitual sigue estando más extendida entre los nativos.

Los compradores de vivienda tienden a concentrarse en los grupos con mayor renta. Por ejemplo, en el período 2002-2008 la proporción de compradores que se situaban en el quintil superior de la distribución de la renta —el 23%— era 4,1 puntos porcentuales (pp) inferior a la proporción de aquellos que se situaban por debajo del percentil 40. Esta composición se modificó en el período 2011-2014. El porcentaje de compradores del quintil superior de renta fue creciendo de manera sostenida hasta situarse en el 35% en 2022-2024, frente al 17% de los compradores que se encontraban en los dos quintiles inferiores.

En el período considerado se observa una reducción continuada del peso relativo de los compradores de vivienda jóvenes —menores de 35 años— en favor de los compradores de mayor edad. En concreto, la proporción de compradores menores de 35 años descendió del 38% al 24% a lo largo del período analizado, mientras que aumentó la participación de los mayores de 45 años. No obstante, una parte de esta evolución también se explica por el progresivo envejecimiento de la población. En efecto, la edad media de la población mayor de 18 años aumentó desde los 46,7 años en 2002-2008 hasta los 50,1 años en 2022-2024.

En el caso de los compradores de vivienda recientes, el retraso de la edad de compra ha seguido una trayectoria similar: la edad media pasó de 40,5 años en los primeros períodos analizados a 43,8 años en 2022-2024. No obstante, entre los períodos 2011-2014 y 2022-2024, la edad media de los compradores recientes aumentó en torno a 4 años, frente a un incremento de 1,8 años en el conjunto de la población mayor de 18 años.

1 La medida de renta que se utiliza en este recuadro se refiere a la renta total del hogar en el año natural anterior al de la encuesta.

2 Para presentar los resultados de forma más sencilla, se han agrupado los años disponibles de la EFF en distintos períodos del mercado inmobiliario: 2002, 2005 y 2008 para el *boom inmobiliario*; 2011 y 2014 para la *crisis financiera*; 2017 y 2020 para la *recuperación*, y, finalmente, 2022-2024 para el período *expansivo* con crecimiento notable de los precios tanto de la vivienda como del alquiler.

3 La EFF incorporó nuevas preguntas que permiten analizar los motivos que subyacen a las decisiones sobre el régimen de tenencia de vivienda de los hogares.

4 En este análisis se utiliza una muestra de individuos, no de hogares, asignándose la propiedad de los activos y pasivos a cada uno de los miembros del hogar de acuerdo con la información proporcionada por el hogar

Recuadro 2.3

HETEROGENEIDAD EN EL ACCESO Y EN LA TENENCIA DE VIVIENDA EN ESPAÑA: EVIDENCIA DE LA ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (2002-2024) (cont.)
Cuadro 1
Evolución de las características de compradores e inquilinos de vivienda
1.a Evolución de las características de los compradores recientes (%) (a)

	2002-2008	2011-2014	2017-2020	2022-2024
Percentil de renta del hogar				
Menor de 20	8,7	3,7	5,9	5,8
Entre 20 y 40	18,5	13,3	10,1	11,5
Entre 40 y 80	49,7	47,3	46,8	48,1
Entre 80 y 100	23,1	35,8	37,2	34,6
Edad				
Menor de 35 años	38,0	36,1	23,0	24,3
Entre 35 y 44 años	35,2	37,9	37,7	33,9
Mayor de 44 años	26,8	26,1	39,2	41,8
Educación				
Inferior a bachillerato	40,9	31,1	24,8	26,6
Bachillerato	36,5	29,8	33,2	32,2
Estudios universitarios	22,6	39,0	42,1	41,3
País de nacimiento				
Nacido fuera de España	12,0	13,3	17,7	21,5
Nacido en España	88,0	86,7	82,3	78,5

1.b Evolución de las características de los inquilinos recientes (%) (b)

	2002-2008	2011-2014	2017-2020	2022-2024
Percentil de renta del hogar				
Menor de 20	22,9	20,9	20,2	25,1
Entre 20 y 40	22,5	25,5	23,3	25,9
Entre 40 y 80	45,9	35,7	37,7	38,5
Entre 80 y 100	8,7	17,9	18,8	10,4
Edad				
Menor de 35 años	53,8	45,4	36,6	32,6
Entre 35 y 44 años	30,8	32,8	32,9	29,4
Mayor de 44 años	15,4	21,8	30,5	38,0
Educación				
Inferior a bachillerato	35,8	39,5	36,3	31,0
Bachillerato	44,6	34,0	33,8	36,9
Estudios universitarios	19,5	26,5	29,9	32,1
País de nacimiento				
Nacido fuera de España	42,5	36,6	38,0	53,4
Nacido en España	57,5	63,4	62,0	46,6

FUENTE: Banco de España (EFF).

a Compradores recientes: compran su vivienda en los tres años previos a cada edición de la encuesta.

b Inquilinos recientes: han iniciado su alquiler en los tres años previos a cada edición de la encuesta.

Recuadro 2.3

HETEROGENEIDAD EN EL ACCESO Y EN LA TENENCIA DE VIVIENDA EN ESPAÑA: EVIDENCIA DE LA ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (2002-2024) (cont.)

En cuanto al nivel educativo, durante este período se ha producido un fuerte aumento de la proporción de compradores con estudios universitarios. Este colectivo pasó de representar el 23 % de los compradores recientes en 2002-2008 a constituir el 39 % en 2011-2014. Desde entonces, esta proporción se ha mantenido relativamente constante, y en 2022-2024 alcanzó el 41 %. Esta evolución se produce en detrimento de la del resto de los niveles de educación, que, en 2022-2024, se reducen del 36 % al 32 % en los estudios de bachillerato y del 41 % al 27 % en estudios inferiores al bachillerato. El peso de los niveles educativos superiores entre los compradores recientes aumentó 19 pp entre 2002-2008 y 2022-2024, un aumento más acusado que el incremento del peso relativo de la educación superior en la población adulta en general, ya que en ese período la proporción con estudios universitarios aumentó 8 pp. Los inmigrantes también han aumentado su peso entre los compradores recientes (del 12 % en 2002-2008 al 21 % en 2022-2024), aunque este incremento también es inferior a su aumento en la población.

En relación con las personas que residen en viviendas de alquiler, los cambios en sus características también han sido relevantes. Si bien estas personas tienden a concentrarse en los dos quintiles inferiores de la renta, el peso de estos niveles de renta entre quienes han alquilado recientemente aumentó 6 pp en el período observado: desde el 45 % en 2002-2008 hasta el 51 % en 2022-2024 (véase cuadro 1.b). Se observa igualmente una reducción a lo largo del período en la proporción de jóvenes inquilinos, en favor de los grupos de mayor edad. Así, entre los inquilinos que han alquilado en los últimos tres años, la proporción de individuos menores de 35 años pasó del 54 % en 2002-2008 al 33 % en 2022-2024, frente al incremento del porcentaje de mayores de 44 años, que aumentó del 15 % al 38 %. La caída entre 2002-2008 y 2022-2024 del peso de los individuos menores de 35 años de quienes han alquilado en los últimos tres años —de 21 pp— es mucho mayor que la caída de su peso en la población (de 8 pp)⁵.

En cuanto al nivel educativo y a la condición de nativo o inmigrante de los arrendatarios recientes, se observa una evolución similar a la de los compradores de viviendas. Por ejemplo, la proporción de inquilinos recientes con estudios universitarios aumentó unos 12,5 pp (del 19,5 % al 32,1 %) y la de inmigrantes 11 pp (del 42,5 % al 53,5 %). El resto de los colectivos experimentaron ligeras reducciones de su peso en 2022-2024, situándose en el 37 % los inquilinos con estudios de bachillerato y en el 31 % aquellos con estudios inferiores.

2 Motivos para residir en alquiler: ¿restricciones o preferencias?

Desde 2020, la EFF proporciona información a nivel de hogar sobre los motivos que subyacen a la decisión de residir en alquiler. En concreto, la encuesta pregunta a los hogares arrendadores por las razones que los llevaron a este régimen de tenencia de vivienda. Estas respuestas permiten distinguir entre los motivos asociados a preferencias⁶ y los motivos relacionados con restricciones de liquidez, ahorro o acceso al crédito⁷.

El cuadro 2.a muestra que, a lo largo del período 2020-2024, en torno a la mitad de los hogares arrendadores declararon exclusivamente motivos relacionados con problemas de liquidez o dificultades de acceso a la financiación necesaria para la compra de una vivienda; un 20 % indicaron únicamente motivos asociados a preferencias, mientras que otro 20 % señalaron como relevantes ambos tipos de razones. En conjunto, el 72 % de los hogares arrendadores señalaron en 2020 al menos un motivo vinculado a restricciones financieras, porcentaje que aumentó hasta el 75 % en 2024.

El análisis por grupos de edad para 2024 (véase cuadro 2.b) muestra que el peso de los motivos exclusivamente relacionados con restricciones financieras es mayor en los hogares cuyo cabeza de familia tiene entre 35 y 44 años. Por el contrario, los motivos exclusivamente asociados a preferencias son relativamente más frecuentes en los hogares con cabeza de familia de entre 45 y 64 años. En

5 Además del proceso de envejecimiento poblacional, también contribuye a esta reducción la disminución de las tasas de emancipación. Por ejemplo, se observa un aumento de la proporción de jóvenes que viven con sus padres, que ha pasado del 55 % en 2002-2008 al 63 % en 2022-2024.

6 Los motivos vinculados con preferencias se asocian con tres respuestas: *es más barato alquilar que comprar vivienda*; *alquilar es una opción más flexible*; *cambio frecuente de domicilio*.

7 Los problemas de liquidez, ahorro o acceso al crédito se asocian con tres respuestas: *no reúne las condiciones para obtener una hipoteca*; *no podría hacer frente a la entrada de una vivienda*; *no podría hacer frente a los pagos de una hipoteca*.

Recuadro 2.3

HETEROGENEIDAD EN EL ACCESO Y EN LA TENENCIA DE VIVIENDA EN ESPAÑA: EVIDENCIA DE LA ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (2002-2024) (cont.)

los hogares jóvenes que viven de alquiler, destaca que el 33 % declaran ambos tipos de motivos, la proporción más elevada entre los distintos grupos de edad.

El análisis por grupos de renta para 2024 (véase cuadro 2.b) señala que el 62 % de los hogares arrendadores situados en el quintil inferior de la distribución de la renta declaran exclusivamente motivos relacionados con restricciones financieras, mientras que solo un 13 % de este grupo

mencionan únicamente motivos asociados a preferencias. Considerando ambos tipos de motivos, el 86 % de los hogares arrendadores del quintil inferior responden al menos una razón vinculada a dificultades para acceder a la vivienda en propiedad.

La importancia relativa de los motivos financieros disminuye a lo largo de la distribución de la renta, pasando del 62 % en el quintil inferior al 18 % en la decila superior.

Cuadro 2
Motivos de los hogares para alquilar una vivienda
2.a Motivos para alquilar en lugar de comprar (%)

	Liquidez	Preferencias	Ambos motivos	Otros y buscando casa
2020	51,9	22,2	19,6	6,3
2022	52,7	19,2	21,0	7,0
2024	52,6	19,8	22,5	5,1

2.b Motivos para alquilar por tipología de hogar en 2024 (%) (a)

	Liquidez	Preferencias	Ambos motivos	Otros y buscando casa
Edad				
Menor de 35 años	41,3	14,8	33,3	10,6
Entre 35 y 44 años	59,9	13,8	22,2	4,2
Entre 45 y 54 años	52,7	25,1	16,1	6,1
Entre 55 y 64 años	49,7	27,9	20,5	2,0
Mayor de 64 años	56,4	19,3	23,2	1,1
Percentil de renta del hogar				
Menor de 20	62,3	12,7	24,2	0,7
Entre 20 y 40	49,0	20,9	24,4	5,7
Entre 40 y 80	52,5	19,2	21,6	6,7
Entre 80 y 80	44,4	26,2	19,2	10,2
Entre 90 y 100	18,0	61,7	9,4	10,9
Educación				
Inferior a bachillerato	57,4	16,5	23,1	3,0
Bachillerato	53,0	18,6	22,1	6,3
Estudios universitarios	45,1	26,4	22,3	6,3
País de nacimiento				
Nacido fuera de España	58,8	16,6	22,6	1,9
Nacido en España	46,6	22,9	22,4	8,2

FUENTE: Banco de España (EFF).

a La edad, el nivel de estudios y el país de nacimiento corresponden al miembro del hogar que tiene mayor conocimiento de las finanzas del hogar y que contesta la encuesta.

Recuadro 2.3

HETEROGENEIDAD EN EL ACCESO Y EN LA TENENCIA DE VIVIENDA EN ESPAÑA: EVIDENCIA DE LA ENCUESTA FINANCIERA DE LAS FAMILIAS (2002-2024) (cont.)

La relación inversa se observa para los motivos asociados a preferencias, que aumentan desde el 13 % en el quintil inferior hasta el 62 % en la decila superior. Cabe destacar que, en esta última decila, solo un 9 % declaran ambos tipos de motivos, mientras que un 11 % señalan otros motivos, entre los que se incluye encontrarse en un proceso de búsqueda para comprar una casa, cuya relevancia también aumenta con la renta.

En todos los niveles educativos, en torno al 70 % de los arrendatarios declaran motivos relacionados con alguna restricción financiera (véase cuadro 2.b). El porcentaje alcanza el 80 % en los hogares con educación inferior a

bachillerato, el 75 % en los que cuentan con el bachillerato y el 67 % en quienes tienen estudios universitarios. En este último grupo, la razón de alquilar solo por motivos de preferencias es más elevada (26 %) que en el resto (16,5 %-18,6 %). En todos los grupos, alrededor del 22 % de los hogares declaran alquilar tanto por motivos asociados a preferencias como por liquidez. El cuadro 2.b muestra que el 59 % de los nacidos fuera de España declaran motivos únicamente relacionados con la liquidez, frente al 47 % de los nativos, y aquellos también declaran una menor preferencia por vivir de alquiler (17 %, frente al 23 %). El 22 % de ambos colectivos afirman alquilar por motivos tanto de liquidez como de preferencias.

Recuadro 2.4

EFFECTOS DEL AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA MOVILIDAD INTERNA Y LA LOCALIZACIÓN DE INMIGRANTES EN ESPAÑA

El notable crecimiento acumulado de los precios reales de la vivienda —tanto de compra como de alquiler— en España desde 2014 podría modificar la localización geográfica de los trabajadores. En concreto, los cambios en los precios relativos de la vivienda pueden afectar al grado de movilidad interna entre distintos territorios de los residentes, así como condicionar la llegada y la localización de nuevos residentes procedentes del exterior¹. En este recuadro se presenta una primera estimación del efecto que habrían tenido sobre los flujos migratorios, tanto internos como externos, el aumento de los precios reales de la vivienda y su heterogeneidad entre las provincias españolas en el período 2014-2024.

El objetivo del recuadro es estimar el efecto que tienen los cambios de los precios reales del alquiler² de vivienda residencial en las provincias españolas sobre los flujos migratorios hacia esas provincias. Para ello se adopta un procedimiento empírico basado en la estimación de distintos modelos gravitacionales que permite examinar por separado las migraciones internas y la distribución de los nuevos inmigrantes entre provincias españolas. A partir de los datos disponibles, se pueden definir diferentes grupos de migrantes según dos tipologías: la franja de edad —menores y mayores de 35 años— y el lugar de nacimiento —España o un país extranjero—³.

El análisis empírico se basa en los datos sobre flujos de migraciones internas y externas, procedentes de la Estadística de Variaciones Residenciales y de la Estadística de Migraciones y Cambios de Residencia del Instituto Nacional de Estadística, combinados con los precios medios del alquiler a nivel provincial de la Agencia Tributaria (AEAT). Los datos de migraciones permiten observar los movimientos de residentes entre las provincias españolas y las llegadas a estas provincias desde países extranjeros. El precio del alquiler residencial, una vez ajustado en términos reales con el IPC, es una buena aproximación del coste de acceso al mercado de la vivienda en un territorio por parte de los individuos que cambian su lugar de residencia.

La estimación se lleva a cabo en dos etapas: por un lado, se estiman los efectos de los precios del alquiler sobre la composición de los flujos migratorios entre distintos destinos y, por otro, los efectos sobre la intensidad (niveles) de las migraciones desde cada origen. En la primera etapa se estiman los flujos bilaterales de migración, es decir, los flujos de residentes entre cada origen y cada destino posibles. En el caso de la movilidad interna, se consideran todas las combinaciones de provincias de origen y de destino; y, en el caso de la migración exterior, entre cada país extranjero de origen y cada provincia española de destino. La adopción de este procedimiento identifica efectos sustitución entre destinos, ya que estima cómo, para un mismo origen, grupo de individuos y año, un encarecimiento relativo de la vivienda en un destino desplaza los flujos hacia otros destinos alternativos.

El procedimiento empírico tiene en cuenta el posible impacto sobre las migraciones que tiene la existencia de redes migratorias que pueden facilitar la movilidad y la llegada de nuevos residentes. Por ese motivo, el análisis de los flujos migratorios controla por las características constantes en el tiempo de los territorios de origen y de destino y por su interacción con las distintas tipologías de individuos por franjas de edad y por país de nacimiento. Asimismo, el análisis considera las condiciones económicas y el tamaño del destino, utilizando como variables el salario medio y la población de la provincia de destino, con el fin de aislar el efecto de los precios de la vivienda de otros factores que también condicionan el atractivo migratorio de cada lugar. Al mismo tiempo, se consideran las características idiosincrásicas de los territorios de origen de las migraciones en los distintos años y por tipologías de migrantes. De ese modo, la identificación de los efectos de los precios reales de la vivienda de alquiler proviene de la comparación entre destinos migratorios alternativos para un mismo grupo de individuos con el mismo origen y en un mismo año.

Las estimaciones muestran que un aumento del 1 % en el precio real medio del alquiler en una provincia, en relación

1 Véanse Edward Glaeser y Joseph Gyourko. (2018). "The Economic Implications of Housing Supply". *Journal of Economic Perspectives*, 32(1), pp. 3-30, y Chang-Tai Hsieh y Enrico Moretti. (2019). "Housing Constraints and Spatial Misallocation". *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(2), pp. 1-39.

2 El análisis, para simplificar, se centra en el precio del alquiler, si bien el precio de adquisición de una vivienda en un territorio —otra modalidad de tenencia asociada a la movilidad— es proporcional al precio del alquiler. De ese modo, los efectos de su crecimiento en la movilidad quedarían, en buena parte, capturados en el análisis incluido en este recuadro.

3 Dado que los flujos migratorios son variables de recuento y presentan una elevada proporción de ceros, se utilizan modelos de Poisson. Para detalles metodológicos, véase Curci, Khametshin y López-Rodríguez. (2026). "Housing Affordability and Spatial Reallocation of Labor". Documento de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.

Recuadro 2.4

EFFECTOS DEL AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA MOVILIDAD INTERNA Y LA LOCALIZACIÓN DE INMIGRANTES EN ESPAÑA (cont.)

con otra provincia de destino, reduce en un 0,6 % los flujos relativos de migración interna hacia la provincia afectada (véase la columna 1 del cuadro 1)⁴. En relación con la migración externa, los resultados indican que un aumento del 1 % en el precio real del alquiler de vivienda en una provincia en relación con otras provincias reduce en un 0,4 % el peso de la llegada de inmigrantes a esa provincia

(véase la columna 2 del cuadro 1). En conjunto, estos resultados sugieren la existencia de un proceso de reasignación relativa en el territorio de los flujos migratorios entre provincias españolas asociado al crecimiento diferencial de los precios del alquiler. De ese modo, las estimaciones apuntan a que el incremento acumulado del precio real de la vivienda residencial estaría

Cuadro 1

El aumento del precio real del alquiler entre 2014 y 2024 habría modificado la movilidad interna, la llegada de inmigrantes y la asignación de los flujos migratorios entre provincias (a)

Origen de los flujos	Sustitución de flujos migratorios		Niveles de flujos migratorios	
	España [1]	Exterior [2]	España [3]	Exterior [4]
Log del precio real del alquiler en destino	-0.607*** [0,0387]	-0.414*** [0,0774]		
Log del precio real del alquiler en origen			0,338*** [0,0804]	
Log del precio real del alquiler en destino Migrantes internos			-1,775*** [0,465]	
Log del precio real del alquiler en destino Inmigrantes				-5,791* [2,965]
Observaciones	115.920	138.577	2.576	3.262
Efectos fijos: Origen x Destino x Características	Sí	Sí	No	No
Efectos fijos: Origen x Características	No	No	Sí	Sí
Efectos fijos: Origen x Características x Año	Sí	Sí	No	No
Efectos fijos: Destino x Características x Año	No	No	No	No
Efectos fijos: Características x Año	No	No	Sí	Sí
Controles	Sí	Sí	Sí	Sí

FUENTE: Banco de España con datos de la Agencia Tributaria y el Instituto Nacional de Estadística.

a La tabla presenta estimaciones Poisson *pseudo-maximum likelihood* para flujos migratorios internos e internacionales. La variable dependiente es siempre un flujo migratorio en niveles. Las columnas [1] y [3] corresponden a migraciones internas dentro de España; las columnas [2] y [4], a inmigración hacia España. Las columnas [1] y [2] estiman flujos bilaterales origen-destino, mientras que las columnas [3] y [4] estiman flujos totales de salida o entrada. La variable de tratamiento es el logaritmo del precio real del alquiler en la provincia española de destino o de origen, según la especificación, o bien un índice de precios de los destinos habituales construido como media ponderada por la red migratoria observada entre 2004 y 2007. Todas las regresiones incluyen como controles el salario medio y la población, en logaritmos. En las especificaciones bilaterales, estas variables se miden en la provincia española relevante para la decisión migratoria; en las especificaciones agregadas, se construyen como medias ponderadas de los destinos habituales. Las características demográficas se recogen mediante grupos definidos por franjas de edad y condición de nativo / no nativo según el país de nacimiento. Todas las regresiones incorporan los efectos fijos reportados en la tabla. Los errores estándar robustos se muestran entre corchetes. *, ** y *** indican significatividad estadística al 10 %, al 5 % y al 1 %, respectivamente.

4 Estos resultados son mayores, aunque coherentes con los estimados en Ha Nguyen, Ashwini Arulrajhan, Carlo Pizzinelli e Ipppei Shibata. (2026). "The Impact of House Prices on Internal Migration: The Case of Spain". IMF Working Paper, 26/65. Además, las estimaciones están alineadas con los resultados para Estados Unidos de William W. Olney y Owen Thompson. (2026). "The determinants of declining internal migration". *Journal of Urban Economics*, 153.

Recuadro 2.4

EFFECTOS DEL AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA MOVILIDAD INTERNA Y LA LOCALIZACIÓN DE INMIGRANTES EN ESPAÑA (cont.)

mitigando tanto la migración interna como la internacional hacia aquellas provincias donde los precios del alquiler crecen con una mayor intensidad⁵.

Mientras que la primera etapa de la estimación informa sobre la composición geográfica de los flujos migratorios, la segunda estima el impacto de los precios reales del alquiler sobre el nivel agregado de los flujos migratorios. Este análisis permite examinar si, en términos agregados, el incremento de los precios reales del alquiler habría modificado el nivel de inmigración hacia España o el volumen de los movimientos internos. Este análisis agregado de los flujos migratorios es especialmente relevante, dada la magnitud de dichos flujos en España⁶. Por ejemplo, entre 2021 y 2024 llegaron a España 4,7 millones de nuevos residentes, salieron 2,5 millones de residentes y unos 2,7 millones de residentes cambiaron de provincia dentro de España⁷. Por lo tanto, es de interés examinar el posible impacto agregado de los precios de la vivienda para modificar tanto la composición y destino de estos flujos como su volumen.

En el caso de la inmigración interna, se examinan los efectos de los precios reales del alquiler sobre el flujo agregado desde cada una de las posibles provincias de origen hacia el conjunto de las demás provincias de España. Este análisis requiere utilizar una especificación que controla por características que varían en el tiempo y características fijas de las provincias de origen, en ambos casos interactuadas con la tipología de individuos migrantes. Los precios reales de la vivienda de alquiler en el origen y el precio medio en todos los destinos posibles, ponderado por la distribución de inmigrantes internos (red migratoria) existente entre 2004 y 2007, actúan en las especificaciones estimadas como factores *push* y *pull*, respectivamente.

En el caso de los movimientos externos, los niveles de flujos analizados corresponden al total de la inmigración hacia España por país de origen y tipología de individuo.

Las especificaciones utilizadas controlan por características fijas de origen de las migraciones, así como por determinantes que varían en el tiempo. Estos controles se encuentran interactuados con las tipologías de individuos, con el fin de aislar el efecto de los precios reales de la vivienda de alquiler en España como factor *pull*. La variable explicativa principal es el precio real medio de la vivienda en alquiler en las provincias españolas de destino de los migrantes externos, ponderado dicho precio por la distribución de inmigrantes externos existente entre 2004 y 2007.

Las estimaciones indican que un aumento del 1 % en el precio real medio del alquiler de vivienda en las provincias típicas de destino de los migrantes internos e internacionales —factor *pull* de vivienda— reduce en un 1,8 % los flujos dentro de España y en un 5 % los flujos migratorios hacia España (véanse las columnas 3 y 4 del cuadro 1). Además, un aumento del precio del alquiler en las provincias de origen en España se asocia con un incremento de la emigración hacia otras provincias españolas del 0,4 % (véase la columna 3 del cuadro 1) —factor *push* de vivienda—.

Los resultados descritos sugieren que el aumento del precio real del alquiler entre 2014 y 2024 habría modificado la asignación de los flujos migratorios entre provincias, el volumen total de la movilidad interna entre provincias y la llegada de inmigrantes hacia España. La literatura académica ha señalado las pérdidas de productividad a las que puede dar lugar un fenómeno de esta naturaleza de reasignación geográfica de los trabajadores debida a incrementos diferenciales de los precios de la vivienda. Estas pérdidas de productividad emergen por dos motivos. En primer lugar, si los incrementos de precios de la vivienda son mayores en aquellas zonas geográficas más productivas, una reasignación de los flujos migratorios que limita la localización de trabajadores en dichas zonas disminuye la productividad agregada⁸. En segundo lugar,

5 Las estimaciones son robustas cuando se adoptan tanto especificaciones *control function* como una estrategia de estimación instrumental tipo Bartik, basada en *shocks* de demanda laboral sectoriales y en su incidencia diferencial según la distribución sectorial predeterminada de las provincias españolas. La capacidad explicativa de los modelos de Poisson de las cuatro especificaciones que incluyen los efectos fijos considerados es muy elevada, con un estadístico pseudo-R² (razón de verosimilitud) que supera el 95 %.

6 Jesús Fernández-Huertas. (2025). "The Second Spanish Immigration Boom". IZA Discussion Paper, 18185.

7 En el período 2021-2024, España se situó como el primer país receptor de inmigrantes de la Unión Europea en términos de porcentaje de población y como el segundo país en número de inmigrantes, con unos 5,2 millones de llegadas acumuladas, únicamente por detrás de Alemania. Francia e Italia recibieron alrededor de 1,6 millones cada una, mientras que Países Bajos, Polonia y Rumanía se situaron en torno a un millón.

8 Chang-Tai Hsieh y Enrico Moretti. (2019). "Housing Constraints and Spatial Misallocation". *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(2), pp. 1-39.

Recuadro 2.4

EFFECTOS DEL AUMENTO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA EN LA MOVILIDAD INTERNA Y LA LOCALIZACIÓN DE INMIGRANTES EN ESPAÑA (cont.)

la menor llegada de población limita los efectos aglomeración que aumentan la productividad y la prima salarial de los trabajadores, tanto de los existentes como

de los nuevos residentes, y reduce, por lo tanto, el crecimiento de las áreas urbanas de mayor dimensión receptoras de flujos migratorios⁹.

9 Véanse, para una revisión de la literatura, Stuart Rosenthal y Williams Strange. (2004). "Evidence on the nature and sources of agglomeration economies". En *Handbook of Regional and Urban Economics*, vol. 4, pp. 2119-2171. Elsevier, y Gilles Duranton, Laurent Gobillon y Sébastien Roux. (2010). "Estimating Agglomeration Economies with History, Geology, and Worker Effects". En *Agglomeration Economics*, pp. 15-66. University of Chicago Press. Para una estimación de los efectos aglomeración para el caso español, véase Jorge de la Roca y Diego Puga. (2017). "Learning by Working in Big Cities". *The Review of Economic Studies*, 84(1), pp. 106-142.



Capítulo 3

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



Capítulo 3

Ideas principales

- La evolución de la productividad en España ha mostrado un cambio de tendencia tras la crisis financiera global y la de deuda soberana del área del euro, pasando de registrar tasas de crecimiento negativas a crecer por encima del resto de la Unión Económica y Monetaria (UEM).
- Este cambio de tendencia se explica, principalmente, por mejoras en la eficiencia asignativa del capital y del trabajo entre empresas, reflejadas en un fortalecimiento del vínculo entre productividad empresarial y crecimiento del empleo y de la inversión, que ha redundado en un mayor peso relativo de las empresas más productivas dentro de cada sector y en una pérdida de peso de las microempresas a partir de 2013 —si bien siguen representando la mayor parte del tejido productivo español—.
- Un elemento clave de esta evolución ha sido la mejora en la asignación del crédito bancario, que después de la crisis financiera se ha canalizado en mayor medida hacia las empresas más productivas de cada sector —especialmente en el segmento de microempresas—, frente a lo observado antes de la crisis financiera.
- No obstante, estos avances han sido claramente insuficientes para cerrar la brecha negativa en la productividad acumulada en las últimas décadas respecto al resto de la UEM, lo que pone de manifiesto la magnitud del desafío pendiente. Entre otros factores, persisten ineficiencias relevantes asociadas al entorno regulatorio, tales como la fragmentación y la complejidad normativas, que siguen limitando el crecimiento de las empresas más productivas y una reasignación más eficiente de los recursos.
- De cara al futuro, la capacidad de sostener un mayor crecimiento de la productividad dependerá, entre otros factores, de aprovechar la adopción de nuevas tecnologías —en particular, la inteligencia artificial— como palanca de dinamismo empresarial.
- En el ámbito de las políticas públicas, las reformas e intervenciones implementadas tras la crisis financiera global y la de deuda soberana del área del euro —especialmente, el saneamiento del sistema financiero y las reformas del mercado de trabajo—, junto con su continuidad en el tiempo, habrían favorecido esta mejor asignación de los recursos.

1 Introducción

El crecimiento de la productividad constituye la única fuente sostenible de crecimiento del PIB per cápita a largo plazo y, en este ámbito, la economía española ha mostrado históricamente un desempeño menos favorable que el de otras economías del área del euro. Tras la crisis financiera global, este reto se hizo especialmente patente con la acumulación de una brecha negativa significativa a partir del año 2000, en un contexto marcado por un elevado endeudamiento empresarial, una asignación ineficiente de los factores de producción —capital y trabajo— y un tejido productivo caracterizado por una elevada prevalencia de empresas pequeñas. Este capítulo presenta algunos indicios que apuntan a un cambio de tendencia en estas dinámicas tras la crisis financiera.

Desde una perspectiva macroeconómica, a partir de 2013 se observa una reversión parcial de la divergencia acumulada en términos de productividad total de los factores (PTF) respecto al conjunto del área del euro. En particular, este capítulo muestra que en España la PTF pasó de registrar tasas de crecimiento negativas hasta ese año —frente al crecimiento observado en los demás países de la Unión Económica y Monetaria (UEM)— a mostrar un crecimiento mayor que el del resto del área del euro a partir de entonces. No obstante, persisten dudas significativas acerca del carácter estructural o transitorio de este ligero repunte de la PTF, que, además, ha sido insuficiente para cerrar completamente la brecha (negativa) acumulada respecto al resto de la UEM. Así, la brecha negativa acumulada de aproximadamente el 12 % entre 2000 y 2013 se habría reducido hasta el 8 % en 2025. Para cerrar completamente esa brecha, sería necesario sostener durante los próximos 20 años tasas de crecimiento de la productividad similares a las observadas desde 2013 —tanto en España como en el resto de la UEM—, lo que pone de relieve la magnitud del desafío pendiente¹.

Desde una perspectiva microeconómica, el principal factor que explica el cambio de tendencia en la evolución de la productividad agregada son las mejoras significativas en la eficiencia asignativa de los factores productivos —capital y trabajo— entre empresas, que han venido acompañadas por una reducción de la prevalencia de empresas de reducido tamaño. En particular, se constata un vínculo positivo más intenso entre productividad empresarial y crecimiento del empleo y de la inversión², de modo que las empresas más productivas tienden a expandirse con mayor intensidad y a ganar peso relativo en el tejido productivo, a diferencia de lo que se observaba antes de 2013³.

Un elemento fundamental que caracteriza este cambio de tendencia en la productividad agregada y en la eficiencia asignativa entre empresas es la mejora apreciable en la asignación

1 La modesta reducción de la brecha negativa en términos de PTF ha venido acompañada de una caída de la ratio de capital por hora trabajada desde 2013 (*capital deepening*) en España, lo que ha limitado el crecimiento de la productividad por hora.

2 Además, la correlación entre rentabilidad empresarial y propensión a invertir ha aumentado más de tres veces en el período posterior a 2013 (véase [recuadro 3.1](#)).

3 También se observa, a partir de 2013, una mejora en la PTF relativa de las empresas de nueva creación y su ritmo de crecimiento en los primeros años de vida.

del crédito bancario. En concreto, frente a la etapa previa a la crisis financiera global —caracterizada por una mayor concentración del crédito en empresas con abundante colateral inmobiliario y una menor productividad—⁴, el período posterior presenta una relación más estrecha entre productividad y financiación, particularmente relevante para las microempresas, más expuestas a problemas de información asimétrica y de acceso al crédito⁵. En este contexto, el saneamiento del sistema financiero y la consolidación del nuevo marco regulatorio y de supervisión bancaria podrían haber contribuido a corregir las distorsiones en la asignación del crédito acumuladas durante el período anterior a la crisis financiera. Además, las políticas públicas orientadas a promover y a complementar el crédito han adquirido un papel relevante para mitigar las restricciones que podrían afectar a determinados segmentos de empresas. Por su parte, el desarrollo de fuentes alternativas de financiación, como los mercados especializados, el crédito privado o el capital riesgo, contribuye a diversificar las fuentes de financiación y a reforzar la resiliencia del tejido productivo, actuando como complemento —que no sustituto— del crédito bancario, con un papel especialmente destacado en el apoyo a empresas jóvenes e innovadoras y en el refuerzo de su contribución al crecimiento, la innovación y la productividad.

En todo caso, este capítulo también pone de manifiesto la persistencia de importantes ineficiencias asociadas al entorno regulatorio, que continúan limitando el crecimiento de las empresas más productivas y una asignación más eficiente de los recursos. En concreto, si bien algunos indicadores relativos al grado de flexibilidad de los mercados de productos y de factores apuntan a una cierta mejora desde 2013⁶, se observan una elevada heterogeneidad regional en las métricas de eficiencia asignativa y un aumento en los indicadores de densidad y complejidad regulatoria que podría limitar la expansión geográfica de las empresas⁷.

De cara al futuro, la evolución de la productividad de la economía española dependerá, entre otros factores, del grado de adopción y difusión de nuevas tecnologías, en particular de la inteligencia artificial (IA), cuya utilización por parte de las empresas españolas ha aumentado de forma intensa en los últimos años según diversas fuentes. La evidencia analizada sugiere que la adopción de estas tecnologías se asocia con mejoras en la productividad y el crecimiento empresarial, si bien la expansión de la IA generativa plantea retos relevantes, al poder afectar de manera significativa al empleo, especialmente entre los trabajadores jóvenes más cualificados. En este contexto, el impulso a la innovación y la digitalización⁸ experimentado en los últimos años no ha sido suficiente para converger en los niveles de inversión —pública y privada— en

4 Véase, por ejemplo, Basco, Lopez-Rodriguez y Moral-Benito (2025).

5 El [recuadro 3.3](#) muestra que la práctica de la relación banca-cliente, basada en la acumulación de información blanda a lo largo de vínculos prolongados entre entidad y prestatario —especialmente intensa en el caso de las cooperativas de crédito—, contribuye a un mayor flujo de financiación hacia las microempresas, al reducir la opacidad informativa que las caracteriza. De forma complementaria, el [recuadro 3.2](#) describe el sistema interno de calificación crediticia, denominado ICAS BE (*In-house Credit Assessment Systems Banco de España*), diseñado para evaluar la calidad crediticia de sociedades no financieras españolas y mitigar los problemas de información asimétrica que pueden dificultar el acceso a la financiación por parte de algunas empresas.

6 Por ejemplo, las reformas laborales de 2010, 2012 y 2021, con efectos en buena medida complementarios, han favorecido los mecanismos de ajuste interno, reducido la dualidad laboral y facilitado una mayor movilidad del trabajo hacia empresas más eficientes. El [recuadro 3.5](#) analiza el impacto de la reforma laboral de 2021 sobre la productividad de las empresas.

7 Además, el efecto dinamizador de las licitaciones públicas para las pymes se ve limitado por unos costes implícitos de acceso muy elevados y crecientes en España, frente a lo que ocurre en el resto de la UEM (véase [recuadro 3.6](#)).

8 El [recuadro 3.4](#) ofrece un análisis pormenorizado del impacto del Kit Digital sobre la productividad de las pymes españolas.

I+D+i del resto de la UEM y, además, sigue siendo un reto de primer orden la adecuación del capital humano ofrecido por el sistema educativo y el demandado por las empresas en el actual contexto de rápida difusión de la IA.

El capítulo se organiza de la siguiente manera: tras esta introducción, la segunda sección analiza la evolución de la productividad en España desde una perspectiva macro- y microeconómica; la tercera sección examina el papel de la financiación y de la asignación del crédito entre empresas como factores determinantes de la evolución de la productividad; la cuarta sección aborda algunos de los retos pendientes asociados a la fragmentación regulatoria a nivel regional, así como el potencial impacto de la adopción de la IA sobre el crecimiento y la productividad de las empresas españolas, y, finalmente, la quinta sección presenta algunas consideraciones en el ámbito de las políticas públicas.

2 La evolución de la productividad y de la estructura empresarial: de la macro- a la microeconomía

Las ganancias en productividad constituyen la única fuente sostenible de crecimiento económico a largo plazo y de convergencia en PIB per cápita con el área del euro.

- La evolución del PIB per cápita puede descomponerse en cuatro factores: la productividad por hora trabajada, las horas trabajadas por empleado, la tasa de empleo —definida como la proporción de personas ocupadas sobre la población en edad de trabajar— y la ratio entre la población en edad de trabajar y la población total.
- Las contribuciones de los tres componentes asociados al empleo —las horas trabajadas por empleado, la tasa de empleo y la proporción de población en edad de trabajar— están acotadas por arriba, dado que no pueden crecer indefinidamente, lo que limita su capacidad para sostener el crecimiento del PIB per cápita a largo plazo, especialmente en un contexto marcado por el envejecimiento de la población.
- En contraste, la contribución de la productividad por hora trabajada al crecimiento del PIB per cápita puede crecer indefinidamente. En particular, la productividad por hora trabajada puede descomponerse en la contribución del capital por hora —que no puede crecer indefinidamente— y de la productividad total de los factores (PTF) —la eficiencia con la que se combinan los distintos factores productivos—, cuyo crecimiento no está acotado y representa, por tanto, el único motor inagotable de crecimiento a largo plazo⁹.
- Además, la persistencia de una brecha negativa en términos de la PTF con respecto a la Unión Económica y Monetaria (UEM) es el factor más determinante de la falta de convergencia del PIB per cápita de España desde el año 2000 (Banco de España, 2023).
- En todo caso, conviene destacar que la PTF es un indicador residual cuya medición está sujeta a importantes limitaciones, derivadas de problemas de valoración de los factores, de supuestos restrictivos sobre la función de producción y de su sensibilidad a aspectos distributivos (Ghosh, 2021)¹⁰.

En el ámbito de la productividad, si bien la economía española ha presentado tradicionalmente una brecha negativa respecto al resto de la UEM, se observan indicios de un cambio de tendencia a partir del año 2013¹¹.

9 Además, bajo supuestos generales, la PTF puede interpretarse como una medida de eficiencia agregada con relevancia directa para el bienestar económico en tanto en cuanto resume la evolución del bienestar del consumidor representativo junto con el stock de capital (Basu, Pascali, Schiantarelli y Serven, 2022).

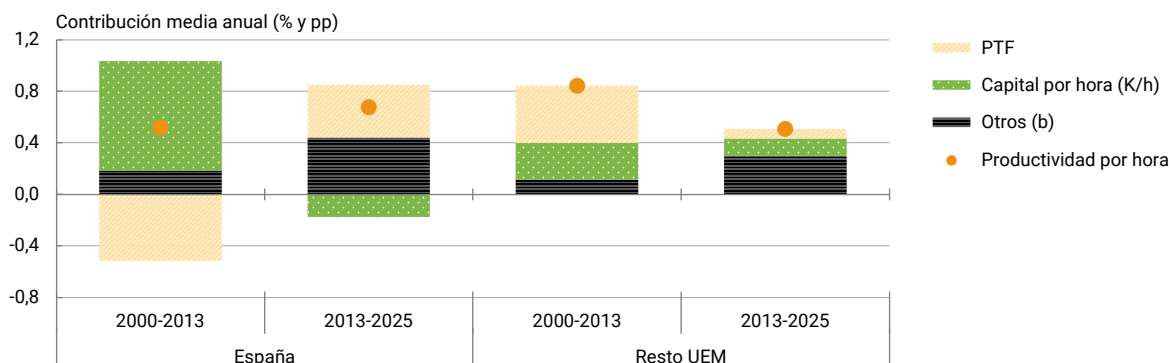
10 En esta línea, el *Informe del Consejo de la Productividad de España* subraya la necesidad de interpretar la PTF con cautela y de complementarla con otros indicadores de productividad, dada su dependencia de supuestos no observables directamente y de las limitaciones estadísticas existentes (Consejo de la Productividad de España, 2025).

11 El año 2013 se utiliza como punto de corte para dividir el período 2000-2025 en dos subperíodos, ya que coincide con el mínimo registrado de la PTF desde el año 2000 y también con el final de la recesión económica asociada a la crisis financiera global y la de deuda soberana del área del euro, de acuerdo con el fechado oficial del ciclo económico español elaborado por el Comité de Fechado del Ciclo de la Asociación Española de Economía (ASESEC).

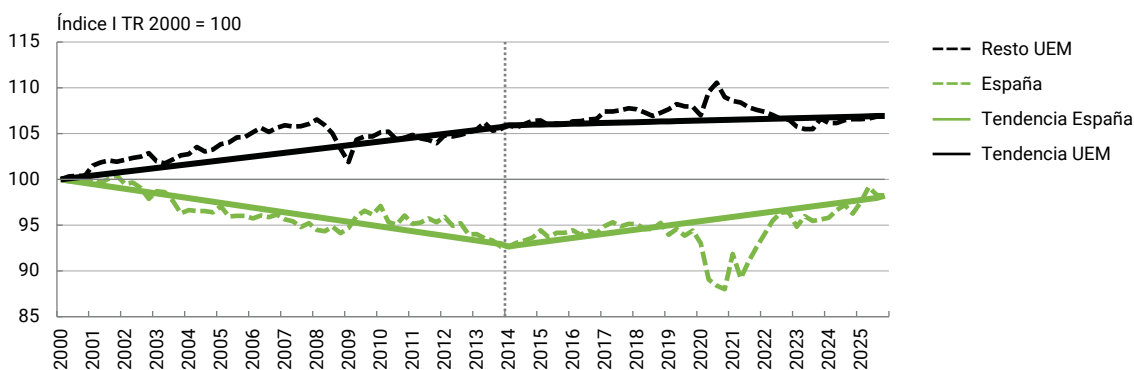
Gráfico 3.1

La brecha de crecimiento de la productividad con la UEM se redujo a partir de 2013

3.1.a Productividad por hora y contribuciones (a)



3.1.b Evolución de la PTF (a)



FUENTE: Elaboración propia a partir de Eurostat, Ivie, LFS, ESS, Comisión Europea y EUROPROD, siguiendo la metodología de Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025).

- a** «Resto UEM» incluye Alemania, Francia, Italia y Países Bajos. Los resultados se refieren a la economía de mercado, por lo que se excluyen los siguientes sectores: agricultura (A), actividades inmobiliarias (L), Administración Pública (O), educación (P) y sanidad (Q).
- b** Incluye utilización de la capacidad productiva, calidad del trabajo y calidad del capital.



- Entre 2000 y 2013, la productividad por hora trabajada en España creció a una tasa media anual del 0,5 %, muy por debajo de la tasa registrada en el resto de la UEM, del 0,8 %. Sin embargo, entre 2013 y 2025 la tasa media anual de crecimiento de la productividad por hora en España aumentó hasta el 0,7 %, mientras que en el resto de la UEM se redujo hasta el 0,5 % (véase gráfico 3.1.a)¹².
- La reducción de la brecha negativa en la productividad por hora trabajada entre España y el resto de la UEM se debe, principalmente, al cambio de tendencia observado a partir de 2013

¹² Estas cifras se refieren a la economía de mercado, excluyendo las actividades relacionadas con los servicios de no mercado, las actividades inmobiliarias y la agricultura. Para más detalles, véanse Gutiérrez, Marcos-Fernández, Moral-Benito y Veiga-Duarte (2026) y el anejo metodológico.

en la evolución de la PTF. La PTF de la economía española experimentó una notable recuperación a partir de 2013, mientras que la del resto de la UEM registró una gran desaceleración en el mismo período. En particular, entre 2013 y 2025 la PTF española creció, en promedio anual, en torno al 0,5 %, frente a las caídas registradas entre 2000 y 2013 —del -0,5 % en promedio anual—. En contraste, en el resto de la UEM se registró un crecimiento inferior al 0,1 % en promedio entre 2013 y 2025, muy por debajo del crecimiento promedio del 0,4 % registrado entre 2000 y 2013 (véase gráfico 3.1.b)¹³.

- En el caso del capital por hora trabajada, su contribución a la brecha en la productividad por hora entre España y el resto de la UEM ha minorado la convergencia impulsada por el cambio de tendencia en la PTF. En particular, el capital por hora pasó de contribuir positivamente al crecimiento de la productividad por hora en España entre 2000 y 2013 a hacerlo negativamente a partir de 2013 debido a la caída en dicha ratio¹⁴. Sin embargo, en el caso del resto de la UEM, esta contribución se mantuvo relativamente estable en ambos períodos (véase gráfico 3.1.a).

El avance reciente de la PTF ha sido generalizado por sectores, con especial incidencia en los digitales y en los servicios profesionales, si bien la reasignación de la actividad entre sectores apenas contribuye a explicar la mejora de la PTF agregada.

- En el período 2000-2013, la PTF agregada acumuló una caída significativa, lastrada por la hostelería, las actividades administrativas, la construcción y el transporte. Las manufacturas, en cambio, constituyeron el principal soporte de la PTF, junto con contribuciones más moderadas del comercio y los sectores digitales (véase cuadro 3.1)¹⁵.
- Entre 2013 y 2023, la PTF agregada pasó a registrar un avance positivo, sustentado en una base sectorial más amplia. Destacan las aportaciones de los sectores digitales¹⁶ y de las actividades profesionales (véase cuadro 3.1).
- En suma, prácticamente todos los sectores de actividad han contribuido al crecimiento de la PTF agregada entre los períodos 2000-2013 y 2013-2023, en especial los sectores de servicios. Las únicas excepciones son el sector manufacturero —que ha pasado de contribuir positivamente hasta 2013 a negativamente desde entonces— y el sector de la construcción —que ha registrado en ambos subperíodos una contribución similar y muy negativa— (véase cuadro 3.1).

13 La PTF sufrió una importante caída durante la pandemia de COVID-19 en la economía española, algo que no se observa en la UEM. Este comportamiento se debe a dos factores. En primer lugar, las encuestas registran una caída de la utilización de la capacidad menor en España (-1,5%) que en otros países (-2,9 % en la media del resto de la UEM). Por otra parte, en España se observa una contracción más intensa del valor añadido en 2020 (-15,6 %, frente al -8,1 % del resto de la UEM). Este mayor retroceso, combinado con un descenso relativamente menor de las horas trabajadas —por ejemplo, debido al papel de los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE)— y del capital respecto al valor añadido, se traduce en una caída más acusada de la productividad del trabajo y del capital. En todo caso, estos efectos se normalizaron tras la pandemia y la dinámica positiva de la PTF española se mantuvo en el período 2013-2025.

14 La caída registrada a partir de 2013 en el capital por hora en España, manteniendo constante la evolución de la productividad por hora, es equivalente a un aumento de la productividad del capital.

15 Para más detalles, véase Gutiérrez, Marcos-Fernández, Moral-Benito y Veiga-Duarte (2026).

16 Los sectores digitales incluyen las ramas de información y comunicaciones (J) y de manufacturas electrónicas y equipos eléctricos (C26-C27).

Cuadro 3.1
Entre 2013 y 2023, la PTF creció más en todos los sectores que en 2000-2013, especialmente en los digitales y servicios profesionales

Peso en % y contribuciones medias anuales

Sector (a)	Peso VAB 2023	Contribución 2000-2013	Contribución 2013-2023
Comercio (G)	22,51	0,10	0,20
Digital (b)	7,68	0,09	0,14
Act. profesionales (M)	8,59	-0,04	0,14
Act. administrativas (N)	6,88	-0,19	0,07
Hostelería (I)	9,97	-0,32	0,03
Otros servicios (R-S) (c)	6,49	-0,03	-0,02
Transporte (H)	7,70	-0,15	-0,03
Manufacturas (C)	20,04	0,27	-0,11
Construcción (F)	10,15	-0,19	-0,17

FUENTE: Elaboración propia a partir de Eurostat, Ivie, LFS, ESS, Comisión Europea y EUROPROD, siguiendo la metodología de Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025).

a Se excluyen agricultura (A), act. inmobiliarias (L), Admin. Pública (O), educación (P), salud (Q), electricidad y gas (D) y act. financieras (K).

b Comprende el sector de información y comunicaciones (J) y las manufacturas electrónicas y equipos eléctricos (C26-C27).

c Incluye actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento (R) y otros servicios (S).

- Finalmente, el proceso de reasignación entre sectores apenas habría contribuido al avance de la PTF desde 2013. De hecho, el crecimiento de la PTF desde 2013 habría sido prácticamente el mismo en ausencia de cambios en la composición sectorial (véase gráfico 3.2.a). Esta contribución contrasta con el período previo a 2013, cuando el aumento del peso de los sectores menos productivos afectó negativamente a la PTF agregada.

La reasignación de recursos entre empresas activas dentro de cada sector ha desempeñado un papel determinante en el crecimiento de la PTF española desde 2013. En concreto, los factores productivos —capital y trabajo— se han desplazado con mayor intensidad hacia las empresas más productivas, lo que ha favorecido un uso más eficiente del conjunto de recursos disponibles.

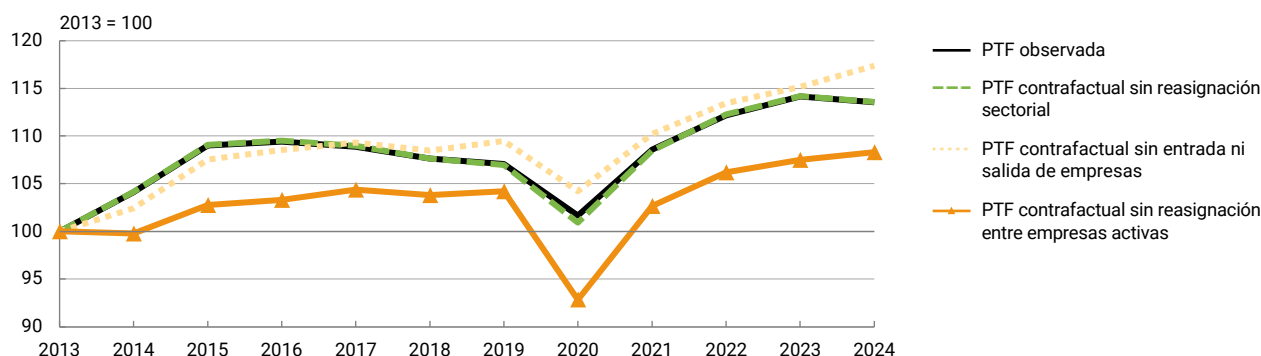
- La reasignación de recursos entre empresas dentro de cada sector explica la mayor parte del avance de la PTF desde 2013. En particular, si se mantuvieran los pesos relativos de las empresas constantes en sus niveles de 2013, la productividad agregada habría crecido aproximadamente la mitad entre 2013 y 2024 (véase gráfico 3.2.a). Es decir, entre el conjunto de empresas activas durante todo el período, la ganancia de cuota de las empresas más productivas dentro de cada sector explica, en gran medida, el aumento de la productividad agregada. El resto del crecimiento de la PTF agregada se debería al crecimiento de la productividad de las empresas, dado que la contribución de la reasignación sectorial y del margen intensivo fue prácticamente nula (véase gráfico 3.2.a)¹⁷. Esta evolución contrasta

¹⁷ En concreto, en un ejercicio contrafactual en el que los pesos de los sectores se mantienen constantes en sus niveles iniciales y en otro ejercicio contrafactual en el que no se produce ninguna entrada y salida de empresas, la productividad agregada habría mostrado una evolución muy similar a la observada (véase gráfico 3.2.a).

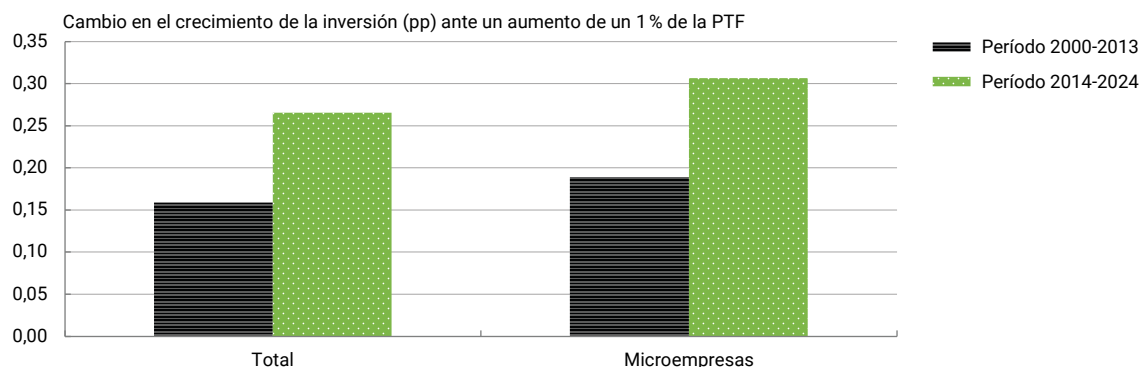
Gráfico 3.2

La reasignación de recursos entre empresas dentro de los sectores explica la mayor parte del crecimiento de la PTF a partir de 2013

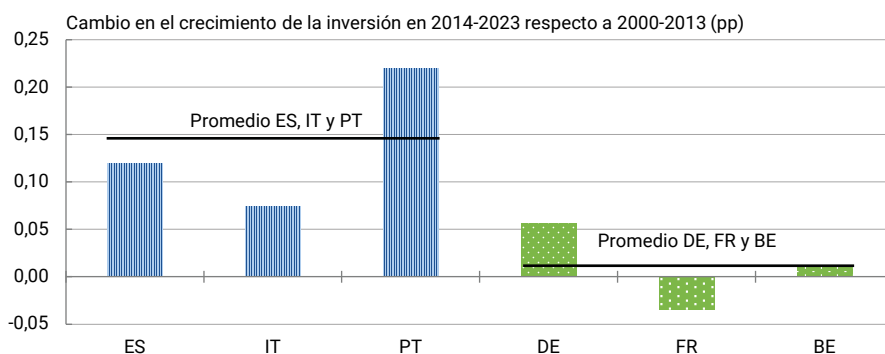
3.2.a Evolución de la PTF (a)



3.2.b Relación entre crecimiento de la inversión y PTF de la empresa en España (b)



3.2.c Relación entre crecimiento de la inversión y PTF de la empresa, por país (c)


FUENTES: Banco de España (CBI) y Orbis.

- a** La PTF observada se obtiene a partir de una estimación de la PTF para cada empresa que se agrega, primero, a cuatro dígitos sectoriales como suma ponderada por valor añadido de las PTF empresariales en cada sector y, segundo, como suma ponderada por valor añadido de las PTF sectoriales. La serie «PTF contrafactual sin reasignación sectorial» replica el cálculo manteniendo fijos los pesos sectoriales en el año 2013. La serie «PTF contrafactual sin entrada ni salida de empresas» considera únicamente las empresas presentes en la CBI durante todo el período. La serie «PTF contrafactual sin reasignación entre empresas activas» se centra también en aquellas empresas disponibles todo el período y fija los pesos de las empresas en 2013.
- b** La variable dependiente es el crecimiento de la inversión, y la variable de interés es la PTF rezagada interaccionada con el período (hasta 2013 y desde 2014). Se incluyen efectos fijos de tamaño e industria-año. Un aumento del 10% en la PTF eleva el crecimiento de la inversión en 1,6 pp antes de 2013 y en 2,7 pp después (el crecimiento mediano de la inversión apenas varía).
- c** La variable dependiente es el crecimiento de la inversión, y la variable de interés es la PTF rezagada interaccionada con el período 2014-2023, de manera que muestra la diferencia respecto a 2000-2013. Se incluyen efectos fijos de tamaño e industria-año. Un aumento del 10% en la PTF se asocia con un crecimiento de la inversión 1,5 pp superior en España, Italia y Portugal tras 2013, frente a 0,1 pp en Alemania, Francia y Bélgica.



con la contribución negativa de la reasignación entre empresas a la PTF antes de 2013 (véase, por ejemplo, Fu y Moral-Benito, 2018).

- La mejora en la asignación de capital y trabajo entre empresas a partir de 2013 se materializa en un mayor crecimiento del empleo y de la inversión en el caso de las empresas más productivas (con mayor PTF) dentro de cada sector. Así, el vínculo entre productividad y crecimiento del empleo se ha cuadruplicado en el período más reciente, sin que el crecimiento mediano del empleo haya variado de forma apreciable. Mientras que antes de 2013 un aumento del 10 % en la PTF se asociaba con un incremento del empleo de 0,1 pp, a partir de ese año dicha relación se eleva hasta 0,5 pp. De forma análoga, el coeficiente que relaciona la PTF con el crecimiento de la inversión pasa de 1,5 pp antes de 2013 a 2,6 pp posteriormente (véase gráfico 3.2.b). Además, la correlación entre rentabilidad y el margen extensivo de la inversión ha aumentado más de tres veces en el período pos-2013 (véase [recuadro 3.1](#)).
- Finalmente, un resultado interesante es que este cambio en el patrón de asignación de recursos entre empresas de un mismo sector se observa también en otros países del sur de Europa, como Portugal e Italia, pero no en economías del centro y norte de la UEM, como Alemania, Francia o Bélgica (véase gráfico 3.2.c).

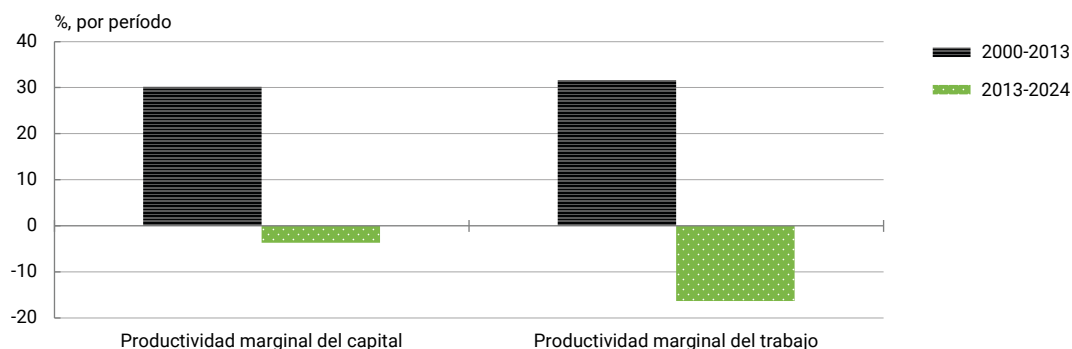
Indicadores alternativos sobre la evolución de la eficiencia asignativa —basados en la dispersión de las productividades marginales de las empresas de un mismo sector— confirman una mejora en la asignación de los recursos entre empresas en España.

- De acuerdo con el marco conceptual de Hsieh y Klenow (2009), en ausencia de fricciones, el capital y el trabajo fluirían hacia las empresas con mayores retornos marginales hasta su igualación entre empresas (por la ley de rendimientos decrecientes), lo que reduciría la dispersión observada. De este modo, una dispersión elevada y persistente refleja la existencia de fricciones que dificultan este proceso de reasignación eficiente y generan pérdidas de productividad agregada (para más detalles, véase el anejo metodológico).
- En este contexto, entre 2000 y 2013 se produjo un aumento sustantivo de la dispersión de las productividades marginales del capital y del trabajo, lo que refleja que fricciones crecientes impidieron que los recursos fluyeran hacia las empresas más productivas (véase gráfico 3.3.a). Entre los factores que la literatura identifica como determinantes de este deterioro destacan, entre otros, una asignación ineficiente del crédito (Gopinath, Kalemli-Özcan, Karabarbounis y Villegas-Sanchez, 2017; Basco, Lopez-Rodriguez y Moral-Benito, 2025) y el deterioro del funcionamiento del marco institucional y de la intervención pública (García-Santana, Moral-Benito, Pijoan-Mas y Ramos, 2020).
- Sin embargo, desde el año 2013 la dispersión del retorno marginal laboral ha caído más del 15 %, mientras que la del capital ha disminuido en torno al 4 % (véase gráfico 3.3.a). Además, esta mejora ha sido generalizada por sectores. En particular, la dispersión del retorno de la renta del trabajo (capital) se ha reducido en un 27 % (10 %) en la construcción, un 15 % (4 %) en el sector manufacturero y un 14 % (2 %) en el sector servicios. Esta evolución apunta a

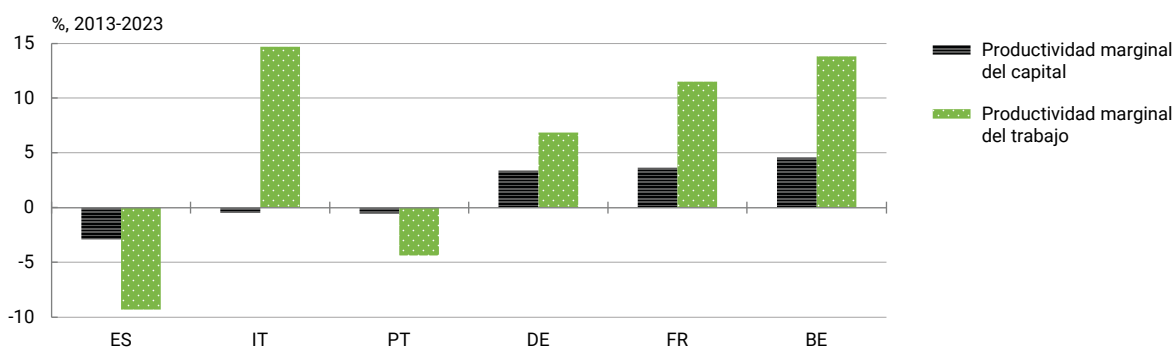
Gráfico 3.3

Los indicadores de eficiencia asignativa de los factores productivos, capital y trabajo, apuntan a una mejora significativa

3.3.a Variación de la desviación estándar de la productividad marginal del capital y del trabajo en España (a)



3.3.b Variación de la desviación estándar de la productividad marginal del capital y del trabajo en España (a)



FUENTES: Banco de España (CBI) y Orbis.

a Dispersión de la productividad marginal del capital y de la productividad marginal del trabajo medidas para cada sector a cuatro dígitos. Se ponderan los resultados sectoriales utilizando el valor añadido como ponderador. La productividad marginal del capital se refiere a la ratio entre valor añadido y capital, mientras que la productividad marginal del trabajo se refiere a la ratio entre valor añadido y empleo. Para más detalles, véase el anejo metodológico.



una mejora generalizada de la eficiencia asignativa a partir de 2013, especialmente en el caso del factor trabajo (para más detalles, véase Guner, Gutiérrez, Moral-Benito y Ruggieri, 2026).

- En comparación europea, Italia y Portugal también registran descensos en la dispersión del retorno marginal del capital, aunque más reducidos que en España, frente a los aumentos observados en las economías del norte de Europa (véase gráfico 3.3.b). En el caso del retorno marginal laboral, España y Portugal muestran una caída destacada de la dispersión, mientras que Alemania, Francia, Bélgica e Italia presentan incrementos (véase gráfico 3.3.b).

La contribución de las entradas y las salidas de empresas a la evolución de la productividad —el denominado «margen extensivo»— ha sido prácticamente nula desde 2013. No obstante, las empresas de nueva creación tienden a mostrar, a partir de 2013, un mayor dinamismo en sus

primeros años de actividad, lo que sugiere un potencial de contribución positiva a medio plazo a medida que estas cohortes ganen peso dentro del tejido productivo.

- El proceso de creación destructiva depende tanto de la intensidad de los flujos de creación y destrucción empresarial como de los niveles relativos de productividad de las empresas que entran y salen del mercado.
- Por un lado, las tasas de entrada y de salida de empresas en España se han mantenido en niveles relativamente similares antes y después de 2013. En concreto, la tasa de entrada se situó, en promedio, en torno al 11,6 %, mientras que la tasa de salida se situó alrededor del 10,3 %. Además, estas tasas de creación y destrucción de empresas muestran, en términos generales, niveles alineados con los de nuestros principales socios europeos.
- Por otro lado, las empresas que entran o salen del mercado presentan una menor productividad que las ya establecidas. En particular, las empresas que se crearon entre 2013 y 2024 mostraron, en promedio, una productividad un 25 % inferior a la de las establecidas, mientras que las empresas que abandonaron el mercado eran, en promedio, un 38 % menos productivas que las incumbentes.
- En conjunto, la contribución neta a la evolución de la productividad agregada de la entrada y la salida de empresas entre 2013 y 2024 fue muy pequeña, e incluso ligeramente negativa (véase gráfico 3.2.a)¹⁸. En particular, de acuerdo con una descomposición estándar de los distintos componentes del margen extensivo (entrada y salida), la contribución positiva de las empresas que han salido del mercado —al ser menos productivas que las establecidas— ha sido menor que la contribución negativa de las entrantes —dado que son también menos productivas que las establecidas—¹⁹.
- En todo caso, conviene destacar que las nuevas empresas creadas a partir de 2013 convergen hacia los niveles de productividad de las ya establecidas en torno a su quinto año de vida, mientras que las empresas creadas antes de 2013 aún mantenían una brecha negativa y significativa tras cinco años desde su creación. Es decir, la productividad de las empresas que iniciaron su actividad entre 2014 y 2019 aumentó, en los cinco años siguientes (2019-2024), alrededor de 24 puntos porcentuales (pp) más que la de las empresas ya existentes, de modo que desde el quinto año, en promedio, las nuevas empresas creadas a partir de 2013 pasan de contribuir negativamente a contribuir positivamente al crecimiento de la productividad agregada. Este patrón refuerza la relevancia de los mecanismos de

18 Durante la crisis financiera global (2008-2013), la contribución del margen extensivo al crecimiento de la productividad agregada fue algo mayor que la observada a partir de 2013, como resultado de un aumento de la destrucción empresarial concentrado en empresas con niveles de productividad especialmente bajos. No obstante, incluso en ese período dicha contribución fue cuantitativamente reducida en comparación con la del componente de reasignación de recursos entre empresas activas (González, Moral-Benito y Soler, 2023). Este patrón es coherente con la naturaleza predominantemente financiera de la crisis, dado que el endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito tiende a limitar la intensidad del margen extensivo en el proceso de creación destructiva (Osoimehin y Pappadà, 2017).

19 Para más detalles metodológicos sobre estas descomposiciones, véase Fu y Moral-Benito (2018). Además, este patrón se mantiene si se consideran las empresas entrantes hasta su tercer o quinto año de actividad, debido a que la brecha respecto a las empresas establecidas sigue siendo negativa, aunque menor que en el primer año.

destrucción creativa y sugiere que su contribución agregada a la productividad podría intensificarse más allá de lo observado hasta la fecha, en la medida en que las empresas de nueva creación —caracterizadas por un mayor potencial de crecimiento y eficiencia— consoliden su presencia y aumenten su peso relativo en el tejido productivo.

Las empresas españolas crecen menos que las del resto de la UEM durante sus primeros años de vida, si bien aquellas empresas creadas a partir de 2013 en España muestran una dinámica de crecimiento significativamente más elevada que las creadas a principios de los 2000.

- El tamaño medio de las empresas españolas al nacer es similar al de sus homólogas europeas, lo que sugiere que las diferencias observadas en el tamaño empresarial responden principalmente a una menor capacidad de crecimiento posterior. Tanto en España como en el resto de la UEM, las empresas presentan en su primer año de actividad, de media, alrededor de 2 empleados, pero a partir del quinto año las europeas alcanzan una media de 20 trabajadores, frente a los 12 del caso español (véase gráfico 3.4.a)²⁰.
- No obstante, la capacidad de crecimiento de las empresas españolas en sus primeros años de actividad ha mostrado una mejora apreciable en los últimos años. En particular, al comparar las empresas constituidas en 2013-2014 con las constituidas en 2000-2001, se observa que las primeras triplican su empleo durante los siete primeros años de vida, mientras que las segundas lo duplican en el mismo horizonte temporal (véase gráfico 3.4.b).
- Además, la productividad de las empresas creadas a partir de 2013 es aproximadamente un 7 % superior a la de aquellas creadas con anterioridad en su primer año de actividad. Asimismo, según datos de Eurostat, el 52 % de las empresas nacidas en 2000-2001 seguían operando cinco años después, mientras que en el caso de las nacidas en 2013-2014 este porcentaje se sitúa en el 43 %. Este mayor dinamismo empresarial—caracterizado por una combinación de una productividad más elevada en la entrada y patrones de selección más intensos— podría explicar, al menos en parte, la mayor capacidad de crecimiento de las empresas a partir de 2013.

En este contexto, el peso relativo de las microempresas en la estructura productiva española se redujo de forma apreciable entre 2013 y 2023, si bien continúa siendo elevado en comparación con las principales economías de la zona del euro.

- El peso de las microempresas —aquellas con menos de 10 empleados— en el empleo total ha disminuido en torno a 6 pp, pasando de niveles cercanos al 41 % a aproximadamente el 35 % (véase gráfico 3.5.a). Esta reducción ha venido acompañada por un aumento equivalente en la participación de las grandes empresas —definidas como aquellas con más de 249 empleados (véase el anejo metodológico)—. Por el contrario, la cuota de empleo de las

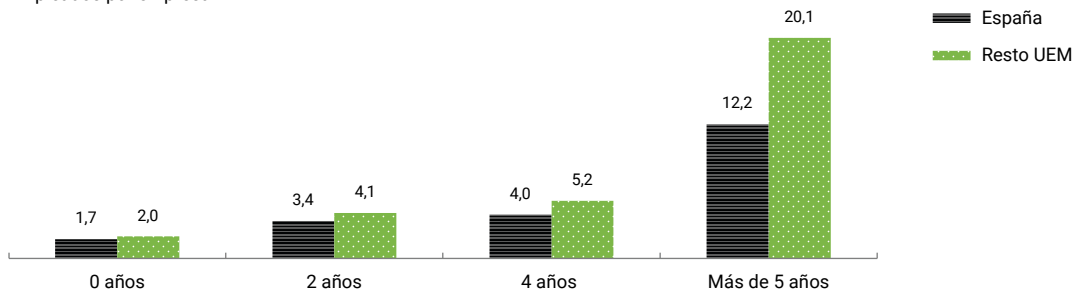
²⁰ La literatura económica identifica factores como la disponibilidad de financiación externa (Beck y Demirguc-Kunt, 2006) y las barreras regulatorias y rigideces del mercado laboral (Caggese, Cuñat y Metzger, 2019) como elementos que podrían condicionar esta trayectoria.

Gráfico 3.4

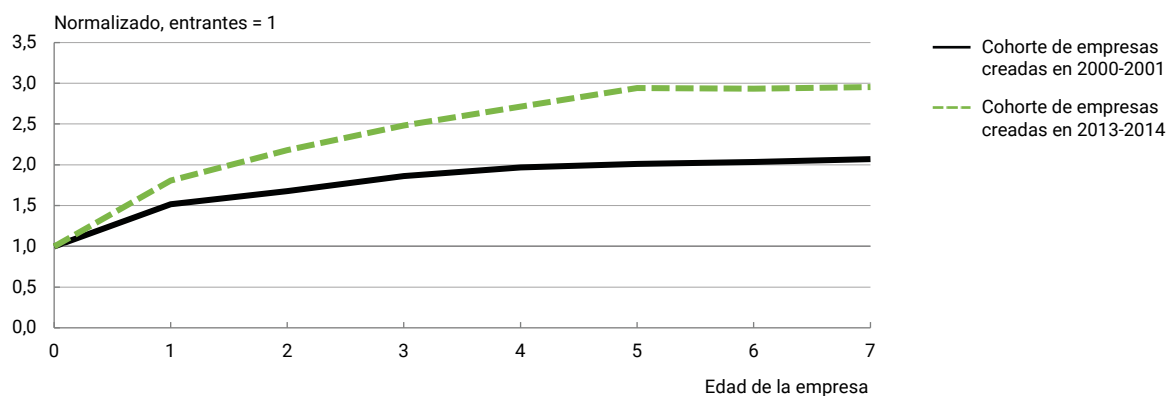
Las empresas españolas tienen menos capacidad de crecimiento que las europeas en sus primeros años de vida, aunque esta situación ha mejorado en la última década

3.4.a Tamaño medio por edad de la empresa (a)

Empleados por empresa



3.4.b Evolución del tamaño medio por edad de la empresa (b)



FUENTES: Banco de España (CBI) y Eurostat.

- a «Resto UEM» se refiere a Alemania, Francia, Italia y Países Bajos. Los datos corresponden a empresas con empleados activas en 2023.
 b Mediana del empleo por edad de la empresa calculada a nivel de sector (dos dígitos) y agregada mediante ponderación por valor añadido. Se comparan dos cohortes de empresas españolas: aquellas creadas en 2000-2001 y las creadas en 2013-2014.



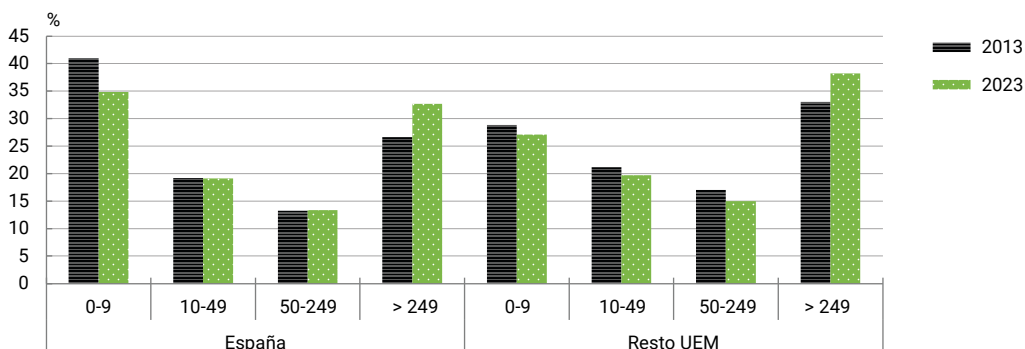
pymes —entre 10 y 249 trabajadores— se ha mantenido prácticamente estable a lo largo del período analizado.

- Aunque esta dinámica también se observa en el resto de la UEM, su intensidad es menor, tanto en la reducción del peso de las microempresas como en el avance de las grandes. En todo caso, la proporción de microempresas sigue superando en 8 pp la media del área del euro en 2023 (35 %, frente al 27 %) (véase gráfico 3.5.a). Esta brecha sigue condicionando la capacidad del tejido productivo para aprovechar economías de escala, invertir en innovación y acceder a los mercados internacionales.

Gráfico 3.5

Las microempresas pierden peso en España desde 2013, si bien siguen teniendo una mayor prevalencia que en el resto de la UEM

3.5.a Peso en empleo por tamaño de la empresa (a)



FUENTE: Comisión Europea.

a «Resto UEM» se refiere a Alemania, Francia, Italia y Países Bajos.



La productividad de las empresas españolas es inferior a la de la media europea en todos los estratos de tamaño –especialmente en el caso de las microempresas y las grandes empresas–, aunque la brecha se redujo apreciablemente entre 2013 y 2023 –sobre todo en el caso de las pymes–.

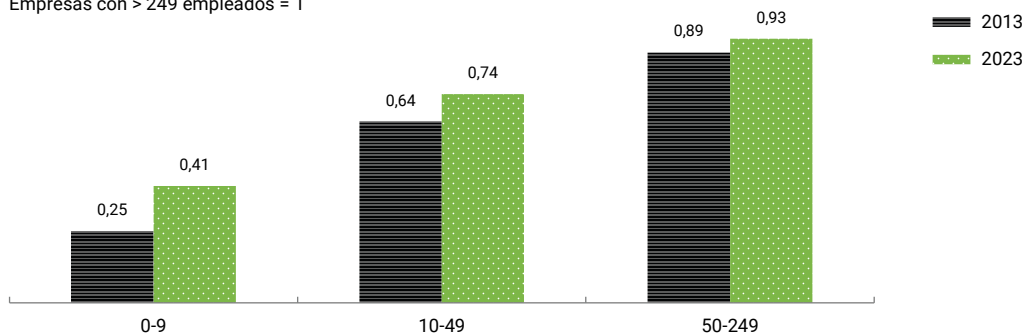
- Las empresas de menor tamaño presentan niveles de productividad significativamente inferiores a los correspondientes a empresas de mayor dimensión (Moral-Benito, 2018). En concreto, en 2023 las microempresas registraban una productividad un 60 % inferior a la de las grandes empresas (véase gráfico 3.6.a). Esta brecha se reduce progresivamente a medida que aumenta el tamaño empresarial y se sitúa en torno al 7 % en el caso de las medianas. En cualquier caso, destaca la corrección de las diferencias desde 2013, período en el que la distancia entre microempresas y grandes empresas se ha reducido en 16 pp. Esta evolución es reseñable, ya que desde 2013 también ha aumentado la productividad de la empresa promedio de más de 250 empleados en casi un 30 %.
- La comparación de la productividad por tamaño empresarial entre España y el resto de la UEM, a partir de estimaciones de la PTF a nivel de empresa con datos de Orbis –véase el anejo metodológico–, muestra que en 2023 la brecha negativa era más acusada en las microempresas (–19 %) y en las grandes empresas (–13 %), mientras que era muy reducida en las pymes (en torno al –5 %) (véase gráfico 3.6.b). Estos patrones se mantienen al controlar por la composición sectorial de los diferentes países, y también al medir la productividad mediante el valor añadido por trabajador a partir de la información de Eurostat.
- En todo caso, entre 2013 y 2023 se redujo la brecha de productividad entre España y el resto de la UEM en todos los segmentos empresariales, si bien con una marcada heterogeneidad. Mientras que en las pymes el diferencial se estrechó en torno a 7 pp –desde el –12 % hasta

Gráfico 3.6

Las empresas españolas son menos productivas que las europeas, especialmente las microempresas y las grandes empresas, si bien la brecha se está cerrando ligeramente desde 2013

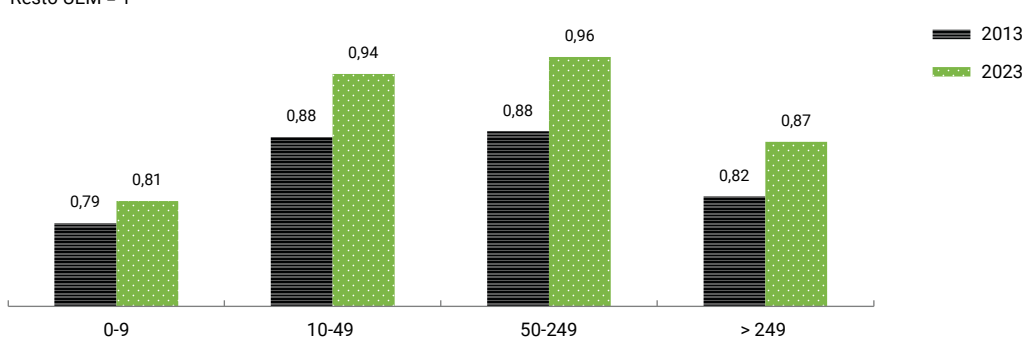
3.6.a PTF relativa de las pymes respecto a empresas grandes en España (a)

Empresas con > 249 empleados = 1



3.6.b PTF relativa de las empresas españolas respecto al resto de la UEM (b)

Resto UEM = 1


FUENTES: Banco de España (CBI) y Orbis.

- a** Ratio de la PTF estimada a nivel de empresa por tamaño empresarial (0-9, 10-49, 50-249) respecto a las de más de 249 empleados. Las estimaciones se obtienen a partir de regresiones por año en las que la variable dependiente es la PTF y se incluyen indicadores de tamaño empresarial. Los resultados se expresan respecto a la categoría omitida, correspondiente a las empresas de mayor tamaño, normalizada a 1. Las barras muestran los coeficientes estimados para los años 2013 y 2023. Para más detalles sobre la estimación de la PTF a nivel de empresa, véase el anexo metodológico.
- b** Ratio de la PTF estimada a nivel de empresa entre las empresas españolas y las de Alemania, Francia, Italia y Países Bajos. Las estimaciones se obtienen a partir de regresiones por año y tamaño empresarial en las que la variable dependiente es la PTF y se incluyen indicadores de país. Los resultados se expresan en relación con la categoría omitida, correspondiente al resto de la UEM, normalizada a 1. Las barras muestran los coeficientes estimados para los años 2013 y 2023.



el -5 % en ambos casos—, en las microempresas la convergencia fue mucho más limitada, con una reducción de apenas 2 pp —desde el -21 % hasta el -19 %—. En el caso de las grandes empresas, el avance habría sido de 5 pp —desde un valor superior al -18 % hasta el -13 %—.

La contribución de las grandes empresas a la productividad agregada es fundamental, ya que, como pone de manifiesto la literatura, explica una parte sustancial de su evolución; así, el déficit relativo de compañías de gran tamaño altamente productivas que presenta España en comparación con la UEM subraya la importancia de comprender qué factores caracterizan a este tipo de empresas.

- De acuerdo con la literatura disponible, las empresas de mayor tamaño contribuyen de forma desproporcionada al crecimiento de la productividad agregada, dado que estas lideran los incrementos de productividad dentro de sus sectores, actuando como motores del avance tecnológico y la eficiencia (Autor, Dorn, Katz, Patterson y Reenen, 2020; De Loecker, Eeckhout y Unger, 2020).
- En el caso español, las empresas de gran tamaño muestran una brecha negativa —respecto a las grandes empresas del resto de la UEM— en su productividad mayor que la correspondiente a las pymes (véase gráfico 3.6.b). Esto indica que el diferencial de productividad-país se concentra, sobre todo, en la cola baja (microempresas) y en la cola alta del tejido productivo (grandes empresas), lo que evidencia la necesidad de elevar el número y la productividad de nuestras «empresas tractoras» como motores del crecimiento agregado de la productividad²¹.
- En efecto, entre 2013 y 2023 las empresas grandes explicaron en torno al 42 % del crecimiento de la PTF agregada en España, a pesar de representar únicamente alrededor del 0,14 % del total de empresas. No obstante, en el caso español, el crecimiento de la productividad en el conjunto del período ha sido similar en las pymes y en las empresas grandes, lo que sugiere que la elevada contribución de las grandes empresas responde fundamentalmente a su elevado peso en la economía²², y no tanto a un mayor dinamismo en su productividad respecto a las empresas de menor tamaño. En contraste, la caída registrada en la PTF agregada entre 2000 y 2013 se debió, casi íntegramente, a la contribución de las pymes, mientras que la contribución de las grandes empresas fue prácticamente nula.
- Entender qué permite a una empresa convertirse en grande y exitosa es crucial para cerrar esa brecha de «empresas líderes» en nuestro país e incrementar su contribución a la productividad agregada. En este sentido, algunas características de estas empresas que cabe destacar es que realizan enormes inversiones de capital desde sus primeros años de creación, operan inicialmente con beneficios casi nulos y dependen en gran medida de financiación externa temprana para sostener su rápido crecimiento (Guntin y Kochen, 2025). Estos hallazgos implican que las fricciones financieras y otros obstáculos al crecimiento (por ejemplo, dificultad de acceder a crédito o capital riesgo) afectan, sobre todo, a las firmas con mayor potencial e impiden que alcancen la escala óptima.
- De hecho, Guntin y Kochen (2025) cuantifican que las distorsiones que frenan la entrada y expansión de estas futuras grandes empresas explican la mayor parte de las pérdidas agregadas de productividad asociadas a la mala asignación de recursos. Por tanto, favorecer la aparición y el crecimiento de más «campeones empresariales» (mediante un entorno financiero, tecnológico y regulatorio propicio) es imprescindible para que España cuente con un mayor número de compañías de talla mundial y altamente productivas, y reduzca así su déficit relativo frente a los socios europeos en este ámbito.

21 Estos patrones se mantienen al controlar por la composición sectorial de los diferentes países y al medir la productividad mediante el valor añadido por trabajador con datos de Eurostat.

22 Según datos de la Comisión Europea, las empresas grandes concentran aproximadamente el 33 % del empleo y generan en torno al 41 % del valor añadido en el conjunto de la economía española.

3 El papel de la financiación y factores financieros que pueden fomentar el crecimiento empresarial

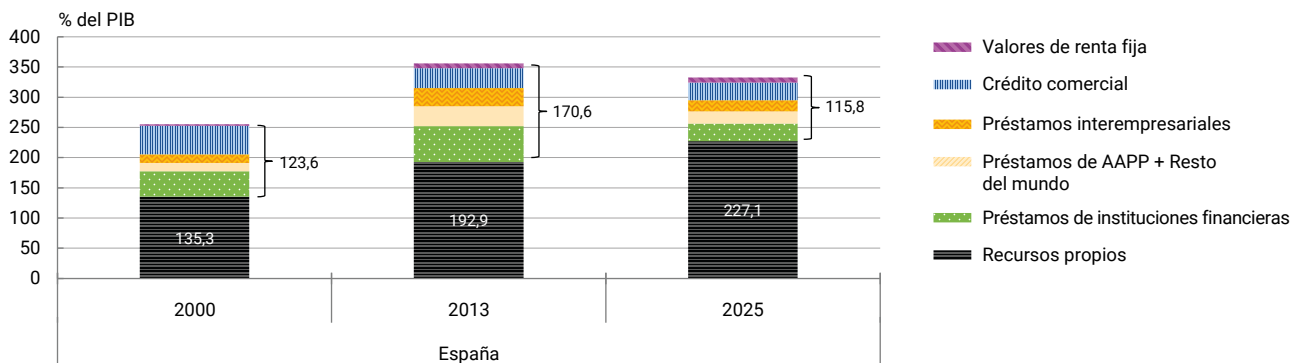
El desarrollo y el correcto funcionamiento del sistema financiero constituyen un determinante fundamental del crecimiento económico y de la productividad, al facilitar una asignación más eficiente del ahorro hacia los proyectos y las empresas con mayor potencial productivo.

- La evidencia empírica disponible indica que los países con sistemas financieros más desarrollados registran mayores tasas de crecimiento a largo plazo, y que esta relación no obedece a causalidad inversa, sino que opera principalmente a través de la mitigación de las restricciones de financiación externa que limitan la expansión empresarial y la inversión en innovación (Levine, 2005).
- En este contexto, los resultados expuestos en la sección anterior ponen de manifiesto que la mejora reciente de la productividad total de los factores en España desde 2013 ha estado asociada a una asignación más eficiente del capital y del trabajo entre empresas, lo que ha favorecido un mayor dinamismo de las más productivas.
- Este mecanismo resulta especialmente relevante en el caso de las pymes, que, pese a concentrar una parte sustancial del empleo y del potencial de crecimiento, han afrontado tradicionalmente mayores restricciones en el acceso a la financiación externa. Garantizar que los flujos de financiación se dirijan hacia aquellas pymes con mayores perspectivas de crecimiento y capacidad innovadora resulta, por tanto, clave para reforzar los procesos de reasignación eficiente de recursos y elevar el crecimiento agregado de la productividad.
- La literatura teórica y empírica ha identificado diversos canales mediante los cuales la estructura, la disponibilidad y la calidad de la financiación influyen sobre estas dinámicas, condicionando tanto la capacidad de crecimiento de las empresas como los procesos de reasignación de recursos, entrada y salida del mercado y acumulación de activos intangibles.
- A la luz de estos mecanismos, esta sección ilustra el proceso de desapalancamiento de las empresas españolas, que ha contribuido a reforzar su solvencia y flexibilidad financiera, y examina el papel de los factores financieros en el crecimiento empresarial en España. En este análisis se presta especial atención a la mejora en la asignación del crédito bancario a las microempresas, segmento en el que desde 2013 se ha reforzado de forma significativa el vínculo positivo entre crecimiento del crédito y productividad, pese a sus mayores problemas de información asimétrica. Por último, se analizan el desarrollo de fuentes alternativas de financiación —como los mercados especializados, el crédito y capital privado o el capital riesgo— y su papel complementario al crédito bancario en la diversificación de la financiación empresarial, con especial relevancia para el apoyo a empresas jóvenes e innovadoras y para el impulso del crecimiento y la productividad.

Gráfico 3.7

El descenso de los recursos ajenos muestra una importante heterogeneidad por fuente de financiación desde 2013

3.7.a Pasivos de sociedades no financieras. España (a)



FUENTE: Banco de España. Última observación: IV TR 2025.

a Cuentas financieras no consolidadas.



3.1 El proceso de desapalancamiento de las empresas

Los fondos propios de las sociedades no financieras han crecido con fuerza desde el año 2000 y han ganado peso relativo frente a la financiación ajena. Por su parte, el proceso de desapalancamiento, que comenzó en 2008, aunque de carácter generalizado, ha sido muy desigual y especialmente intenso en las pymes y en las empresas con mayor nivel de riesgo. Este ajuste refleja no solo restricciones en la oferta de préstamos bancarios, sino también decisiones por parte de las empresas orientadas a reforzar su solvencia y su liquidez.

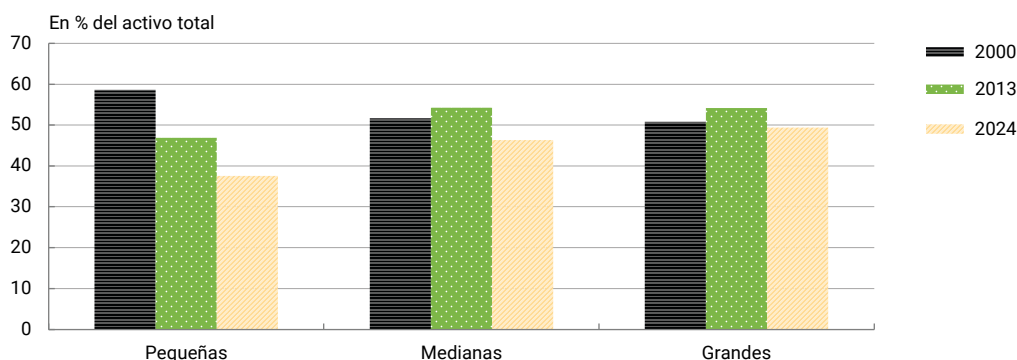
- Durante el período 2000-2025 se produjo un incremento notable y continuado de los fondos propios de las sociedades no financieras españolas, que pasó de representar el 135,3 % del PIB en el año 2000 a alcanzar el 227,1 % en 2025 (véase gráfico 3.7.a). Esta evolución ha propiciado que estos recursos adquieran una mayor relevancia como fuente de financiación de las empresas (pasando de suponer el 52,3 % a suponer el 66,2 % de su pasivo durante dicho período).
- Por su parte, los recursos ajenos descendieron de manera notable durante el período considerado. No obstante, se distinguen dos fases bien diferenciadas: una etapa de aumento del endeudamiento, hasta alcanzar su máximo en 2007 (189,3 % del PIB), en el inicio de la crisis financiera global y un proceso de desapalancamiento posterior. En conjunto, en términos no consolidados, la financiación ajena total²³ pasó del 123,6 % del PIB en el año 2000 al 170,6 % en 2013, para reducirse posteriormente hasta el 115,8 % en 2025. El desglose por fuentes de financiación revela una marcada heterogeneidad. Así, mientras que el crédito comercial y los préstamos bancarios se redujeron de forma sustancial [17,9 puntos

23 La financiación ajena total incluye tanto aquella con coste como aquella sin él.

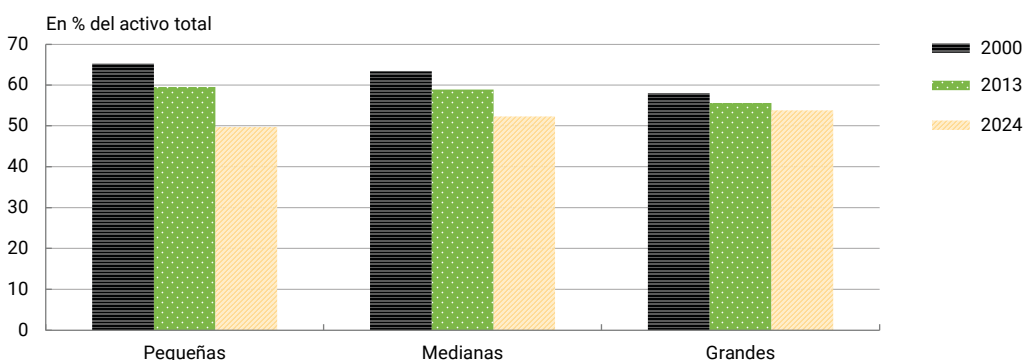
Gráfico 3.8

Las empresas han reducido su recurso a la financiación ajena, sobre todo las de menor tamaño

3.8.a Financiación ajena de las empresas españolas. Desglose por tamaño (a)



3.8.b Financiación ajena de las empresas en la UEM. Desglose por tamaño (a) (b)



FUENTE: Bank for the Accounts of Companies Harmonized (BACH).

- a Se consideran pequeñas las empresas con un volumen de ventas inferior a 10 millones de euros; medianas aquellas con ventas superiores a 10 millones e inferiores a 50 millones, y grandes las que superan los 50 millones de euros.
- b UEM incluye Austria, Bélgica, España, Francia, Italia y Portugal.



porcentuales (pp) y 12,5 pp, respectivamente, entre los años 2000 y 2025], el resto de las partidas aumentaron. Destacan, en particular, los préstamos de las Administraciones Públicas y del resto del mundo (5,8 pp), así como los valores de renta fija y los préstamos interempresariales (6,3 pp y 4,2 pp, respectivamente).

- Aunque se trata de un proceso generalizado, el desapalancamiento ha sido más acusado en las empresas de menor dimensión. En concreto, mientras que la ratio de financiación ajena total sobre activo total de las empresas pequeñas se redujo en 21,1 pp entre 2000 y 2024, hasta el 37,6 %, este indicador únicamente disminuyó 5,3 pp durante el mismo período, hasta el 46,4 %, en las empresas medianas y solo lo hizo 1,4 pp en las grandes empresas, hasta el 49,4 % (véase gráfico 3.8.a)²⁴. Cabe reseñar que este proceso no se debe, al menos

²⁴ Además, tanto en el caso de las empresas medianas como en el de las grandes, el desapalancamiento comenzó más tarde, dado que sus ratios de financiación ajena total sobre activo total eran ligeramente más altas en 2013 que en 2008.

exclusivamente, a la salida del mercado de las empresas más endeudadas, ya que se observa un patrón similar en una muestra de empresas que se mantiene constante a lo largo de todo el período. Además, usando la misma métrica, se puede observar que las empresas españolas han estado siempre menos apalancadas que las del área del euro, independientemente de su tamaño, durante todo el período analizado (véase gráfico 3.8.b).

- El proceso de desapalancamiento también ha presentado una notable heterogeneidad en otras dimensiones, al ser más pronunciado en las empresas que partían de un mayor riesgo de crédito²⁵. Además, se observa una recomposición significativa del pasivo incluso entre empresas con capacidad para acceder a nueva financiación externa. Este resultado sugiere que el proceso de desapalancamiento no estaría impulsado únicamente por restricciones de oferta, sino también por decisiones empresariales orientadas a reforzar la posición y la flexibilidad financiera. Como consecuencia, dicho proceso ha venido acompañado de un aumento de la liquidez.
- Estos resultados son coherentes con los de la Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación (SAFE, por sus siglas en inglés). Estos indican un progresivo descenso del porcentaje de pymes que tienen restringido el acceso a préstamos bancarios²⁶, que en la actualidad se sitúa en el mínimo histórico desde que comenzara la encuesta en 2009, así como una reducción del porcentaje de estas que demandan dicha fuente de financiación desde mediados de 2022.

3.2 La asignación del crédito bancario según las características de las empresas y de los bancos

Las empresas españolas más productivas han recurrido, en mayor medida, a fondos propios, independientemente de su tamaño. En cuanto a la financiación ajena, las pymes más productivas —especialmente, las microempresas— utilizan más el crédito bancario.

- En cuanto al vínculo entre estructura de pasivo y productividad, puede observarse que, durante el período 2000-2024, las empresas españolas más productivas se financiaron en mayor medida con recursos propios, independientemente de su tamaño (véase gráfico 3.9.a). Ello podría deberse a su mayor capacidad para generar capital de manera orgánica, mediante beneficios retenidos, o para obtenerlo por parte de inversores externos. El primero de estos dos canales es coherente con la relación positiva entre rentabilidad y productividad documentada en el [recuadro 3.1](#), dado que una mayor generación de excedentes empresariales permite incrementar los recursos propios.

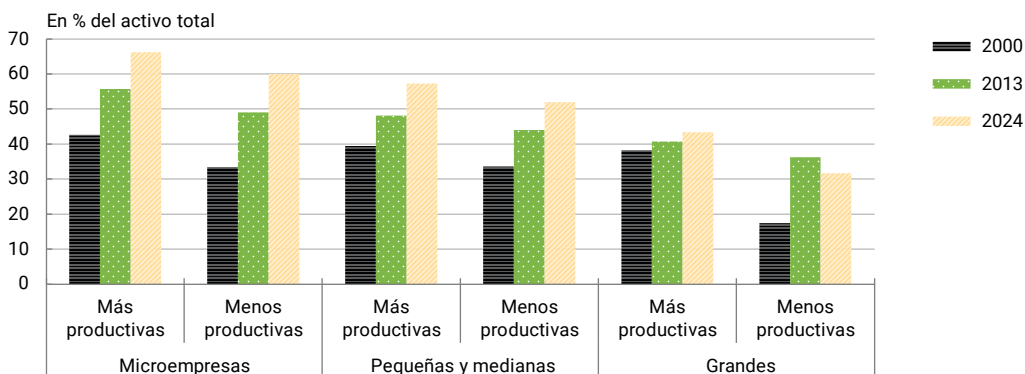
25 Para más detalles, véase Dejuan Bitria (2026).

26 Se considera que una empresa tiene restringido el acceso a préstamos bancarios si se da, al menos, una de estas circunstancias: a) su petición fue rechazada; b) solo recibió una parte del importe solicitado (menos del 75 %); c) rechazó la oferta del prestamista por considerar que su tipo de interés era demasiado elevado; d) no solicitó ninguno por prever que su petición iba a ser rechazada.

Gráfico 3.9

Las empresas españolas más productivas se financian en mayor medida con recursos propios

3.9.a Financiación propia de las empresas españolas según su productividad (a)



FUENTE: Banco de España.

a Véase el anejo metodológico para la definición de tamaño empresarial. La empresa es más productiva si su productividad total de los factores es superior a la mediana de la productividad de su sector, definido a dos dígitos de la CNAE.



- Por su parte, dentro de la financiación ajena, la bancaria tiene un mayor peso en las pymes más productivas que en las menos productivas, siendo este hecho particularmente acusado en las microempresas —diferencia entre ambos segmentos de 5,6 pp en 2024— (véase gráfico 3.10.a). Dado que estas últimas son informacionalmente opacas²⁷, ello puede indicar que las empresas más productivas de este segmento se enfrentan a menores restricciones en el acceso al crédito. Por el contrario, dentro de las grandes empresas no se observan diferencias reseñables en cuanto al peso de la deuda bancaria entre las más productivas y las menos productivas (apenas 1 pp en 2024), lo que podría estar ligado a la mayor capacidad para captar financiación en los mercados de capitales de las compañías de mayor dimensión.
- Así, la financiación ajena de las empresas de mayor tamaño está más diversificada debido a su capacidad para recurrir a valores de renta fija como fuente alternativa de financiación, a diferencia de las empresas de menor dimensión. Ello se debe a que el tamaño constituye un requisito fundamental para poder emitir deuda²⁸. El acceso a estos mercados permite a las grandes empresas ampliar sus fuentes de financiación y reducir su vulnerabilidad, especialmente en períodos en los que se endurecen las condiciones del crédito bancario. En

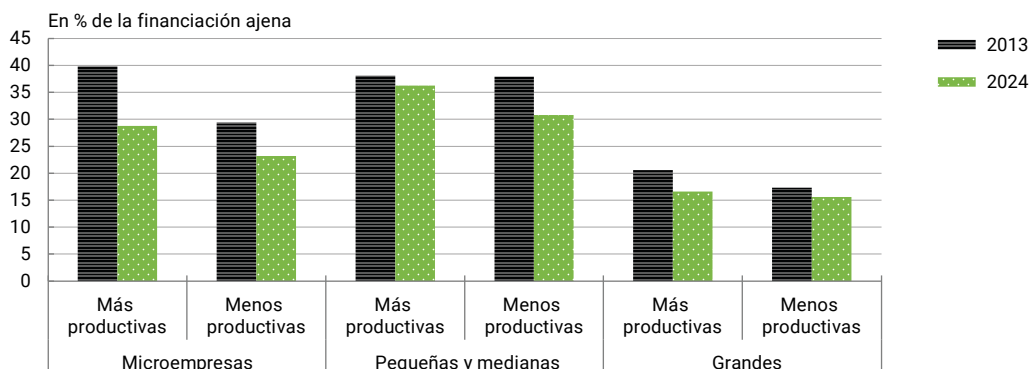
27 Véanse, por ejemplo, Berger, Klapper y Udell (2001), Scott y Dunkelberg (2003), Berger y Udell (2006), Berger, Rosen y Udell (2007) y López-Espinosa, Mayordomo y Moreno (2017).

28 En España, las pymes afrontan barreras significativas para financiarse en los mercados de renta fija, lo que las hace más dependientes del crédito bancario que las grandes empresas. Esta segmentación ha limitado el alcance de algunas medidas de política monetaria no convencional, como los programas de compras de bonos corporativos, cuyos efectos se han concentrado principalmente en empresas de mayor tamaño (Alves, Mayordomo y Ruiz-García, 2022). Aunque las pymes no acceden directamente a los mercados de renta fija, la evidencia muestra que se han beneficiado indirectamente de los programas de compras de bonos corporativos del Banco Central Europeo, que favoreció una reasignación del crédito bancario hacia empresas más pequeñas tras el lanzamiento del CSPP en 2016 (Arce, Mayordomo y Gimeno, 2021).

Gráfico 3.10

Dentro de la financiación ajena, la bancaria tiene un mayor peso en las pymes más productivas

3.10.a Financiación bancaria de las empresas españolas según su productividad (a)



FUENTE: Banco de España.

a Véase el anejo metodológico para la definición de tamaño empresarial. La empresa es más productiva si su productividad total de los factores es superior a la mediana de la productividad de su sector, definido a dos dígitos de la CNAE.



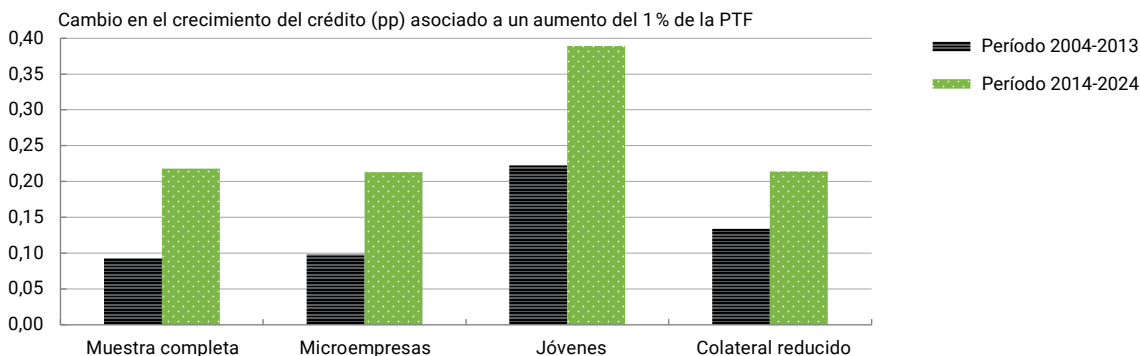
concreto, la literatura documenta que una adecuada diversificación de las fuentes de financiación mejora la resiliencia y favorece la inversión de las sociedades no financieras²⁹.

Tras la crisis financiera global y la de la deuda soberana, la asignación del crédito ha mejorado de forma notable. Desde 2014, el vínculo entre crecimiento del crédito y productividad se ha reforzado, sobre todo en las empresas más expuestas a problemas de información asimétrica. Además, dicha mejora no ha estado ligada a un aumento del apetito de riesgo por parte de los bancos.

- Análisis estadísticos con una amplia muestra de empresas y bancos para el período 2004-2024 indican que la asignación de crédito ha mejorado tras la crisis financiera global y la crisis de la deuda soberana. Para ello se explotan tres bases de datos a disposición del Banco de España (para más detalles, véase el anejo de fuentes de datos): la Central de Balances Integrada (CBI) para las características empresariales, la Central de Información de Riesgos (CIR) para la información sobre los préstamos entre compañías y entidades de crédito, y el sistema ICAS³⁰ para la solvencia de las empresas, medida a través de sus probabilidades de impago estimadas y sus correspondientes calificaciones crediticias.
- En concreto, se llevan a cabo diversos análisis de regresión para estudiar la relación entre el crecimiento del crédito bancario y la productividad empresarial (medida por la productividad total de los factores), permitiendo que dicha relación pueda variar entre los períodos 2004-

²⁹ Entre los trabajos que aportan evidencia en esta línea destacan De Fiore y Uhlig (2015), Tengulov (2026) y Bongini, Ferrando, Rossi y Rossolini (2021).

³⁰ ICAS es el acrónimo de *In-house Credit Assessment Systems*. Para más información, véase el recuadro 3.2, así como Gavilá, Maldonado y Marcelo (2020) y Auria et al. (2021).

Gráfico 3.11
El vínculo positivo entre el crecimiento del crédito y la productividad en el período 2004-2013 se intensificó a partir de 2014
3.11.a Vínculo entre crecimiento del crédito y productividad de la empresa (a)

FUENTE: Banco de España.

a Resultados obtenidos al estimar una regresión del crecimiento de crédito sobre el logaritmo de la productividad, controlando por otras características de la empresa (probabilidad de impago, edad, tamaño, número de relaciones bancarias, si la empresa tenía en el período anterior préstamos dudosos o morosos y si pertenece a un grupo empresarial). Todas las variables independientes están retardadas un año. También se incluyen efectos fijos de empresa y de tamaño-industria-provincia-año. Las empresas jóvenes son las creadas en los últimos cinco años, y las maduras, el resto. El análisis en función de la edad y del colateral se restringe a empresas pequeñas y microempresas, las más afectadas por problemas de información asimétrica. Las empresas con colateral alto (reducido) son aquellas con una ratio de activos tangibles sobre activos totales superior (inferior) a la mediana del sector en el que operan. El período muestral es 2004-2024. Todos los efectos reportados son estadísticamente significativos.



2013 y 2014-2024. En estos análisis se controla por diferencias en características empresariales observables (probabilidad de impago, tamaño, edad, sector, provincia, número de relaciones bancarias, existencia de préstamos problemáticos previos, pertenencia a un grupo empresarial), no observables y constantes en el tiempo³¹, y el ciclo económico³², con el objetivo de tener en cuenta factores que pueden incidir tanto en la oferta de crédito como en la productividad y la solvencia empresarial.

- Los principales resultados derivados de estos análisis se resumen a continuación. Primero, el vínculo positivo observado entre el crecimiento del crédito y la productividad en el período 2004-2013 se intensificó a partir de 2014 (véase gráfico 3.11.a)³³. Así, un aumento del 10 % de la productividad está asociado con una tasa de crecimiento del crédito 0,9 pp más elevada hasta 2013 y 2,2 pp mayor desde 2014. Estos efectos son más pronunciados en empresas generalmente más expuestas a problemas de información asimétrica, tales como las

31 Capturadas mediante efectos fijos de empresa.

32 Mediante la introducción de efectos fijos de sector-provincia-tamaño-año.

33 Es cierto que, en promedio, las empresas que reciben crédito en un determinado año suelen presentar mayores niveles previos de solvencia, rentabilidad y productividad que aquellas que no acceden a financiación bancaria. Este patrón es coherente con la idea de que las entidades financieras incorporan información sobre el desempeño histórico reciente de las empresas en sus decisiones de concesión de crédito. No obstante, este resultado no implica que la asignación del crédito venga determinada exclusivamente por los niveles iniciales de productividad. En particular, el ejercicio controla por un amplio conjunto de características observables de las empresas (incluida la productividad, considerada con un retardo de un año), lo que sugiere que, aun considerando su situación previa, el crecimiento del crédito se asocia de forma positiva con la productividad. Por tanto, aunque parte de la relación observada puede reflejar que las empresas más productivas tienen mayor facilidad de acceso al crédito, los resultados son coherentes con una mejora en la asignación del crédito hacia empresas con mejores perspectivas, y no solo con un efecto de selección basado en niveles iniciales de productividad.

microempresas, las jóvenes (menos de cinco años de vida), debido a su corto historial³⁴, y aquellas que suelen tener poco colateral que ofrecer como garantía para obtener préstamos bancarios³⁵. Cabe destacar que la mejoría en la asignación del crédito a empresas más productivas no ha venido acompañada de un aumento en la toma de riesgos por parte de los bancos, que podrían haber prestado a compañías menos solventes, dado que se controla por su probabilidad de impago.

Desde 2014, los bancos grandes y medianos han expandido más su crédito a empresas más productivas, aunque en las microempresas la relación es más intensa en las cooperativas, debido a su mayor conocimiento del mercado local.

- Para analizar la heterogeneidad entre los diferentes tipos de entidades de crédito —cooperativas, bancos grandes y bancos medianos— en la relación entre productividad empresarial y crecimiento del crédito, se llevan a cabo diversos análisis de regresión, también permitiendo que estas relaciones puedan variar entre los períodos 2004-2013 y 2014-2024. En estos análisis se controla por todas las características de empresas y bancos³⁶ para averiguar si las relaciones entre el crecimiento del crédito y la productividad empresarial y la probabilidad de impago dependen del tipo de entidad.
- Los principales resultados de estos análisis se resumen a continuación. Primero, a partir de 2014 los bancos grandes y medianos han incrementado su oferta de crédito a las empresas más productivas en mayor medida que las cooperativas. No obstante, en el segmento de las microempresas, donde los problemas de información asimétrica suelen ser más graves, la relación entre crédito y productividad es más intensa en estas últimas. Ello puede deberse a la práctica del *relationship lending*³⁷, propia de las cooperativas, que consiste en la adquisición de información blanda (*soft information*) durante años de relación entre banco y prestatario, y que disminuye la opacidad informativa de las pequeñas empresas. El recuadro 3.3 muestra, además, que desde la crisis financiera global el crédito de las cooperativas a las pymes ha disminuido menos que el concedido por el resto de las entidades. Este mayor apoyo se explica por su mejor conocimiento de los mercados locales, lo que refleja una menor morosidad en el segmento de las microempresas. Segundo, a partir del mismo año los tres tipos de entidades han reducido de manera similar sus préstamos a empresas con mayores probabilidades de impago³⁸.

Aun en un contexto de mejora de las condiciones financieras, persisten barreras en el acceso a la financiación bancaria que afectan, por ejemplo, a empresas sin historial crediticio y a las más innovadoras.

34 Véanse, entre otros, Schiantarelli (1996), Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven y Maksimovic (2006) y Banerjee y Blickle (2021).

35 Las empresas con poco (mucho) colateral son aquellas con una ratio de inmovilizado material sobre activo total inferior (superior) a la mediana del sector en el que operan. Véanse, por ejemplo, Rajan y Zingales (1995), Hall (2012) y Li, Whited y Wu (2016).

36 Mediante la introducción de efectos fijos banco-año y empresa-año en las estimaciones.

37 Véanse, entre otros, Petersen y Rajan (1994), Berger y Udell (1995), Bolton, Freixas, Gambacorta y Mistrulli (2016) y Beck, Degryse, De Haas y Horen (2018).

38 Todos estos resultados se mantienen cuando se restringe la muestra a los sectores en los que las cooperativas tienen un mayor peso, en términos de préstamos a pymes y autónomos. Para un mayor detalle, véase el recuadro 3.3.

- A pesar de la mejor asignación del crédito y a que, en la actualidad, no existan restricciones de oferta generalizadas de acuerdo con los indicadores disponibles, ciertos segmentos encuentran mayores dificultades en el acceso a la financiación bancaria.
- Por un lado, las empresas sin deuda bancaria previa se enfrentan a mayores obstáculos debido a su falta de historial crediticio³⁹. Este fenómeno se ve exacerbado durante períodos de incertidumbre macroeconómica, en los que los problemas de información asimétrica se acentúan, lo que lleva a los bancos a priorizar la concesión de crédito a clientes preexistentes. De este modo, las empresas sin deuda bancaria previa tienen una mayor propensión a salir del mercado que compañías similares que ya habían establecido relaciones crediticias con anterioridad.
- Por otro lado, otro segmento donde se observan mayores restricciones en el acceso al crédito es el de las empresas innovadoras. Así, según la SAFE, entre 2014 y 2025 el porcentaje de pymes que presentaban restricciones en el acceso a préstamos bancarios era mayor en las innovadoras⁴⁰ que en el resto (11,9 % y 9,6 %, respectivamente).

Políticas públicas como el programa ICO Crecimiento podrían contribuir a mitigar las restricciones en el acceso al crédito que experimentan empresas innovadoras y con fuerte inversión en intangibles e impulsar así el desarrollo de compañías viables con proyectos de inversión rentables.

- En septiembre de 2025, el Instituto de Crédito Oficial (ICO) lanzó el programa ICO Crecimiento. Dotado con 1.000 millones de euros, está dirigido a pymes solventes que, por su perfil específico —carácter innovador, fuerte inversión en intangibles, altas ratios de endeudamiento—, afrontan mayores barreras para acceder a la financiación externa. Su objetivo es complementar al sector privado mediante la concesión de préstamos en condiciones favorables para financiar proyectos de inversión y necesidades de circulante.
- De acuerdo con la información disponible (véase cuadro 3.2), la proporción de empresas solicitantes del programa con activos intangibles es mucho mayor que la proporción observada en la muestra procedente de la CBI, y su productividad también es más alta, lo que podría estar asociado a su carácter innovador. Asimismo, las primeras tienen un mayor peso de deuda bancaria a corto plazo y están más apalancadas que las segundas, lo que lleva a que la proporción de empresas sin deuda bancaria sea mucho menor en las primeras. No obstante, su mayor endeudamiento no parece estar ligado a una menor solvencia, aproximada por el porcentaje de estas con rentabilidad (ROA) negativa.
- Además de este programa, existen otros instrumentos públicos de financiación orientados a reforzar la resiliencia y el crecimiento del tejido productivo. El Plan de Respuesta y

39 Para un análisis en profundidad de las empresas sin deuda bancaria previa en el contexto de la crisis del COVID-19, véase Blanco, García-Posada, Mayordomo y Rodríguez-Moreno (2024).

40 Se considera una empresa como innovadora si, durante los últimos 12 meses, ha introducido un nuevo producto o servicio en el mercado, un nuevo proceso de producción, una nueva organización del trabajo o una nueva forma de vender sus bienes o servicios.

Cuadro 3.2
Las empresas solicitantes de ICO Crecimiento están más apalancadas, pero son más solventes y más productivas

Datos a diciembre de 2024

	Empresas ICO Crecimiento	Resto de las empresas	Diferencia (a)
Empresas sin deuda bancaria. Proporciones (%)	4,2	54,8	-50,5***
Deuda bancaria a corto plazo sobre deuda bancaria total. Medias (%)	50,4	42,6	7,8***
Apalancamiento (Deuda total / Activo total). Medias (%) (b)	69,8	56,9	12,9***
Empresas con ROA < 0 (c). Proporciones (%)	10,7	29,1	-18,3***
Empresas con activos intangibles. Proporciones (%)	60,8	21,9	38,8***
Productividad total de los factores. Logaritmo	1,4	1,3	0,1**
Microempresas. Proporciones (%) (d)	43,3	81,7	-38,4***
Pequeñas. Proporciones (%) (d)	39,4	10,7	28,7***
Medianas. Proporciones (%) (d)	13,3	1,9	11,5***
Edad. Medias (años) (b)	16,2	15,2	1,0**

FUENTE: Banco de España (CBI).

a *, ** y *** indican significatividad para niveles de confianza del 90 %, el 95 % y el 99 %, respectivamente. La significatividad se calcula mediante un test de medias o un test de proporciones. En el test de medias, la hipótesis nula es que no hay diferencias en las medias de las respectivas poblaciones, y no se asume que las varianzas de dichas poblaciones son iguales. En el test de proporciones, la hipótesis nula es que no hay diferencias en las proporciones de las respectivas poblaciones.

b Winsorizada al 2,5 % en su cola derecha para mitigar la influencia de datos atípicos.

c ROA = (Resultado ordinario neto + Gastos financieros) / Activo total.

d Véase el anejo metodológico para la definición de tamaño empresarial.

Relanzamiento Comercial comprende diversas medidas destinadas a mitigar los posibles efectos adversos derivados del incremento de aranceles anunciado por Estados Unidos. Este incorpora una nueva línea de avales, por un importe de 5.000 millones de euros, canalizada a través del ICO, para garantizar la financiación de empresas afectadas. Asimismo, amplía el Fondo para la Internacionalización de la Empresa, elevando su dotación hasta 700 millones de euros, para reforzar la presencia internacional de las empresas y la diversificación de sus exportaciones. Asimismo, incrementa la cobertura ofrecida por la Compañía Española de Seguros de Crédito a la Exportación (CESCE), permitiendo la movilización de 2.000 millones de euros en coberturas destinadas a proyectos afectados por los nuevos aranceles. Por su parte, la Línea ICO Empresas y Emprendedores, con una dotación de 18.000 millones de euros, busca facilitar la financiación de autónomos y sociedades no financieras para el desarrollo de proyectos de inversión, así como para cubrir gastos derivados de su actividad y necesidades de liquidez.

- Finalmente, el Gobierno de España, en colaboración con el sector privado (bancos, inversores y agencias de *rating*) y las instituciones públicas europeas, está actualmente impulsando la creación de una plataforma europea de titulaciones para fomentar la financiación empresarial, especialmente la de las pymes. La creación de dicha plataforma, apoyada por varios países de la Unión Europea⁴¹ en el marco del Laboratorio Europeo de Competitividad

41 Alemania, Dinamarca, Eslovenia, Finlandia, Francia, Italia, Luxemburgo y Países Bajos.

(European Competitiveness Lab), persigue tres objetivos: ampliar el número de originadores de préstamos y países que acceden a este mercado, desarrollar una base inversora más amplia y fomentar titulizaciones transfronterizas.

- En todo caso, la persistencia de mayores limitaciones crediticias entre las compañías más innovadoras pone de relieve que, aun cuando las condiciones financieras han mejorado en términos agregados, estas continúan enfrentándose a obstáculos específicos para obtener financiación bancaria tradicional. Precisamente por ello resulta necesario analizar y promover fuentes alternativas de financiación que puedan complementar o sustituir al crédito bancario, entre las cuales destaca el capital riesgo.

3.3 El ecosistema de financiación alternativa y el potencial del capital riesgo

La mejora en la asignación del crédito bancario ha contribuido a reforzar la eficiencia del sistema financiero, pero no ha eliminado las limitaciones estructurales en el acceso a la financiación por parte de determinados tipos de empresas. La financiación alternativa ha cobrado así una relevancia creciente como complemento —que no sustituto— del crédito bancario, lo que ha favorecido una mayor diversificación de las fuentes de financiación y una mayor resiliencia del tejido empresarial.

- En conjunto, la evidencia presentada pone de manifiesto que, aunque la asignación del crédito bancario en España ha mejorado de forma sustancial desde la crisis financiera global y sigue desempeñando un papel central en la financiación de las empresas más productivas —especialmente en el ámbito de las pymes—, este canal presenta limitaciones en determinados segmentos. En particular, las empresas jóvenes, innovadoras o sin historial crediticio continúan enfrentándose a mayores dificultades en el acceso al crédito bancario. En este contexto, adquieren una relevancia creciente las fuentes de financiación alternativa, que, al complementar al crédito bancario, permiten diversificar las fuentes de financiación y reducir la dependencia del sistema bancario, lo que contribuye a reforzar la resiliencia del tejido empresarial.
- Entre estas fuentes alternativas, la financiación a través de los mercados de capitales ha ampliado las posibilidades de acceso a recursos financieros para empresas con mayor tamaño relativo o con estructuras más maduras. En conjunto, en 2025 la financiación empresarial canalizada a través de los mercados se tradujo en una emisión bruta de valores de renta fija por parte de las empresas españolas equivalente al 4,2 % del PIB.
- Dentro de este ámbito, los mercados especializados —como el Mercado Alternativo de Renta Fija (MARF) y BME Growth (antiguo MAB)— han desempeñado un papel creciente en la canalización de financiación hacia compañías de menor tamaño en expansión. Estos mercados facilitan tanto la emisión de deuda como la captación de capital en condiciones más flexibles que las de los mercados regulados tradicionales, lo que contribuye a una mayor diversificación de las fuentes de financiación. No obstante, el acceso a estos mercados sigue condicionado por requisitos mínimos de tamaño, transparencia y costes de

cumplimiento, y esto limita su alcance entre las empresas más pequeñas o en fases tempranas de desarrollo. En conjunto, la financiación canalizada a través de MARF y BME Growth tuvo un peso reducido en la economía: en 2025, el volumen agregado de ambos mercados se situó en alrededor del 0,9 % del PIB.

- De manera complementaria, otras formas de financiación no bancaria han experimentado un notable crecimiento en los últimos años. El crédito privado, canalizado a través de fondos especializados, se ha consolidado como una alternativa relevante para empresas que buscan financiación ajena fuera del sistema bancario, especialmente en operaciones de expansión, refinanciación o adquisición, dado que ofrece una mayor flexibilidad contractual y una adaptación más precisa al perfil de riesgo de los prestatarios. En España, su volumen ha aumentado de forma muy significativa desde 2021, pasando de representar en torno al 0,36 % del PIB a cerca del 2 % en 2025⁴², aunque sigue siendo reducido en comparación con el crédito bancario. De forma agregada, el tamaño del mercado de capital privado (*private equity*), medido como porcentaje del PIB, es comparable al del crédito privado en los años más recientes, si bien el capital privado ya mostraba una mayor relevancia relativa al comienzo del período de análisis, al registrar en 2021 un peso sobre el PIB superior al del crédito privado⁴³.
- Análisis recientes del Banco de España⁴⁴ muestran que el segmento del crédito privado se caracteriza por una oferta concentrada y con fuerte presencia de prestamistas internacionales, principalmente fondos domiciliados fuera del área del euro, lo que aporta diversificación a las fuentes de financiación, aunque también expone al mercado a factores externos. Desde el lado de la demanda, el crédito privado se dirige mayoritariamente a empresas relativamente grandes, más jóvenes y con mayores tasas de inversión, concentradas en sectores como tecnología, servicios profesionales, industria y construcción. En el caso español, estas empresas presentan, en promedio, menores niveles de endeudamiento y mayor liquidez que las financiadas exclusivamente con crédito bancario.
- Además, la evidencia disponible apunta a una relación de complementariedad entre el crédito bancario y el crédito privado como fuentes de financiación, dado que una proporción elevada de las empresas que acceden al crédito privado mantienen también vínculos con el sistema bancario. Asimismo, otra característica relevante del crédito privado reside en el diseño de sus contratos, que suele incorporar vencimientos más largos que los del crédito bancario tradicional. Esta mayor duración media facilita que las empresas adapten la estructura de la financiación al horizonte temporal de sus proyectos de inversión a medio y largo plazo, lo que reduce las tensiones de liquidez en las fases iniciales del ciclo inversor.

42 Este porcentaje se obtiene utilizando una medida amplia de crédito privado, de acuerdo con la cual el volumen de crédito privado es definido como aquel en el que han participado intermediarios no bancarios especializados en esta actividad. Para más detalles, véase Banco de España (2026).

43 En este contexto, la Comisión Europea ha iniciado una consulta pública para identificar obstáculos a las salidas de inversiones de capital privado y evaluar posibles mecanismos —como plataformas de negociación secundaria de participaciones no cotizadas— con el objetivo de impulsar el desarrollo del mercado de capital privado en la Unión Europea.

44 Véanse Cáceres, Farias, Ruzzier y Xu (2025) y Banco de España (2026).

- Dentro de este ecosistema de financiación alternativa, el capital riesgo (CR) ocupa una posición singular y estratégica. A diferencia de otras modalidades, el CR se orienta de forma específica a empresas jóvenes, innovadoras y con alto potencial de crecimiento, proporcionando financiación en etapas tempranas, en las que el acceso al crédito bancario, a los mercados de capitales o incluso al crédito privado resulta limitado. El desarrollo de un ecosistema de financiación más equilibrado —en el que el crédito bancario, los mercados de capitales, el crédito y capital privado y, de forma destacada, el CR se complementen— resulta clave para apuntalar el crecimiento, la innovación y la resiliencia de la economía española

Pese a su importancia para impulsar la innovación, el CR sigue mostrando un desarrollo limitado en España. La brecha con las economías más avanzadas persiste, lo que podría limitar la capacidad del ecosistema emprendedor español para crecer y competir.

- El CR es una modalidad de financiación privada orientada a *startups*: empresas de reciente creación, basadas en la tecnología y la innovación y con alto potencial de crecimiento. A diferencia de la financiación bancaria tradicional, el CR se centra en un tramo muy específico del ciclo financiero de las *startups*: el período que transcurre entre la financiación semilla (aportada por inversores ángel y los propios fondos de CR) y el acceso a los mercados de capitales o a la deuda en etapas más avanzadas⁴⁵. La relevancia macroeconómica del CR queda reflejada en la desproporcionada contribución de las empresas que lo han recibido a la creación de empleo, las patentes y las salidas a bolsa, en comparación con su peso en la población empresarial total⁴⁶.
- Sin embargo, pese a la importancia reconocida del CR como motor de innovación y crecimiento, el mercado europeo permanece significativamente por debajo de su potencial⁴⁷. El volumen de operaciones de CR como proporción del PIB es en Europa una fracción del observado en Estados Unidos, y esta brecha, si bien se ha reducido desde 2010, continúa siendo notable. En el conjunto de la zona del euro, en 2024 el CR representaba en torno al 0,2 % del PIB, frente a aproximadamente el 0,6 % de Estados Unidos⁴⁸. Esta diferencia refleja tanto la menor profundidad del ecosistema inversor europeo como la mayor fragmentación de sus mercados de capitales. Además, España se situaba por debajo de la media de la zona del euro, con un 0,15 % del PIB⁴⁹ (véase gráfico 3.12.a).

45 Los inversores de CR no solo aportan fondos, sino también capacidad de supervisión, redes de contactos y conocimiento especializado que resultan determinantes para el desarrollo de empresas en estadios muy iniciales de su ciclo de vida. Para más detalles, véanse Gompers y Lerner (2001) y Kortum y Lerner (2000).

46 Kaplan y Lerner (2010).

47 En este contexto, la iniciativa Eureka, red intergubernamental europea de apoyo a la I+D y a la innovación empresarial centrada en la financiación de proyectos tecnológicos y colaborativos, ha desarrollado instrumentos orientados a facilitar el acceso a financiación privada. En particular, incluye servicios y eventos diseñados para conectar a pymes innovadoras con inversores y fondos de CR.

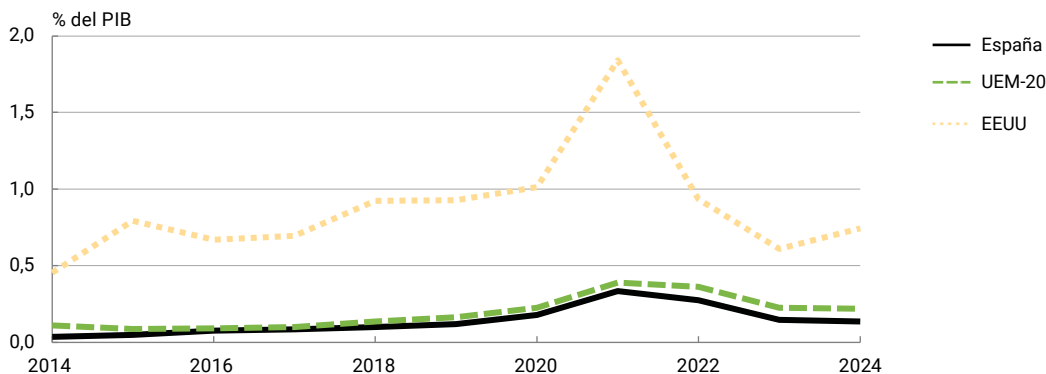
48 La importancia del CR es heterogénea entre los países de la zona del euro: alcanza el 0,59 % y el 0,42 % del PIB en Austria y Finlandia, respectivamente, frente a tan solo el 0,09 % y el 0,03 % en Italia y Grecia.

49 El patrimonio conjunto de las entidades de CR registradas en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) se incrementó durante 2025 un 15,6 %, hasta situarse en 56.347 millones de euros. Dado que este Informe se centra en la dimensión del receptor de la financiación, los análisis se realizan a partir de la financiación obtenida por las empresas españolas, con independencia de que el fondo que la provee esté registrado o no en España. Según las cifras del informe de

Gráfico 3.12

Pese a su avance reciente, el capital riesgo mantiene en España un grado de desarrollo limitado y una brecha persistente respecto a otras economías más avanzadas

3.12.a Inversión en CR (a)



FUENTES: PitchBook y Eurostat.

a Nuevas operaciones de capital de riesgo sobre PIB.



- Las empresas que reciben financiación de CR presentan un perfil bien diferenciado del resto: son mayoritariamente jóvenes, de tamaño reducido y se concentran en sectores de alta intensidad tecnológica y de conocimiento.
- De acuerdo con la muestra de empresas con financiación de CR recogida en la base de datos PitchBook, las 1.255 empresas españolas que aparecen en esta muestra en 2021 (año en el que el peso de las operaciones del CR sobre el PIB alcanzó su máximo en España) habrían obtenido un total de aproximadamente 4.284 millones de euros en nuevas operaciones de este tipo de financiación. Esta cifra implica una financiación media inferior a la de las empresas de la Unión Económica y Monetaria (UEM) en el mismo año (10.103 empresas y 51.029 millones). Este resultado sugiere que, en el margen extensivo, las empresas españolas acceden en mayor medida a esta fuente de financiación, dado que la obtienen el 3,67 % de las empresas españolas, frente al 1,57 % de las europeas. Además, este patrón apunta a que el tamaño medio de las empresas españolas es menor que el de sus homólogas de la UEM.
- En España, la empresa típica receptora de CR tiene una edad media de 4,4 años en el momento de la primera ronda de financiación, con una mediana de 3 años. En el conjunto de la zona del euro, las cifras son algo superiores —media de 5,7 años y mediana de 4—, lo que sugiere que el CR español se orienta, en promedio, hacia estadios incluso más tempranos del ciclo de vida empresarial.
- En cuanto a la distribución sectorial, tanto en España como en la zona del euro el sector dominante es el de programación informática y actividades relacionadas, que concentra el

actividad de Spaincap, asociación que agrupa a las entidades de capital privado y de capital riesgo en España, el sector en su conjunto registró un aumento del 11,5 % de este tipo de financiación respecto a 2024.

30 % de las operaciones en España y el 27 % en la zona del euro. Le siguen, en ambas geografías, actividades de investigación y desarrollo científico –12 % en España y 11 % en la zona del euro– y otros servicios intensivos en conocimiento. En España destacan además actividades de comercio al por mayor (6 %); en la zona del euro, los servicios técnicos y de análisis (5,5 %) y las actividades de edición (5 %).

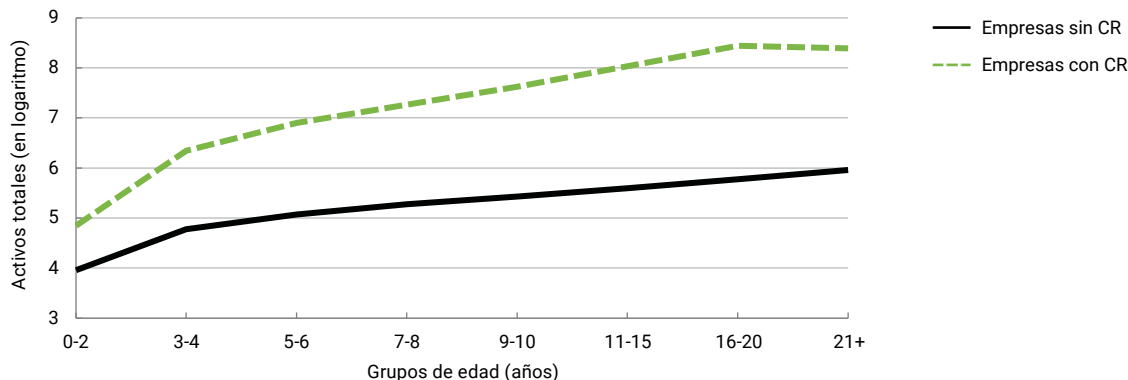
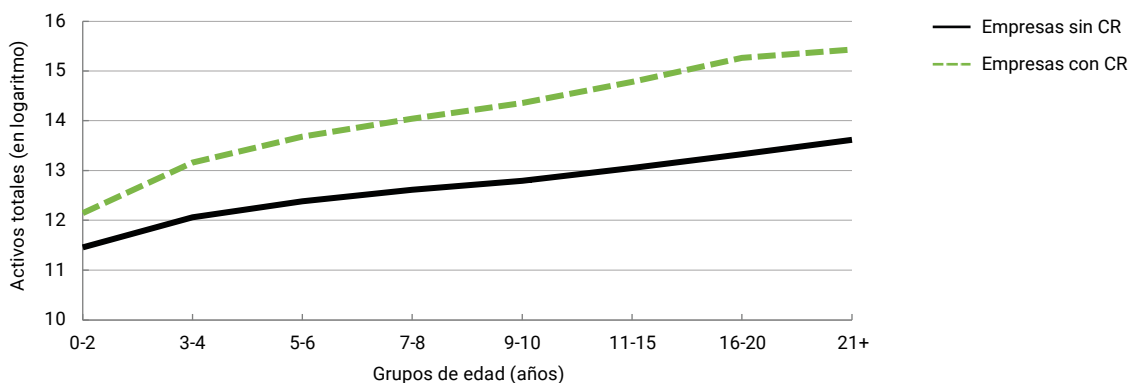
- Esta concentración sectorial es coherente con la naturaleza del CR, que busca empresas con alto potencial de escalabilidad y modelos de negocio sustentados en activos intangibles.

La financiación de CR actúa como un catalizador del crecimiento empresarial. La evidencia disponible para España y la zona del euro indica que las empresas respaldadas por CR registran tasas de crecimiento del activo, las ventas y el empleo sistemáticamente superiores a las de empresas comparables sin este tipo de financiación.

- El gráfico 3.13 compara las trayectorias medias del activo para dos grupos de empresas: aquellas que en algún momento recibieron una inyección de CR y aquellas que nunca lo hicieron. Las empresas financiadas por CR muestran, en promedio, niveles de activo sistemáticamente superiores a los del grupo de empresas comparables, es decir, aquellas con la misma edad y que operan en el mismo país y sector, a lo largo de todo el período analizado. Esta diferencia es estadísticamente significativa y económicamente relevante, tanto en España (véase gráfico 3.13.a) como en el conjunto de la zona del euro (véase gráfico 3.13.b). El mismo patrón se observa al analizar la evolución de las ventas o el empleo.

El CR se ha consolidado como un motor esencial de innovación, y su impacto en España revela una relación significativa con la capacidad de las empresas para desarrollar nuevos productos, procesos y activos tecnológicos. La evidencia empírica muestra que las compañías españolas que acceden a financiación de CR no solo innovan más, sino que también intensifican de forma notable su inversión en los activos que sostienen ese avance y se vuelven más productivas.

- El desarrollo del CR está directamente relacionado con la capacidad innovadora de las economías. La evidencia internacional muestra que los países con mercados de CR más profundos presentan mayores tasas de gasto empresarial en I+D, mayor densidad de patentes y una mayor proporción de empresas que introducen innovaciones de producto o proceso; así, el Fondo Monetario Internacional estima que un aumento de la inversión en CR equivalente a 1 punto porcentual (pp) del PIB se asocia con incrementos significativos del número de patentes y de la intensidad innovadora de las empresas.
- Para el caso español, los microdatos disponibles revelan que, entre las empresas con estatus de empresa innovadora, aproximadamente un 20 % cuentan con financiación de CR. Un análisis de regresión para empresas españolas confirma esta correlación para cuatro medidas de innovación, inversión y productividad. Mediante un modelo de probabilidad lineal estimado sobre un panel de empresas que incluye la interacción de efectos fijos de

Gráfico 3.13
El acceso a financiación mediante CR se asocia con trayectorias de crecimiento más dinámicas a lo largo del ciclo de vida empresarial
3.13.a España (a)

3.13.b UEM (a)

FUENTES: Banco de España (CBI), Orbis y PitchBook.

a La variable dependiente del modelo de regresión es el tamaño de la empresa, definido como el logaritmo del activo total. Las variables explicativas de interés son las siguientes: i) un conjunto de variables binarias que toman el valor 1 cuando la edad de la empresa, en años, se encuentra en un determinado intervalo (0-2, 3-4, 5-6, 7-8, 9-10, 11-15, 16-20 y 21 o más); ii) una variable binaria que denota si la empresa ha recibido CR en algún momento del período muestral, y iii) las interacciones entre esta última variable y las categóricas referentes a la edad. El coeficiente correspondiente a la edad indica el tamaño medio de la empresa con esa edad cuando no ha recibido CR («Empresas sin CR»). El coeficiente de la edad más el de la variable categórica que denota si la empresa ha recibido CR y el de la interacción indica el tamaño medio de la empresa con esa edad cuando ha recibido CR («Empresas con CR»). Como controles se incluyen efectos fijos de sector (a nivel de CNAE a dos dígitos), de cohorte de creación de la empresa y de país (estos últimos solo en la estimación para la UEM). El período de estimación de la regresión para España es 2011-2024 y para la UEM. Los errores estándar están agrupados a nivel de empresa.



sector, localización, tamaño y año⁵⁰, se obtienen los siguientes resultados (véase cuadro 3.3)⁵¹:

50 A pesar del gran número de efectos fijos, el elevado número de observaciones en las diversas muestras, en conjunción con la considerable varianza de las variables dependientes, que son variaciones acumuladas durante tres años de activos intangibles, tangibles y productividad en tres de las cuatro especificaciones, lleva a que los valores de sus correspondientes R² sean relativamente reducidos.

51 Dado que las empresas que reciben financiación de CR son mayoritariamente jóvenes, innovadoras, con alta intensidad tecnológica y alto potencial de crecimiento, no se puede descartar completamente un sesgo de selección, razón por la que los resultados del análisis han de ser interpretados con cierta cautela, en términos de correlaciones y no de relaciones causales.

Cuadro 3.3
Las empresas españolas que reciben financiación de CR son más innovadoras y productivas (a)

	[1]	[2]	[3]	[4]
	Innovadora	Δ Acum. intangibles	Δ Acum. tangibles	Δ PTF
Recepción de CR (año t)	0,237*** (0,019)	0,941*** (0,051)	0,257*** (0,059)	0,113*** (0,024)
Observaciones	2.275.381	549.217	2.275.381	2.275.381
R ²	0,113	0,085	0,047	0,051

FUENTES: Banco de España y PitchBook.

a Las estimaciones se realizan mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO), donde la variable dependiente captura distintas dimensiones de la innovación, la inversión y la productividad de la empresa, y la variable explicativa de interés es una dicotómica que indica si la empresa recibió financiación de CR en un determinado año t. En la columna [1], la variable dependiente es una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa es clasificada como innovadora en cualquiera de los tres años posteriores a recibir financiación de CR, y 0 en caso contrario. En las columnas [2], [3] y [4], la variable dependiente es el aumento acumulado, en los tres años posteriores a la recepción de financiación CR, de los activos intangibles, de los activos tangibles y de la PTF, respectivamente, medido en relación con su valor en el año de recepción de la financiación. En todas las especificaciones se incluye la interacción de efectos fijos a nivel de industria (CNAE a dos dígitos), localización (provincia), tamaño (según las cuatro categorías de la recomendación de la Comisión Europea) y año. Los errores estándar se agrupan a nivel de empresa y se reportan entre paréntesis. La muestra se restringe a empresas pertenecientes a sectores en los que existe al menos una empresa que alcanza el estatus de innovadora, pero que no lo tenía al inicio del período en que aparece en la muestra. *** indica significatividad estadística al 1 %.

- La probabilidad de que una empresa que recibe financiación de CR en un determinado año adquiera el estatus de innovadora entre el año siguiente y los tres años posteriores aumenta en torno a 24 pp, un efecto tanto estadística como económicamente significativo.
- La inversión acumulada en activos intangibles durante ese mismo horizonte temporal también es significativamente más elevada en las empresas financiadas con CR. Este incremento es superior al observado en los activos tangibles, lo que refleja un esfuerzo inversor más intenso en los activos directamente vinculados a la actividad innovadora.
- La productividad total de los factores acumulada durante ese mismo horizonte temporal es 12 pp superior en las empresas financiadas con CR.
- Estos resultados son robustos a distintas especificaciones y apuntan a que el CR tiene un efecto sobre la orientación innovadora de las empresas españolas que va más allá de la mera selección de empresas ya intensivas en innovación.

La evidencia confirma que el CR impulsa la innovación y el crecimiento empresarial, pero también revela las barreras estructurales que frenan su desarrollo en Europa.

- La fragmentación de los mercados, las limitaciones de los inversores institucionales para invertir en activos alternativos, las diferencias fiscales y la falta de mercados de salida profundos siguen lastrando su expansión⁵².

52 Arnold, Claveres y Frie (2024).

- Sin embargo, experiencias como la de Suecia⁵³ muestran que estas restricciones pueden superarse mediante un marco estable, incentivos adecuados y una mayor integración financiera (Thomadakis, 2025).

⁵³ Suecia constituye un caso singular dentro del contexto europeo, ya que en 2024 la inversión en CR alcanzó el 0,61 % del PIB, un nivel claramente superior al de la media de la zona del euro y comparable al observado en Estados Unidos.

4 Algunos retos pendientes para consolidar el crecimiento de la productividad y la convergencia con la Unión Económica y Monetaria

El modesto crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) registrado desde 2013 ha marcado un punto de inflexión en la economía española, pero no ha sido suficiente para revertir por completo la brecha negativa acumulada con la Unión Económica y Monetaria (UEM) desde el año 2000, lo que subraya la magnitud del reto pendiente.

- La mejora de la PTF observada en España desde 2013 se explica, en gran medida, por una asignación más eficiente de los factores productivos —capital y trabajo— entre las empresas, apoyada por un fortalecimiento del vínculo entre productividad empresarial y crecimiento del crédito bancario respecto a lo observado antes de la crisis financiera. De este modo, la productividad en España ha crecido, a partir de 2013, por encima del resto de la UEM por primera vez desde el año 2000.
- No obstante, pese a este cambio de tendencia, el crecimiento de la PTF ha sido insuficiente para compensar plenamente la brecha negativa acumulada frente a la UEM, que se habría reducido del 12 % en 2013 al 8 % en 2025. Cerrar completamente dicha brecha requeriría sostener durante cerca de 20 años tasas de crecimiento de la productividad en España superiores a las de la UEM, en línea con las registradas desde 2013, lo que pone de relieve la magnitud del desafío pendiente.
- Además, una parte del modesto crecimiento de la productividad y de la mejora observada en la eficiencia asignativa entre empresas podría estar asociada al proceso de salida de la crisis financiera y a la corrección de los desequilibrios acumulados durante esta. De ser así, el margen de recorrido del proceso de convergencia con la UEM iniciado a partir de 2013 podría agotarse en ausencia de nuevas reformas y de avances adicionales en los determinantes estructurales de la productividad.
- En este contexto, consolidar y ampliar los avances logrados exigirá abordar retos estructurales aún pendientes, entre los que destacan la fragmentación y la complejidad regulatoria a nivel regional —que sigue limitando la unidad de mercado y la reasignación eficiente de recursos—, y, al mismo tiempo, aprovechar la adopción de la inteligencia artificial como una oportunidad para impulsar el dinamismo de la productividad empresarial.

4.1 La fragmentación y complejidad regulatoria como factor limitante de la asignación eficiente de los recursos y el crecimiento empresarial

Una regulación compleja e incierta impone costes fijos elevados que dificultan el crecimiento empresarial y una asignación más eficiente de los factores productivos, si bien es fundamental su interacción con la calidad institucional en sentido más amplio, que condiciona la efectividad de la aplicación del marco regulatorio.

- La regulación puede actuar como una barrera estructural al crecimiento empresarial cuando introduce costes fijos elevados de cumplimiento, que penalizan especialmente a las empresas pequeñas y jóvenes frente a las grandes, lo que limita su capacidad de crecer. En particular, cabe destacar factores como la elevada carga administrativa asociada a la cantidad, complejidad y lentitud en la tramitación de licencias, autorizaciones y otros requisitos regulatorios, así como las duplicidades existentes entre los distintos niveles de la Administración Pública⁵⁴.
- La incertidumbre regulatoria constituye un canal adicional: cambios normativos frecuentes, solapamientos entre Administraciones o falta de coordinación elevan el riesgo percibido por las empresas y favorecen estrategias defensivas (esperar, no invertir), especialmente en proyectos intensivos en capital e innovación.
- Si bien la regulación influye de manera significativa en el desempeño empresarial y en la flexibilidad y la eficiencia con las que los mercados asignan los recursos, la calidad institucional, en un sentido más amplio, constituye también un determinante fundamental. Al igual que los costes regulatorios y la fragmentación normativa, unas instituciones débiles o ineficaces pueden limitar la asignación eficiente de los recursos y las ganancias de productividad a largo plazo.
- Regulación y calidad institucional son elementos complementarios. Mientras que la regulación define el marco operativo en el que actúan las empresas, la calidad institucional condiciona el funcionamiento del propio sistema regulatorio y la efectividad de su aplicación. En consecuencia, el impacto potencial de una regulación bien diseñada puede verse sustancialmente atenuado en entornos caracterizados por debilidades institucionales.

Tras la crisis financiera global, la mejora en determinados indicadores de regulación económica en España ha coexistido, sin embargo, con un cierto deterioro en otros indicadores relacionados con la calidad percibida de las instituciones.

- La medición de la regulación económica y de la calidad institucional resulta compleja, al combinar elementos cualitativos y cuantitativos. En este contexto, se analizan los distintos indicadores disponibles con el objetivo de ofrecer una imagen lo más completa posible de su evolución en España en los últimos años. De acuerdo con la evolución observada, la regulación económica y la calidad institucional en España han seguido trayectorias diferenciadas tras la crisis financiera, lo que refleja avances desiguales entre ambas dimensiones.
- Por un lado, utilizando el índice de regulación del mercado de productos de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE), que mide las barreras regulatorias

⁵⁴ Además, la literatura ha documentado que los umbrales regulatorios y fiscales pueden distorsionar las decisiones empresariales, generar *bunching* en torno a puntos de corte y frenar el crecimiento de las empresas (Almunia y Lopez-Rodriguez, 2018). No obstante, la evidencia teórica reciente muestra que el impacto agregado de estas distorsiones sobre la productividad depende de su efecto sobre la entrada de nuevas empresas: en particular, distorsiones dependientes del tamaño pueden deteriorar la eficiencia asignativa y los mecanismos de selección, pero, aun así, incrementar la PTF agregada si inducen una respuesta suficientemente intensa en el margen de entrada (Petit, Almunia, Jimeno y Lopez-Rodriguez, 2026).

a la competencia en sectores clave⁵⁵, la evidencia sugiere que España ha reducido algunas barreras regulatorias en los mercados de productos, mejorando su índice regulatorio en un 35 % entre 2013 y 2023⁵⁶. Estos desarrollos, en principio, podrían haber favorecido una asignación más eficiente de los recursos hacia las empresas más productivas.

- Por otro lado, los indicadores relativos a la calidad institucional de la Universidad de Gotemburgo —medida como la percepción de los ciudadanos sobre la calidad e imparcialidad de los servicios públicos—⁵⁷ muestran una evolución menos favorable para España, con una caída acumulada de en torno al 4 % en el período comprendido entre 2013 y 2023.

En el ámbito de la calidad de la regulación, la dimensión regional resulta especialmente relevante en España, dado que los indicadores de densidad y complejidad regulatoria muestran incrementos sostenidos y una marcada heterogeneidad entre regiones, en un contexto en el que la delimitación de competencias entre los distintos niveles administrativos no está lo suficientemente definida y los mecanismos de coordinación interadministrativa resultan insuficientes.

- Las comunidades autónomas (CCAA) disponen de capacidad normativa propia y han sido particularmente activas en el diseño de normas y legislación a lo largo de los últimos años (Mora-Sanguinetti, 2022)⁵⁸. En este contexto, Lucio y Mora-Sanguinetti (2022) documentan diferencias sustanciales entre CCAA en cuanto a volumen normativo, legibilidad e interconexión entre normas⁵⁹, así como un incremento sostenido de la complejidad regulatoria, que aumentó en torno al 34 % entre 2013 y 2017. Esta evolución sugiere que los costes de cumplimiento y de adaptación al marco regulatorio pueden ser elevados y no son homogéneos en las diferentes CCAA.
- No obstante, conviene subrayar que el principal reto no radica en la descentralización de competencias *per se*, sino en la elevada densidad y complejidad regulatoria que se deriva de una delimitación poco clara y, en ocasiones, solapada de las competencias entre los distintos niveles de la Administración prevista en el marco constitucional, así como de las insuficiencias que presentan los mecanismos de coordinación interadministrativa.

55 Se emplea el componente ETCR (*Energy, Transport and Communications Regulation*), que captura la presencia de barreras regulatorias a la competencia en los sectores de electricidad y gas natural, telecomunicaciones y transporte (aéreo, ferroviario y por carretera). Este indicador toma valores entre 0 (marco regulatorio más favorable a la competencia) y 6 (marco más restrictivo).

56 De forma complementaria, el indicador de protección del empleo (EPL, por sus siglas en inglés) de la OCDE muestra para España una menor protección en el período reciente. En particular, entre 2012 y 2019 el índice EPL mejoró un 8 % —pasando de 2,45 a 2,25—, lo que apunta a un aumento de la flexibilidad en las condiciones de contratación y despido para las empresas.

57 En concreto, se utiliza el *Quality of Government Index* de la Universidad de Gotemburgo, basado en percepciones recogidas a través de encuestas. Estas percepciones pueden estar influidas por factores como la cobertura mediática, expectativas sociales, experiencias recientes o el contexto político, por lo que deben interpretarse como una medida subjetiva de la calidad institucional. Para más detalles, véase Charron, Lapuente y Bauhr (2024).

58 En este sentido, la evidencia empírica sugiere una asociación negativa entre una mayor intensidad regulatoria y el dinamismo empresarial a nivel regional (Mora-Sanguinetti y Pérez-Valls, 2021).

59 Una evolución similar se observa en los indicadores de calidad de gobierno, cuya dispersión entre regiones ha aumentado de forma notable desde 2013 (en torno a un 40 % hasta 2023).

- Esta situación ha dado lugar a una creciente divergencia territorial que evidencia problemas persistentes de coordinación institucional y refuerza la idea de que el trabajo orientado a clarificar las competencias, mejorar la cooperación entre Administraciones y reducir la fragmentación regulatoria puede contribuir de manera significativa a fortalecer la unidad de mercado y la eficiencia del marco regulatorio e institucional en España.
- En este sentido, la experiencia internacional comparada sugiere que la descentralización institucional es compatible con marcos regulatorios simples y coherentes cuando existe una delimitación clara de competencias y mecanismos efectivos de reconocimiento mutuo y coordinación interadministrativa. Así, la fragmentación observada en España no parece derivarse del grado de descentralización en sí, sino de la forma en que se articula la regulación administrativa entre los diferentes niveles de la Administración Pública (Arnal, 2026).

En este contexto, se observa una notable heterogeneidad en la eficiencia asignativa tanto entre las regiones españolas como en el contexto europeo, lo que pone de relieve la importancia de la dimensión regional para comprender adecuadamente las dinámicas de productividad a nivel nacional.

- De acuerdo con el análisis presentado en este capítulo, las mejoras en la eficiencia asignativa —entendida como la capacidad de reasignar recursos hacia empresas de mayor productividad dentro de cada sector— se consideran la dimensión más relevante para explicar el cambio en la tendencia de la productividad total de los factores (PTF) en España, que han sido, además, generalizadas por sectores y regiones⁶⁰.
- Sin embargo, en 2023 aún se observaba una elevada heterogeneidad en las métricas de eficiencia asignativa entre las regiones europeas dentro de cada país, lo que sugiere que la dimensión regional sigue siendo un determinante clave de la asignación de los factores productivos. En particular, se observa que regiones pertenecientes a un mismo país presentan diferencias notables en sus niveles de eficiencia asignativa —incluso dentro de cada sector de actividad—, lo que apunta a la coexistencia de entornos productivos heterogéneos dentro de un mismo marco institucional nacional⁶¹.
- En efecto, la dimensión regional desempeña un papel fundamental a la hora de explicar la variabilidad en la eficiencia asignativa en los países europeos, especialmente en el caso del factor trabajo y en España. En concreto, los resultados muestran que, para la asignación

60 Desde una perspectiva de largo plazo, la literatura ha enfatizado el papel del cambio estructural entre sectores —es decir, la reasignación de recursos entre actividades con distintos niveles de productividad— como determinante clave de la evolución de la productividad agregada (Missos, Koratzanis y Rodousakis, 2025), complementando los mecanismos de reasignación intrasectorial destacados en este capítulo desde una perspectiva de los últimos años.

61 No obstante, la evidencia empírica a nivel regional muestra que otras dimensiones, en particular la productividad por hora trabajada y la estructura productiva y sectorial, también desempeñan un papel relevante para comprender la heterogeneidad territorial en el desempeño productivo. En este sentido, el análisis regional pone de manifiesto que diferencias en la especialización sectorial, la composición interna de los servicios y la resiliencia de las regiones a lo largo del ciclo económico contribuyen de manera significativa a las divergencias observadas en la dinámica de la productividad entre regiones españolas (Manera, Navinés Badal, Franconetti, Quetglas y Pérez-Montiel, 2026).

del capital, domina la dimensión sectorial (la dimensión regional aporta relativamente menos), mientras que, para la asignación del trabajo, la dimensión regional gana importancia y es más relevante que la sectorial, especialmente en España y Portugal (véase gráfico 3.14.a)⁶².

- En conjunto, esta evidencia sugiere que las fricciones territoriales afectan más a la asignación del trabajo que a la del capital, en línea con Gorodnichenko, Revoltella, Svejnar y Weiss (2020), que emplean un enfoque similar para analizar la contribución de la heterogeneidad sectorial y entre países de la Unión Europea. Estos resultados apuntan a la existencia de fricciones que limitan una asignación eficiente de los factores productivos —en particular del trabajo— incluso dentro de países con mercados integrados a escala nacional. En ausencia de tales fricciones, la productividad marginal de los factores debería igualarse entre regiones dentro de cada sector, reduciendo la heterogeneidad entre regiones en las métricas de eficiencia asignativa.

Asimismo, las diferencias en la calidad institucional a nivel regional resultan especialmente relevantes a la hora de explicar la heterogeneidad en la eficiencia asignativa entre las regiones europeas.

- Al objeto de identificar los factores regionales concretos que contribuyen en mayor medida a explicar la heterogeneidad en la eficiencia asignativa para las regiones europeas, se considera una regresión en la que la variable dependiente es la eficiencia asignativa y las variables explicativas son indicadores regionales que recogen diferencias estructurales de diversa índole. Estos indicadores actúan como *proxies*⁶³ de distintos factores, entre ellos la calidad institucional, el grado de digitalización regional, el nivel de capital humano y la densidad de infraestructuras⁶⁴.
- Los resultados muestran que la calidad institucional⁶⁵ es el factor con mayor efecto y el más robusto en comparación con los otros factores considerados. En concreto, de acuerdo con los resultados obtenidos, una mejora de una desviación estándar en la calidad institucional se asocia con una mejora del 3 % en la eficiencia asignativa del capital y de aproximadamente el 6 % en el caso del trabajo —frente al 4 % en el caso del grado de digitalización, el siguiente factor con un mayor coeficiente estimado— (véase gráfico 3.14.b).

62 Al objeto de identificar la importancia de la dimensión sectorial y regional como determinantes de la eficiencia asignativa, se estima (por país) una regresión a nivel sector-región-año y se compara cuánto aumenta el coeficiente de determinación (R^2) al añadir, de forma secuencial, efectos fijos sector-año y región-año (que capturan la dimensión sectorial y regional, respectivamente).

63 Se emplean distintos indicadores regionales como *proxies* de estas dimensiones. La calidad institucional se mide mediante el *Quality of Government Index* de la Universidad de Gotemburgo. La digitalización se mide con el porcentaje de hogares con acceso a Internet (Eurostat). La densidad de infraestructuras se mide como kilómetros de vías ferroviarias por cada 10.000 habitantes (Eurostat). El capital humano se aproxima mediante la tasa de permanencia educativa entre los 18 y los 24 años (100 menos la tasa de abandono escolar) de ARDECO.

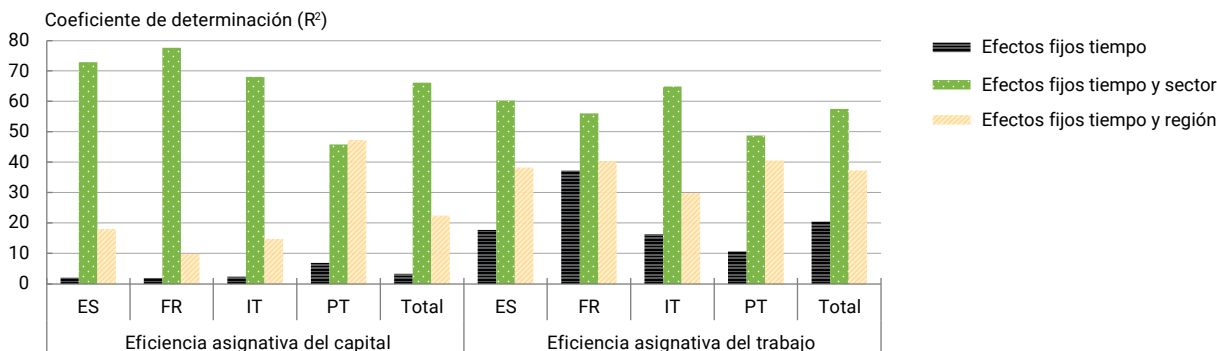
64 Además, en la regresión se controla por efectos fijos de país y de sector-tiempo, así como por el PIB per cápita y la población, con el fin de aislar el efecto específico de los factores regionales. Todas las variables independientes se incluyen con un rezago, a excepción de la población. Para más detalles, véase el anejo metodológico.

65 El *Quality of Government Index* mide la percepción de los ciudadanos sobre la calidad e imparcialidad de los servicios públicos, tal como discuten Charron, Lapuente y Bauhr (2024).

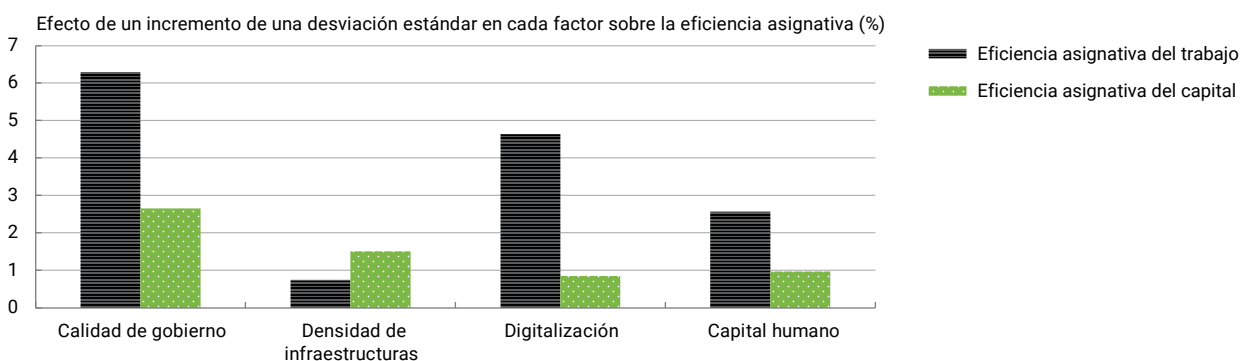
Gráfico 3.14

Los factores regionales son clave para explicar la heterogeneidad en la eficiencia asignativa y la productividad

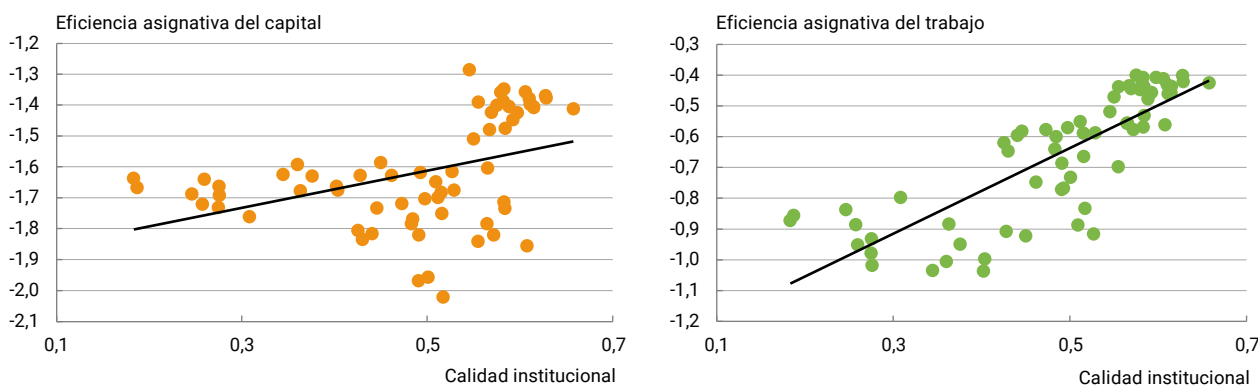
3.14.a Importancia del sector y la región para explicar la variabilidad en la eficiencia asignativa (a)



3.14.b Factores correlacionados con una mayor eficiencia asignativa de recursos a nivel regional (b)



3.14.c Relación entre eficiencia asignativa y calidad institucional a nivel regional (c)



FUENTES: Orbis BvD, *European Quality of Government Index* (Charron, Lapuente y Bauhr, 2024), Eurostat y Banco de España.

- a El coeficiente de determinación (R^2) es la proporción de la variación de la variable dependiente que es explicada por el modelo de regresión. Resultados basados en el análisis del incremento de R^2 en regresiones donde la variable dependiente es la eficiencia asignativa del capital y del empleo para cada sector región-año. Los regresores son diferentes conjuntos de efectos fijos: tiempo, tiempo-sector y tiempo-región.
- b Resultados de regresiones donde la variable dependiente es la eficiencia asignativa del capital y del trabajo para cada sector-región-año. La eficiencia asignativa se aproxima por la dispersión de las productividades marginales de capital y trabajo con el signo cambiado para que valores más bajos (más negativos) representen una menor eficiencia asignativa (mayor dispersión). Los regresores están rezagados un año y se incluyen controles de PIB per cápita y población y efectos fijos de sector-tiempo y país. Para mejorar la interpretación y comparabilidad, los incrementos de los factores regionales se miden en desviaciones estándar, y los efectos se muestran en porcentaje del valor medio de las dispersiones de capital y trabajo en la muestra.
- c Cada observación del gráfico corresponde al valor promedio en el tiempo-sector de cada región. La eficiencia asignativa se aproxima por la dispersión de las productividades marginales de capital y trabajo. A mayor dispersión, menor eficiencia asignativa (véase el anejo metodológico). En estos gráficos se cambia el signo para que valores más bajos (más negativos) indiquen menor eficiencia asignativa.



- Además, considerando únicamente la variable que aproxima la calidad institucional respecto al grado de eficiencia asignativa de los factores, se observa una relación positiva. Es decir, una mayor calidad institucional se asocia con una mayor eficiencia asignativa y, por tanto, una mayor productividad. En términos cuantitativos y desde una perspectiva puramente estadística, la calidad institucional, por sí sola, explica alrededor del 45 % de la variabilidad entre regiones en la eficiencia asignativa del empleo, frente a un 7 % en el caso del capital (véase gráfico 3.14.c).

En el caso de España, la fragmentación regulatoria entre regiones y la ausencia de un mercado interior plenamente integrado podrían estar limitando la expansión geográfica de las empresas y justifican iniciativas de coordinación como el denominado Régimen 20.

- La persistencia de barreras regulatorias internas y la consiguiente falta de un mercado único efectivo en España han sido objeto de preocupación recurrente, dando lugar a distintas iniciativas orientadas a reforzar la integración del mercado interior, como la Ley de Garantía de la Unidad de Mercado (LGUM) y, más recientemente, el Régimen 20. En concreto, la iniciativa del Régimen 20 constituye un intento de dar continuidad, por vía de la cooperación interadministrativa, a los objetivos de integración perseguidos por la LGUM (Ley 20/2013, de 9 de diciembre)⁶⁶ tras la anulación de su principio de eficacia nacional (para más detalles, véase Lacuesta, Valkov y Vera, 2026).
- En este sentido, los datos de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) indican que las barreras regulatorias son percibidas por las empresas como un obstáculo relevante para la expansión a CCAA distintas a la de origen. En concreto, aproximadamente la mitad de las pymes que se plantean ampliar su actividad señalan los costes regulatorios asociados a operar en otras CCAA —duplicidades administrativas, permisos o licencias— como una barrera significativa (véase gráfico 3.15.a).
- La disponibilidad del [Visualizador de Multilocalización Empresarial \(ViME\)](#) —una nueva fuente de datos granulares sobre la localización de los establecimientos empresariales—⁶⁷ permite analizar con mayor detalle las decisiones de localización geográfica del empleo de las empresas españolas.
- Por un lado, los datos de empleo en empresas que tienen múltiples establecimientos (empresas multiplanta) muestran que la mayor parte de las personas trabajadoras de estas empresas se localizan en establecimientos ubicados en la comunidad autónoma de origen,

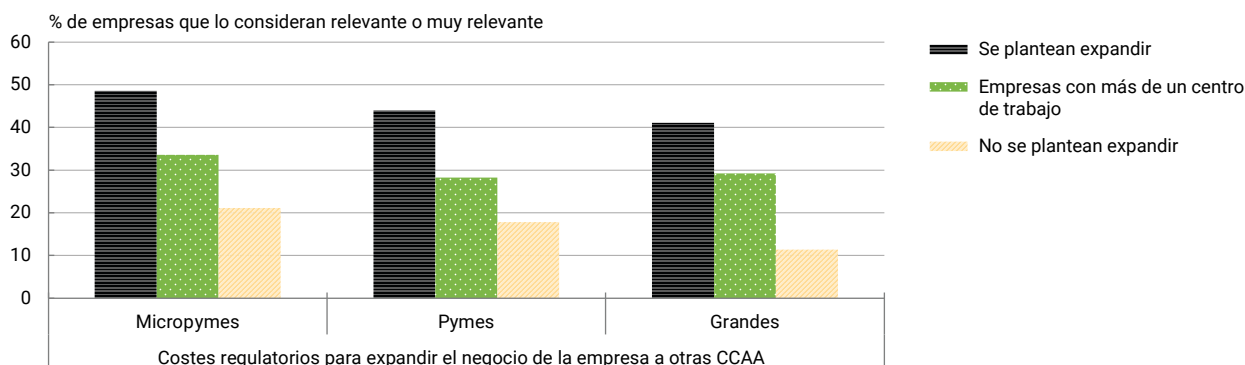
⁶⁶ Frente a un enfoque basado en la imposición normativa, el Régimen 20 se articula en torno a la coordinación voluntaria entre el Estado, las CCAA y las entidades locales, promoviendo la identificación de barreras administrativas, la elaboración de soluciones comunes —como ordenanzas tipo, estándares administrativos o guías de buenas prácticas— y su adopción progresiva por parte de las Administraciones competentes. Su objetivo último es reducir las fricciones derivadas de la fragmentación regulatoria y facilitar la expansión territorial de las empresas, especialmente en aquellas actividades más sensibles a la heterogeneidad normativa, sin alterar el reparto competencial vigente. Para más detalles, véase Consejo de la Productividad de España (2025).

⁶⁷ ViME proporciona información sobre el número de empleados en los diferentes establecimientos de cada empresa y el municipio en el que se localizan en los años 2022-2024 (para más detalles, véase el anejo metodológico).

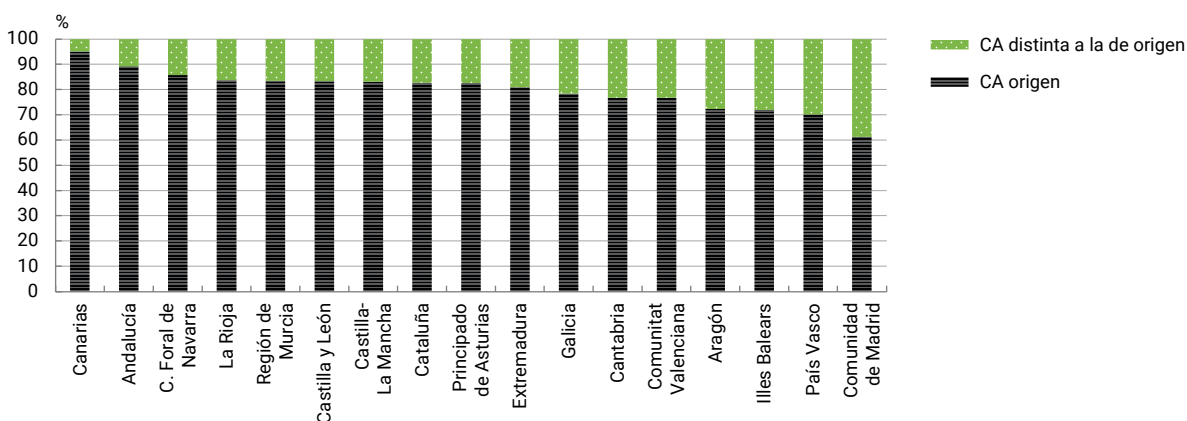
Gráfico 3.15

Las barreras administrativas limitan el crecimiento de las empresas

3.15.a Barreras al crecimiento de las empresas (a)



3.15.b Porcentaje de empleo de empresas multiplanta según localización geográfica y CA



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Resultados según la siguiente pregunta: «Valore el grado de relevancia de las siguientes barreras al crecimiento de su empresa - Costes regulatorios para expandir el negocio de la empresa a otras CCAA». Opciones de respuesta: «Muy poco relevante», «Poco relevante», «Relevante», «Muy relevante».



mientras que el empleo en otras CCAA es significativamente menor. Así, en la mayoría de las comunidades más del 80 % del empleo de estas empresas se concentra en la comunidad autónoma de origen, alcanzando valores cercanos al 95 % en territorios como Canarias y en torno al 90 % en Andalucía (véase gráfico 3.15.b).

- Por otro lado, se observa una discontinuidad en la localización del empleo de empresas multiplanta entre municipios limítrofes si estos están en diferentes CCAA. En concreto, se compara el empleo que las empresas multiplanta localizan en establecimientos situados en municipios colindantes de la misma comunidad autónoma que la sede con el empleo localizado en municipios colindantes situados al otro lado del límite autonómico⁶⁸. Los resultados muestran que, en promedio, el empleo que una empresa localiza en municipios

68 Este enfoque está inspirado en la literatura sobre comercio internacional (Santamaría, Ventura y Yeşilbayraktar, 2020).

límites es aproximadamente un 16 % menor cuando estos pertenecen a CCAA distintas. Además, esta discontinuidad es mayor (aproximadamente del 23 %) en el caso de las empresas del sector servicios, cuyas actividades son especialmente sensibles a la fragmentación regulatoria —como duplicidades administrativas, permisos o licencias—. Esta evidencia es coherente con la presencia de barreras administrativas asociadas a los límites entre CCAA, que pueden actuar como un factor restrictivo en las decisiones de localización geográfica del empleo por parte de las empresas. Esto no implica necesariamente un menor crecimiento agregado del empleo, sino una distribución diferente de los establecimientos y el empleo en el territorio que podría limitar las mejoras en la eficiencia asignativa.

4.2 La adopción de la inteligencia artificial como oportunidad para fomentar el dinamismo de la productividad empresarial

De cara al futuro, las dinámicas empresariales y la evolución de la productividad dependerán de la capacidad de las empresas para adoptar y explotar tecnologías digitales avanzadas, entre ellas la inteligencia artificial (IA).

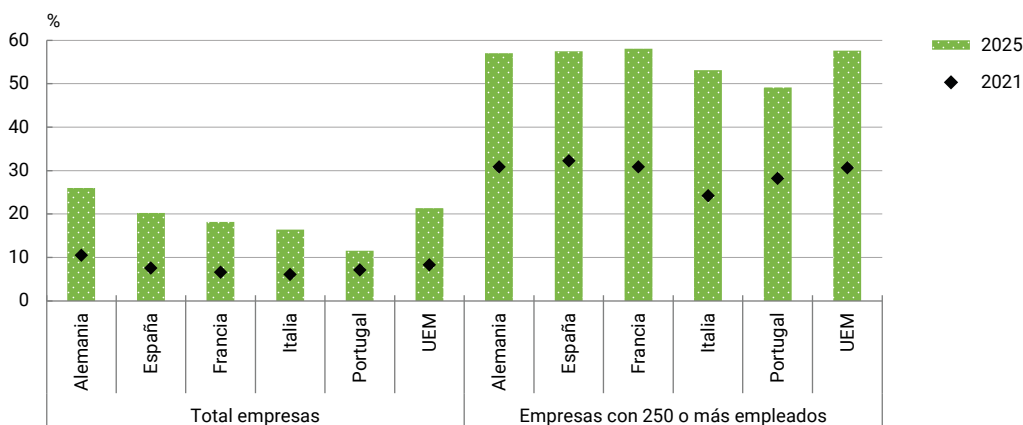
- La IA se perfila como una tecnología de propósito general con efectos potencialmente amplios sobre la eficiencia y la organización de la producción, si bien la evidencia empírica sugiere que los retornos de la IA sobre la productividad no son inmediatos ni homogéneos, dado que requieren inversiones complementarias en capital intangible, reorganización interna y capital humano, lo que puede retrasar su impacto agregado (Brynjolfsson, Rock y Syverson, 2019).
- Asimismo, numerosos estudios documentan que la adopción y los beneficios productivos de la IA están sesgados hacia empresas de mayor tamaño, con mayor intensidad de capital, capacidades organizativas y disponibilidad de datos, mientras que las pymes afrontan mayores barreras de entrada. Este patrón podría acentuar la dispersión de productividad entre grandes empresas y pymes, limitando el impacto agregado de la IA y ampliando las diferencias existentes en eficiencia y escala entre empresas (Baslandze et al., 2026).
- No obstante, la evidencia más reciente, basada en despliegues reales de IA generativa, muestra aumentos sustanciales de productividad, con efectos especialmente elevados para trabajadores y empresas menos experimentadas, lo que sugiere un papel relevante de la IA como difusora de mejores prácticas (Brynjolfsson, Li y Raymond, 2025)⁶⁹.
- En este contexto, analizar la adopción, los usos y las barreras a la adopción de la IA por parte de las empresas españolas permite evaluar hasta qué punto estas tecnologías pueden

69 La evidencia europea reciente apunta a que los beneficios de la adopción de IA son mayores en empresas con menor restricción financiera y mejor acceso a financiación para acometer las inversiones complementarias necesarias, lo que subraya el papel de las condiciones financieras y de competencia en la materialización de sus efectos productivos (Banco Europeo de Inversiones, 2026).

Gráfico 3.16

El porcentaje de empresas que usan tecnologías de IA se ha duplicado en el período 2021-2025, tanto en España como en otros países de la UEM. Más de la mitad de las empresas que usan IA son empresas muy grandes, con 250 o más empleados

3.16.a Proporción de empresas que usan IA (a)



FUENTE: Eurostat (ETICCE).

a Empresas con diez o más empleados.



convertirse en un motor de crecimiento de la productividad agregada o, por el contrario, en un factor adicional de divergencia entre empresas.

El uso de la IA por las empresas españolas ha aumentado de forma muy significativa en los últimos años, en línea con lo observado en otros países de la Unión Económica y Monetaria.

- De acuerdo con la Encuesta sobre el Uso de las Tecnologías de la Información y de las Comunicaciones y del Comercio Electrónico en las Empresas (ETICCE) del Instituto Nacional de Estadística, entre 2021 y 2025 la proporción de empresas con diez o más empleados en España que adoptan tecnologías de IA pasó del 8 % al 20 % (véase gráfico 3.16.a)⁷⁰.
- La tendencia al alza en la adopción de la IA en las empresas se observa también en otros países del área del euro, como Alemania, Francia e Italia (véase gráfico 3.16.a). En Alemania, por ejemplo, el porcentaje de empresas con diez o más empleados que usaban la IA pasó de un 11 % en 2021 a un 26 % en 2025, según la ETICCE.
- De este modo, en 2025 el porcentaje de empresas con más de diez empleados en España que usaban IA (20 %) se situaba en línea con el promedio de los países del área del euro (21 %). En términos de países concretos, el porcentaje en España es ligeramente inferior al observado en Alemania (26 %) y superior al de Francia, Italia y Portugal (18 %, 17 % y 12 %, respectivamente) (véase gráfico 3.16.a).

70 Para más detalles sobre esta base de datos, véase el anejo de fuentes de datos.

- De acuerdo con otras fuentes, como la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), el uso de tecnologías de IA en España ha aumentado de forma muy significativa entre 2024 y 2026⁷¹, con incrementos generalizados por tamaño empresarial y por ramas de actividad: la proporción de pymes usuarias de IA prácticamente se ha duplicado y la adopción entre las grandes empresas supera ya con holgura los dos tercios, lo que confirma una expansión rápida y transversal de estas tecnologías en el tejido productivo.
- Asimismo, el aumento del uso de la IA por las empresas españolas entre 2024 y 2026 ha coincidido con una reducción generalizada de los principales obstáculos a su adopción, especialmente entre las pymes, con descensos significativos en la percepción de los costes, la falta de personal cualificado y la incertidumbre legal, lo que apunta a un entorno progresivamente más favorable para la incorporación de estas tecnologías; no obstante, pese a esta evolución positiva, la escasez de trabajadores con las competencias necesarias sigue siendo un freno relevante para cerca de la mitad de las empresas.

Las empresas que adoptan tecnologías de IA son más grandes y más productivas y cuentan con una mayor intensidad de capital y una mayor proporción de trabajadores cualificados, diferencias que se han mantenido sin cambios significativos en los últimos años.

- Las empresas que adoptan tecnologías de IA son, en promedio, de mayor tamaño. En particular, la empresa mediana adoptante emplea 1,6 veces más trabajadores y genera casi el doble de valor añadido que la empresa mediana no adoptante (véase cuadro 3.4). Así, más de la mitad de las empresas que adoptan tecnologías de IA son empresas de gran tamaño, de 250 o más empleados, tanto en España como en el resto de los países del área del euro.
- Las empresas adoptantes presentan una mayor intensidad de capital —con un *stock* de capital por trabajador un 17 % superior— y una mayor productividad total de los factores (véase cuadro 3.4). La empresa mediana que adopta la IA presenta una menor participación del trabajo en el valor añadido —la ratio de costes laborales sobre el valor añadido es aproximadamente 4 puntos porcentuales (pp) inferior— y una mayor proporción de trabajadores altamente cualificados —más de 8 pp mayor que en las no adoptantes—, lo que sería coherente con un sesgo de la IA hacia tareas complejas y complementarias al capital humano⁷².
- Estas diferencias entre las empresas adoptantes y las no adoptantes de tecnologías de IA descritas anteriormente se mantienen notablemente estables a lo largo del período 2021-2025 (véase cuadro 3.4).

71 En concreto, se comparan los resultados de la EBAE del primer trimestre de 2026 con los resultados obtenidos en versiones anteriores (Fernández-Cerezo, Hidalgo e Izquierdo, 2025).

72 Estos resultados se obtienen combinando los microdatos de la ETICCE con los de la Central de Balances del Banco de España y con datos de afiliados de la Seguridad Social. Esta combinación, facilitada por el laboratorio de datos Es_DataLab, permite disponer de información adicional para la mayoría de las empresas incluidas en la ETICCE (casi el 65 % de ellas). Además, estos resultados están en línea con el análisis de Aghion, Bunel, Jaravel, Mikaelson, Roulet y Søggaard (2025) para empresas que adoptan la IA en Francia.

Cuadro 3.4
Características de las empresas que adoptan tecnologías de IA (a)

	Empresas que usan tecnologías de IA					Empresas que no usan tecnologías de IA					Empresas que no usan IA, han considerado usarla, pero no la usan por falta de conocimientos especializados (b)		
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
% empresas (c)	7,8	11,6	8,6	10,9	18,3						78,4	80,7	80,8
Empleo (equivalente a tiempo completo)	28	26	34	29		17	18	19	19		21	28	
Valor añadido (miles de euros)	1.164	1.274	1.809	1.777	1.498	690	780	872	954	976	1.019	1.380	1.166
Productividad del trabajo (miles de euros/trabajador)	41,4	42,3	45,3	50,2	53,1	37,1	39,6	42,1	45,4	46,8	44,0	50,0	48,0
Log de PTF	1,6	1,5	1,4	1,6	1,4	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Intensidad del capital (miles de euros/trabajador)	24,8	20,6	17,3	17,7	19,6	17,2	16,4	15,9	17,5	17,0	20,0	22,0	16,0
Participación del trabajo en el valor añadido	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Trabajadores con cualificación baja (%)	5,3	7,2	6,1	5,0		14,0	14,7	16,6	16,1		10,2	9,5	
Trabajadores con cualificación alta (%)	9,0	8,3	8,3	9,5		1,7	1,6	2,0	1,3		7,7	5,2	
Edad empresa (años)	19	19	20	19	21	21	20	22	22	23	14	13	12

FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (ETICCE), Banco de España (Central de Balances) y Seguridad Social.

- a** Las cifras reportadas corresponden a los valores medianos calculados utilizando los pesos muestrales de la encuesta ETICCE del INE. Se utiliza una muestra de empresas de diez o más empleados, común en la ETICCE, en la Central de Balances y en la Seguridad Social. Los datos de la Seguridad Social están disponibles hasta 2023.
- b** Se considera la muestra de empresas que contesta «Sí» a la pregunta: «¿Ha considerado alguna vez su empresa utilizar alguna de las tecnologías de Inteligencia Artificial enumeradas en la pregunta anterior?», y, además, especifica que la razón por la que su empresa no utiliza ninguna de las tecnologías de IA es la siguiente: «Faltan conocimientos especializados relevantes en la empresa». Estas dos preguntas se incluyen a partir del año 2022-2023 de la encuesta. La proporción de empresas se calcula respecto al total de empresas que han considerado alguna vez utilizar algunas de las tecnologías de IA.
- c** La proporción de empresas con diez o más empleados que utilizan tecnologías de IA en la muestra total de la ETICCE es del 8,4% (2021), el 12% (2022), el 9,1% (2023), el 11,7% (2024) y el 19,4% (2025).

Los ámbitos de uso de la IA en las empresas españolas están principalmente dirigidos a mejorar la eficiencia operativa, y, además, las empresas perciben que la adopción de IA requiere cambios organizativos e inversiones complementarias en capital humano.

- Según la ETICCE, el uso de la IA por parte de las empresas españolas se concentra en ámbitos concretos y bien definidos, agrupables en *marketing* y ventas, procesos de producción y logística, administración y seguridad, y actividades de I+D, siendo este último patrón claramente selectivo y no generalizado: el ámbito más habitual es el de los procesos administrativos y de seguridad, utilizado por aproximadamente la mitad de las empresas que han adoptado IA, mientras que solo en torno al 10% declaran emplearla de forma simultánea en los cuatro ámbitos considerados, lo que sugiere una adopción todavía focalizada en usos específicos más que integrada transversalmente en la organización.

- De acuerdo con la EBAE, la adopción de la IA por las empresas españolas responde principalmente a objetivos de mejora interna, más que a estrategias de expansión, concentrándose, sobre todo, en el aumento de la calidad y fiabilidad de los procesos y en la automatización de tareas, en el caso tanto de la IA predictiva como de la generativa, mientras que motivaciones como la reducción de costes, la ampliación del catálogo de productos o el incremento de la producción y las ventas tienen un peso relativamente menor; además, estas pautas son similares entre pymes y grandes empresas, lo que apunta a un uso de la IA orientado prioritariamente a la eficiencia operativa y organizativa.
- Además, según la EBAE, la incorporación de la IA plantea retos organizativos relevantes, en particular en términos de formación, reorganización interna y reasignación de tareas. En concreto, la adopción de la IA está impulsando un aumento significativo de las necesidades de formación, contratación especializada y cambios organizativos en las empresas, especialmente entre las grandes empresas, donde una amplia mayoría prevé reforzar la formación de sus plantillas y contratar personal más cualificado en los próximos tres años, mientras que estas expectativas son sensiblemente menores entre las pymes.

En cuanto a los efectos sobre la productividad y el empleo, las empresas españolas reportan haber experimentado un efecto limitado hasta la fecha, si bien las expectativas a medio plazo de las empresas apuntan a una intensificación de los efectos ya observados.

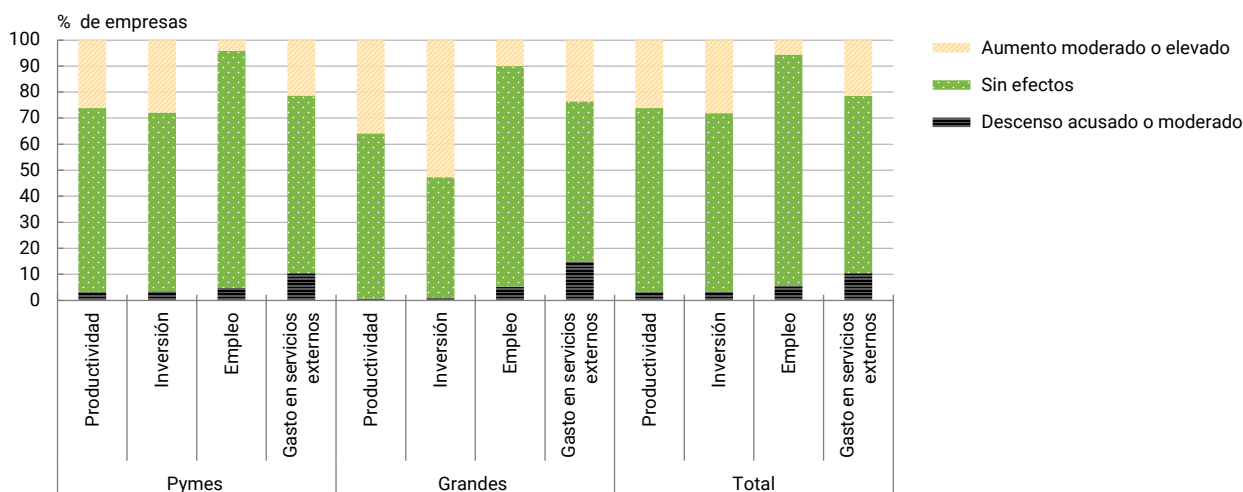
- De acuerdo con la EBAE, el impacto de la adopción de la IA sobre el empleo ha sido, por ahora, limitado. La mayoría de las empresas encuestadas declaran que su introducción no ha tenido efectos significativos en los últimos tres años (cerca del 89 %), mientras que el porcentaje de empresas que habrían reducido o aumentado el número de trabajadores se sitúa cerca del 6 % en ambos casos (véase gráfico 3.17.a).
- Respecto a la productividad, las empresas —especialmente las de mayor tamaño— reportan haber experimentado efectos positivos. En particular, por encima del 25 % de las empresas declaran haber percibido aumentos de productividad en este período, aunque algo menores en las pymes que en las grandes empresas. Esta diferencia podría estar relacionada con la fase más incipiente en el uso de estas tecnologías en el segmento de empresas de menor tamaño⁷³.
- Respecto a los efectos esperados para los próximos tres años, en relación con el empleo, mientras que la mayoría de las pymes no esperan cambios en los empleos asociados a tareas repetitivas o rutinarias (83 %), una proporción elevada de grandes empresas anticipan reducciones de este tipo de puestos (44 %). Por el contrario, los puestos con mayor contenido analítico podrían verse favorecidos, especialmente en las grandes empresas, donde cerca de un 20 % prevén aumentos de empleo en este tipo de ocupaciones. Los puestos directivos serían los menos afectados por la adopción de la IA (véase gráfico 3.17.b).

⁷³ Por otro lado, el impacto en términos de gasto en servicios externos tales como agencias de *marketing*, servicios de traducción o asesoría legal es algo más desigual. Cerca del 21 % de las empresas habrían aumentado el gasto y alrededor del 11 % lo habrían disminuido.

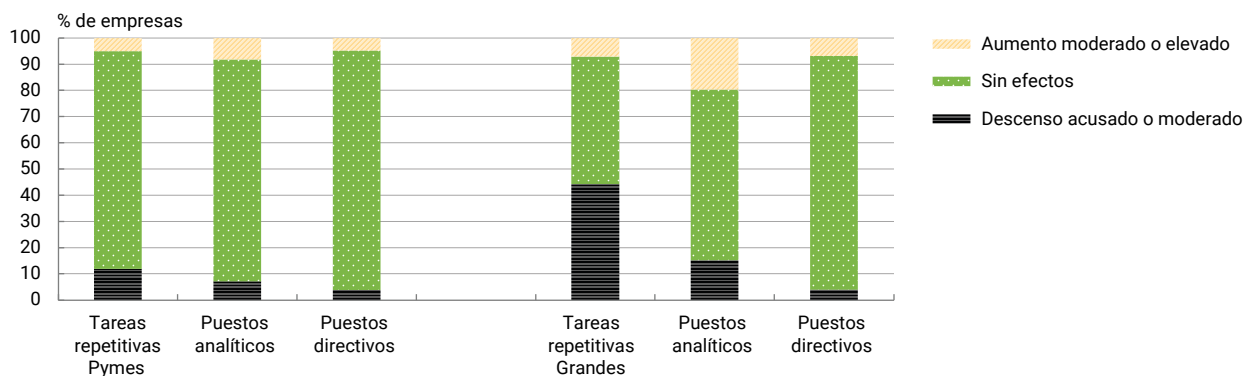
Gráfico 3.17

El uso de IA tiene efectos significativos sobre el empleo y la productividad

3.17.a Impacto de la IA en los últimos tres años, por tamaño



3.17.b Percepción del cambio en el número de empleados en diferentes grupos



FUENTE: Banco de España (EBAE).



- En el caso de la productividad, de cara a los próximos tres años las grandes empresas prevén un mayor impacto positivo que el anticipado por las pymes. En concreto, el 61 % de las empresas grandes prevén aumentos de la productividad, frente al 27 % de las pymes.
- No obstante, la identificación de los efectos de la IA sobre el empleo y la productividad resulta todavía prematura, debido tanto a las limitaciones actuales de los datos disponibles como al carácter dinámico del proceso de adopción tecnológica. Las inversiones en IA y en los cambios organizativos asociados tienden a generar costes iniciales que se reflejan de forma inmediata, mientras que sus impactos positivos sobre el empleo y la productividad se materializan con retraso, dando lugar a una dinámica tipo curva en J.

En cualquier caso, existe una preocupación creciente por la mayor exposición del empleo juvenil, en particular en segmentos de alta cualificación, a los efectos disruptivos del uso de la IA.

- A diferencia de anteriores innovaciones tecnológicas, caracterizadas fundamentalmente por automatizar tareas rutinarias, la IA generativa es capaz de producir texto, código, imágenes y contenido creativo, y, por tanto, puede replicar o asistir tareas cognitivas no rutinarias tradicionalmente asociadas a ocupaciones de alta cualificación. Así, serían los trabajadores más cualificados los que podrían verse más expuestos a la automatización de una parte significativa de sus tareas.
- También los jóvenes podrían estar especialmente expuestos a los efectos disruptivos de la IA por dos motivos. Por un lado, porque las empresas suelen ajustar más rápidamente sus necesidades a partir de las nuevas contrataciones. Por otro, porque los trabajadores jóvenes tienden a ocupar puestos de entrada o de soporte, que pueden incluir tareas particularmente susceptibles de ser automatizadas o asistidas por IA.
- La evidencia disponible sobre el potencial impacto de la IA generativa es reciente, creciente y todavía no concluyente⁷⁴. Por un lado, algunos estudios señalan posibles efectos negativos de la expansión de la IA generativa sobre el empleo juvenil [véanse, por ejemplo, Brynjolfsson, Chandar y Chen (2025) y Hosseini Maasoum y Lichtinger (2025)]. Por otro lado, otros trabajos encuentran efectos nulos o incluso positivos [véanse, por ejemplo, Humlum y Vestergaard (2025), Chandar (2025) y Gimbel, Kinder, Kendall y Lee (2025)].

En el caso del mercado de trabajo español, todavía no se observa un impacto significativo sobre las dinámicas del empleo juvenil, si bien se observa una notable exposición de los jóvenes a la IA generativa.

- La exposición a la IA generativa entre los jóvenes españoles (20-28 años) presenta una fuerte heterogeneidad según el nivel educativo, el campo de estudios y el tamaño de la empresa⁷⁵. En concreto, la exposición es significativamente mayor entre quienes cuentan con estudios universitarios o superiores —especialmente en áreas de negocios, administración y derecho, seguidas de las TIC—, mientras que los jóvenes con ESO, Bachillerato o FP media se concentran en ocupaciones con menor exposición; la FP superior ocupa una posición intermedia, pero relativamente elevada. Asimismo, la exposición aumenta de forma clara con el tamaño de la empresa, siendo menor en las firmas pequeñas y sustancialmente mayor en las de mayor dimensión (véase gráfico 3.18.a), un patrón coherente con la mayor adopción tecnológica observada en estas últimas.
- En lo que respecta a la composición ocupacional de los nuevos entrantes en el mercado laboral, la exposición media a la IA generativa permanece sin cambios en todos los niveles educativos, sin mostrar una ruptura apreciable tras la irrupción de la AI generativa en 2022 (véase gráfico 3.18.b). En particular, los jóvenes universitarios recién contratados —el grupo con mayor exposición— siguen accediendo a ocupaciones con un grado de exposición

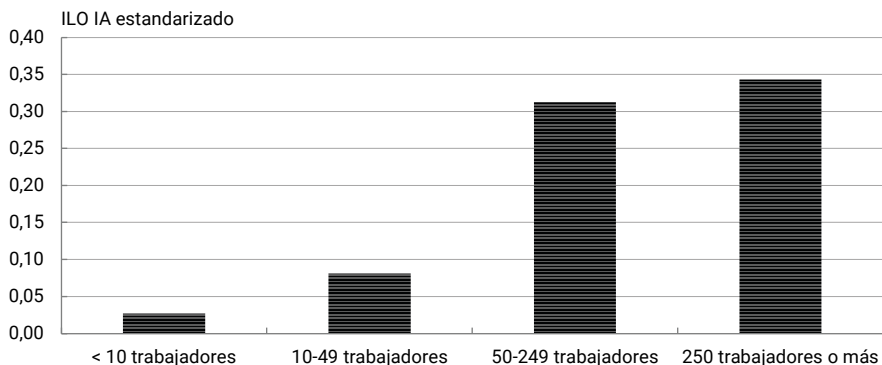
74 Albanesi, Dias da Silva, Jimeno, Lamo y Wabitsch (2025) muestran que, antes del despliegue masivo de la IA generativa, entre 2014 y 2019 los países europeos experimentaron un aumento del empleo relativo en ocupaciones más expuestas a la IA, sobre todo entre trabajadores jóvenes y cualificados.

75 Para más detalles sobre la elaboración del índice de exposición a la IA generativa, véase el anejo metodológico.

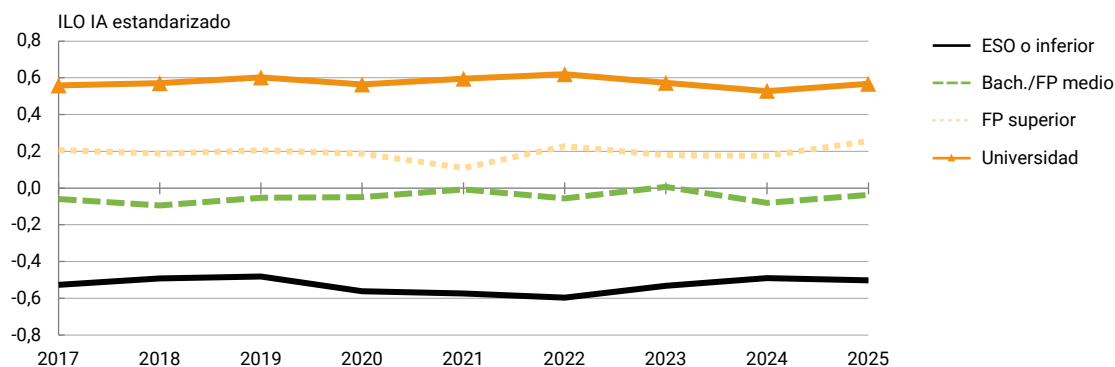
Gráfico 3.18

La exposición de los jóvenes españoles a la IA se ha mantenido estable en los últimos años, aunque presenta una elevada heterogeneidad según el nivel educativo

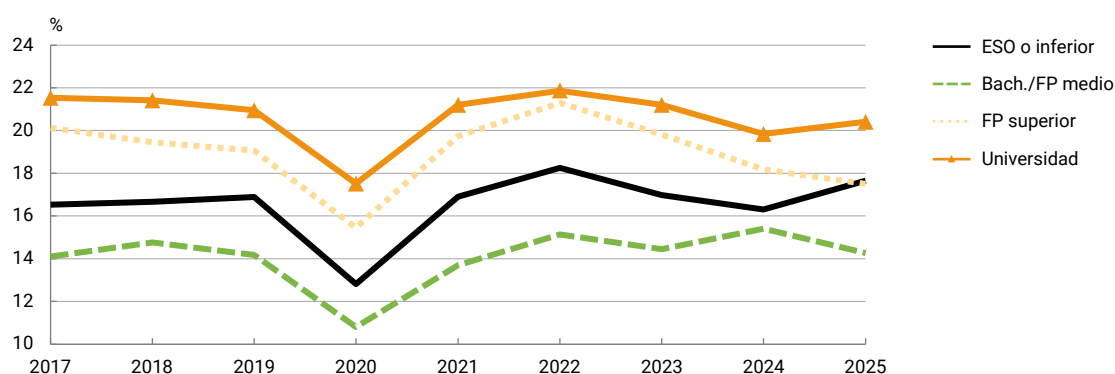
3.18.a Exposición media a la IA de los jóvenes según el tamaño de empresa en el período 2023-2025 (a)



3.18.b Exposición media a la IA de los jóvenes que acaban de empezar en su trabajo según su nivel de estudios (b)



3.18.c Tasa de contratación de jóvenes según su nivel de estudios (c)



FUENTES: Instituto Nacional de estadística, Organización Internacional del Trabajo y Banco de España.

- a El índice ILO 2025 se estandariza a nivel ocupacional (media 0, varianza 1) antes de unirlo a los microdatos de la submuestra anual de la EPA, utilizando como nexo la ocupación. Se calcula la exposición media de los jóvenes ocupados de entre 20 y 28 años que trabajan en cada categoría de tamaño de empresa.
- b El índice ILO 2025 se estandariza a nivel ocupacional (media 0, varianza 1) antes de unirlo a los microdatos trimestrales de la EPA, utilizando como nexo la ocupación. Para los ocupados de entre 20 y 28 años que llevan medio año como máximo en su puesto de trabajo, se calcula el promedio anual para cada nivel educativo.
- c La tasa de contratación está definida como el porcentaje de jóvenes de entre 20 y 28 años y de cada nivel educativo que llevan como máximo medio año en su puesto de trabajo entre el total de jóvenes de ese grupo de edad y nivel educativo.



similar al observado en años anteriores, lo que sugiere que, hasta la fecha, no se ha producido un desplazamiento de las nuevas contrataciones hacia ocupaciones menos expuestas. Esta evolución también se verifica al analizar la composición del empleo juvenil teniendo en cuenta el tamaño de la empresa.

- En cuanto a la intensidad de las contrataciones, la tasa de nuevas contrataciones de jóvenes por nivel educativo no apunta a un cambio de patrón atribuible a la expansión de la IA generativa a partir de 2022 (véase gráfico 3.18.c). Esto sería coherente con la ausencia de un impacto significativo de la IA generativa sobre la incorporación de los jóvenes más expuestos a su adopción por parte de las empresas. No obstante, esta evidencia es meramente descriptiva y debe interpretarse con cautela, en tanto en cuanto los posibles efectos de la adopción de IA generativa pueden requerir más tiempo para materializarse, y pueden existir otros factores que determinen la evolución agregada de las nuevas contrataciones por nivel educativo.

5 Algunas consideraciones finales

El incremento de la productividad total de los factores (PTF) es la principal fuente de crecimiento y de convergencia en PIB per cápita con el área del euro, especialmente en un contexto futuro marcado por el envejecimiento demográfico —que previsiblemente lastrará la contribución del empleo al crecimiento de la renta por habitante—.

Tal y como se ha documentado en este capítulo, tras el pobre desempeño registrado en la primera década del siglo XXI y la consiguiente apertura de una brecha negativa muy significativa respecto a la Unión Económica y Monetaria (UEM) en términos de PTF, la economía española ha experimentado un cambio de tendencia tras la crisis financiera global. En concreto, se ha iniciado una senda de convergencia en términos de PTF que, además, ha favorecido la reanudación del proceso de convergencia en términos de PIB per cápita con el resto de la UEM que se había detenido antes del inicio de la crisis financiera. No obstante, persisten dudas acerca del carácter estructural o transitorio de esta mejora y, además, serían necesarios unos 20 años de crecimientos de la productividad en España por encima de la UEM —como los observados desde 2013— para cerrar por completo la brecha negativa observada desde el año 2000, lo que pone de relieve la magnitud del desafío pendiente.

En este contexto, la mejora reciente de la productividad y la asignación de recursos entre empresas en España puede ser el resultado de un conjunto diverso de factores, muchos de los cuales pueden considerarse parcialmente exógenos a las decisiones en materia de políticas públicas, como la reasignación de recursos productivos tras la crisis financiera y la pandemia o la evolución de la coyuntura económica global. Sin embargo, es muy probable que también hayan desempeñado un papel significativo el conjunto de políticas públicas y reformas estructurales implementadas tras la crisis financiera global, algunas de las cuales han mostrado una cierta continuidad institucional a lo largo de los últimos 15 años.

En primer lugar, cabe destacar el saneamiento del sistema financiero y la consolidación del nuevo marco regulatorio y de supervisión bancaria, que han contribuido a corregir las distorsiones en la asignación del crédito acumuladas durante la década anterior, favoreciendo una canalización más eficiente de la financiación hacia empresas con mayor productividad y potencial de crecimiento.

En segundo lugar, las reformas laborales de 2010, 2012 y 2021, con efectos en buena medida complementarios, han contribuido a facilitar los mecanismos de ajuste interno, reducir la dualidad del mercado de trabajo y favorecer tanto una mayor estabilidad del empleo como una reasignación más eficiente del trabajo hacia usos y empresas más productivos. Estos efectos se han visto reforzados por la evolución de las políticas migratorias en la última década, que ha ayudado a mitigar determinadas restricciones de oferta laboral. En consonancia con estos desarrollos, los indicadores relativos al grado de flexibilidad del mercado laboral apuntan a una mejora apreciable desde 2010. De este modo, la continuidad y la ausencia de reversión sustancial

de estas reformas han contribuido a configurar un marco regulatorio laboral más flexible, estable y predecible para las empresas.

En tercer lugar, a partir de la crisis financiera global y, más recientemente, con la puesta en marcha del programa *Next Generation EU* (NGEU), se observa una mayor continuidad y ambición en las políticas destinadas a fomentar la digitalización y la innovación. Este impulso, apoyado en la elevada conectividad digital de España —que el [indicador DESI](#) la sitúa entre los países líderes europeos—, se ha traducido en un mayor dinamismo de la inversión en activos intangibles y en un avance sostenido de la inversión en I+D+i. No obstante, pese a estos avances, persiste una brecha negativa significativa respecto a los países de nuestro entorno en términos de esfuerzo inversor, tanto público como privado, que sigue siendo uno de los principales retos pendientes, especialmente de cara a los próximos años, cuando se irá diluyendo el impulso asociado al NGEU.

De lo anterior se desprende una hipótesis tentativa según la cual las políticas que facilitan la movilidad de los factores productivos entre empresas, junto con una suficiente estabilidad y continuidad institucional en el tiempo, contribuyen a generar una mayor flexibilidad y certidumbre sobre las reglas del juego que enmarcan las decisiones económicas, lo que favorece una asignación más eficiente de los factores productivos y un mayor dinamismo de la productividad. En todo caso, conviene subrayar que la relación entre las diferentes políticas y la evolución observada de la productividad debe interpretarse con cautela. La identificación empírica de efectos causales es compleja, las distintas políticas interactúan entre sí y muchas de ellas se despliegan de forma gradual. De este modo, conviene resaltar que este capítulo no presenta un análisis formal del vínculo causal entre las diferentes políticas y la evolución de la productividad.

De cara al futuro, el margen de recorrido del proceso de convergencia con la UEM podría agotarse en ausencia de nuevas reformas y de avances adicionales en el ámbito de las políticas públicas, por lo que cabe destacar dos áreas en las que el papel de las políticas públicas puede ser determinante para fomentar el crecimiento de la productividad. Por un lado, la mejorable calidad del marco regulatorio y la coordinación entre los distintos niveles de la Administración Pública, en una situación de elevada densidad y fragmentación normativa y de heterogeneidad geográfica en su aplicación —con el caso del mercado de la vivienda como ejemplo paradigmático (véase el capítulo 2 de este Informe)—, constituyen un cuello de botella para el crecimiento de las pymes y la asignación eficiente de los recursos. Por otro lado, persisten desajustes relevantes entre el capital humano ofrecido por el sistema educativo y el demandado por las empresas, que cobran una importancia creciente en un contexto de rápida difusión de la inteligencia artificial (IA) y, además, en un entorno institucional marcado por la insuficiente estabilidad y consenso de las políticas públicas en materia educativa en España. Abordar estos desajustes será clave para que la adopción de la IA se traduzca efectivamente en mejoras generalizadas de productividad y actúe como un complemento para el empleo, facilitando los cambios organizativos y las inversiones necesarios para potenciar las capacidades de los trabajadores.

Anejo de fuentes de datos

EUROPROD-UA es una base de datos de tasas de crecimiento de la productividad total de los factores (PTF) ajustada por calidad de los factores, utilización de la capacidad y beneficios no nulos, elaborada por Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025), y mantenida por el Banco de España. Cubre los cinco países más grandes de la zona del euro —Alemania, Francia, España, Italia y Países Bajos—, que en conjunto representan aproximadamente el 80 % del PIB del área. Proporciona series anuales desde 1995 con desagregación sectorial (cerca de 25 industrias del sector empresarial) y series trimestrales agregadas desde 1998.

La **Central de Balances Integrada (CBI)** constituye la fuente principal del análisis microeconómico de España, con información económico-financiera sobre empresas y grupos no financieros españoles. Esta base integra tanto los datos remitidos directamente por las propias entidades como la información procedente del Colegio de Registradores de la Propiedad, Mercantiles y de Bienes Muebles de España (CORPME), colaborador del laboratorio de datos del Banco de España (BELab). El conjunto resultante permite disponer de un repositorio homogéneo y estructurado que sustenta los análisis y publicaciones del Banco de España sobre el tejido empresarial. Contiene datos contables anuales de empresas no financieras españolas, lo que permite construir series de productividad, inversión, empleo y rentabilidad a nivel de empresa desde 1995.

Orbis Historical (Bureau van Dijk) es una de las bases de datos empresariales más utilizadas en la investigación económica académica por su cobertura casi universal: agrega información contable estandarizada de más de 400 millones de empresas en todo el mundo, lo que permite construir muestras representativas a nivel de empresa en múltiples países con variables comparables. Utiliza también como fuente primaria los registros mercantiles de los distintos países, lo que asegura la homogeneidad internacional de los datos. En consecuencia, para España, Orbis emplea exactamente la misma fuente de información que la CBI, lo que garantiza la coherencia entre ambas bases en lo relativo a los datos contables de empresas españolas. Su uso está consolidado en la literatura sobre productividad y asignación de recursos⁷⁶. Orbis proporciona información detallada para cada empresa sobre valor añadido, remuneración total de los asalariados, activos fijos, coste de materiales, sector de actividad y año de constitución⁷⁷. Para el análisis, usamos información de España, Alemania, Francia, Italia, Bélgica, Portugal y Países Bajos.

Para el análisis de la dimensión regional basado en Orbis, y debido a la necesidad de contar con una buena cobertura a nivel región-sector en los diferentes países y años analizados, se considera el período 2013-2023 para las economías de España, Italia, Francia y Portugal. Esta

76 Véase, por ejemplo, Gopinath, Kalemli-Özcan, Karabarbounis y Villegas-Sanchez (2017) o Kalemli-Özcan, Sørensen, Villegas-Sanchez, Volosovych y Yeşiltaş (2024).

77 La principal ventaja de Orbis frente a las fuentes administrativas nacionales es que permite comparaciones entre países bajo una metodología homogénea, controlando por composición sectorial y tamaño empresarial, lo que la hace especialmente adecuada para cuantificar brechas de productividad entre España y el resto de la Unión Económica y Monetaria. Su limitación más conocida es la cobertura desigual por países y el sesgo hacia empresas de mayor tamaño, aunque esto se mitiga cuando el análisis se centra en economías con obligación generalizada de depósito de cuentas, como es el caso de los países europeos analizados en el Informe.

elección responde a tres criterios: i) las cuatro cuentan con una cobertura de datos suficiente para construir medidas precisas de actividad económica a nivel región-sector; ii) presentan dinámicas regionales que se aproximan a los agregados macroeconómicos comparables de la contabilidad regional europea según Eurostat, y iii) son economías cuya cercanía hace que la comparación directa con la española resulte especialmente relevante.

El [Directorio Central de Empresas \(DIRCE\)](#), gestionado por el Instituto Nacional de Estadística (INE), proporciona información sobre la demografía empresarial, incluyendo *stocks* de empresas activas desagregadas por tamaño y sector, así como tasas de entrada y salida. Esta fuente se utiliza para analizar la dinámica de creación y destrucción de empresas a partir tanto de los datos agregados publicados en su web como del fichero de microdatos a nivel empresarial.

[Eurostat](#) proporciona datos armonizados sobre el valor añadido por trabajador y sobre la distribución del empleo en función del tamaño de las empresas en el conjunto de la zona del euro, utilizados habitualmente en las comparaciones internacionales. Adicionalmente, las tasas de supervivencia empresarial a cinco años de Eurostat sirven como referencia para evaluar el dinamismo del tejido productivo. La Comisión Europea se nutre de la información de Eurostat y publica series detalladas de empleo por tamaño empresarial desde 2008.

La [Central de Información de Riesgos \(CIR\)](#) es una base de datos de carácter administrativo gestionada por el Banco de España que recoge información detallada sobre los riesgos crediticios que las entidades financieras mantienen con sus clientes, incluyendo préstamos, créditos, avales y otros compromisos financieros. La CIR proporciona una visión exhaustiva y homogénea del endeudamiento de las personas físicas y jurídicas frente al sistema financiero español, a partir de la información declarada mensualmente por las entidades. Esta base constituye una herramienta fundamental tanto para las labores de supervisión del Banco de España como para el análisis económico, al permitir estudiar la evolución del acceso al crédito, la exposición financiera de las empresas y los mecanismos de transmisión financiera. Su cobertura prácticamente universal y su elevado grado de desagregación a nivel de deudor y entidad convierten la CIR en una fuente ampliamente utilizada en investigaciones sobre restricciones financieras, inversión empresarial y estabilidad financiera en España.

La [Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación \(SAFE\)](#) es una referencia esencial para el análisis de las condiciones financieras de las sociedades no financieras europeas, especialmente de las pequeñas y medianas empresas, que constituyen el núcleo de su muestra. Elaborada conjuntamente por el Banco Central Europeo y la Comisión Europea, la encuesta recoge información directa de alrededor de 11.000 empresas sobre su situación financiera reciente, sus necesidades de financiación, las fuentes utilizadas y su percepción sobre la disponibilidad de financiación externa. Su metodología común y su alcance europeo permiten analizar de manera homogénea cómo evoluciona el acceso a la financiación desde el punto de vista geográfico y temporal.

[BACH \(Bank for the Accounts of Companies Harmonized\)](#) constituye la principal referencia europea para el análisis comparado de la situación económico-financiera de las empresas no

financieras, al ofrecer un conjunto armonizado de información procedente de los bancos centrales y las oficinas de balances de 12 países de la Unión Europea (UE): Alemania, Austria, Bélgica, Croacia, Eslovaquia, España, Francia, Hungría, Italia, Luxemburgo, Polonia y Portugal. Integra series anuales de balances, cuentas de resultados y ratios significativas, presentadas tanto en valores absolutos como relativos, junto con distribuciones estadísticas que permiten caracterizar la heterogeneidad empresarial por actividad y tamaño. Su construcción se apoya en la colaboración del ECCBSO (European Committee of Central Balance Sheet Data Offices), en la que participa el Banco de España. La desagregación en más de un centenar de ramas de actividad y varios estratos de tamaño empresarial convierte a BACH en un repositorio estructurado y homogéneo que sustenta los análisis europeos sobre productividad, rentabilidad, estructura financiera y desempeño empresarial desde el año 2000.

iBACH (Individual BACH) proporciona acceso a los microdatos armonizados a nivel de empresa que sirven de base para la construcción de las estadísticas agregadas del sistema BACH. En la actualidad, estos microdatos solo pueden consultarse para un grupo reducido de países (Austria, Bélgica, Eslovaquia, España, Francia, Italia y Portugal).

Las **Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE)** forman parte del sistema de cuentas nacionales y constituyen la referencia central para el análisis de las posiciones y flujos financieros de los sectores institucionales residentes. Este marco integra información procedente de múltiples fuentes estadísticas y administrativas, lo que permite reconstruir de manera coherente los activos y pasivos financieros de hogares, empresas, Administraciones Públicas e instituciones financieras, así como las operaciones y revalorizaciones que explican su evolución. La estructura armonizada de las CFEE, con desgloses por instrumento y por sector de contrapartida, proporciona un repositorio sistemático que sustenta los análisis del Banco de España sobre la financiación de la economía, la acumulación de riqueza financiera y las interrelaciones entre sectores.

PitchBook es una base de datos comercial de referencia internacional especializada en los mercados de capital privado, con un enfoque particular en capital riesgo (*venture capital*) y capital privado (*private equity*). Proporciona información altamente granular a nivel de empresa, operación e inversor, incluyendo rondas de financiación, importes y valoraciones, tipología de los inversores, fechas de inversión, características de los fondos y eventos de salida. La base cubre un amplio conjunto de empresas no cotizadas a escala global y permite seguir el ciclo completo de financiación de las empresas, desde las primeras rondas de capital riesgo hasta adquisiciones o salidas a bolsa. Gracias a su amplia cobertura y a la estandarización de la información financiera y de inversión, PitchBook es una fuente ampliamente utilizada tanto en investigación académica como en análisis institucional para estudiar el papel del capital riesgo en la financiación empresarial, la innovación y el crecimiento de las empresas.

El **Visualizador de Multilocalización Empresarial (ViME)** es una base de datos desarrollada y mantenida por el Banco de España que permite analizar la presencia territorial de las empresas en España a partir de su estructura de multilocalización. El ViME ofrece información sobre la distribución geográfica de la actividad empresarial entre comunidades autónomas y provincias,

diferenciando entre la localización de la sede social y la de los establecimientos productivos. Esta herramienta facilita el estudio de la dimensión territorial del tejido empresarial y de la actividad económica, así como el análisis de fenómenos como la concentración espacial, la diversificación geográfica de las empresas y la articulación regional de la producción, y se utiliza como apoyo en los análisis del Banco de España sobre estructura productiva y dinámicas regionales.

[Tenders Electronic Daily \(TED\)](#) es la base de datos oficial de contratación pública de la UE y constituye el suplemento electrónico del *Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE)* dedicado a los procedimientos de contratación pública por encima de los umbrales comunitarios. Gestionada por la Oficina de Publicaciones de la Unión Europea, TED recoge de forma exhaustiva los anuncios de licitación, información previa y adjudicación publicados por las Administraciones Públicas de los Estados miembros. La base proporciona información altamente granular a nivel de contrato, incluyendo la autoridad contratante, el objeto y tipo del contrato, el procedimiento de adjudicación, los códigos CPV, el valor estimado y adjudicado, el número de ofertas recibidas y la identidad del adjudicatario. Gracias a su cobertura armonizada y a la estandarización de los formatos de los anuncios (eForms), TED permite realizar análisis comparables de la actividad de contratación pública y de la intensidad competitiva de los procesos de adjudicación desde el punto de vista geográfico y temporal, y constituye una fuente ampliamente utilizada en la investigación económica sobre contratación pública, competencia y asignación de recursos en el ámbito europeo.

La [Encuesta sobre el Uso de las Tecnologías de la Información y de las Comunicaciones y del Comercio Electrónico en las Empresas \(ETICCE\)](#), elaborada por el INE, sirve de base para la identificación de las empresas adoptantes de tecnologías de inteligencia artificial (IA). En concreto, se consideran como adoptantes aquellas empresas que declaran utilizar al menos una de las tecnologías de IA recogidas en la encuesta, respondiendo afirmativamente («sí») a dicha pregunta. Entre estas tecnologías se incluyen la minería de textos, el reconocimiento y/o la generación de lenguaje, el reconocimiento de imágenes, las técnicas de *machine learning*, la automatización de procesos y la robótica autónoma. La disponibilidad de microdatos integrados a través de la iniciativa [ES_DataLab](#) permite analizar con un elevado nivel de desagregación la adopción de tecnologías de IA en las empresas españolas, así como sus efectos sobre la productividad y el empleo. En concreto, la información procedente de la ETICCE se integra con los datos económico-financieros de la Central de Balances y con información detallada sobre el empleo extraída de la Seguridad Social. Este proceso de emparejamiento de fuentes administrativas y estadísticas, facilitado por el laboratorio de datos ES_DataLab, permite disponer de información adicional para la mayor parte de las empresas incluidas en la encuesta —en concreto, para aproximadamente el 65 % de ellas—, lo que posibilita una caracterización empresarial significativamente más rica que la obtenida a partir del uso exclusivo de los microdatos de la ETICCE. Las principales variables de interés analizadas incluyen el número total de empleados, la proporción de trabajadores de alta cualificación —definidos como aquellos encuadrados en los grupos de cotización 1 y 2 de la Seguridad Social— y el grado de intensidad de capital —medido como la ratio entre el *stock* de capital y el número de trabajadores—. Asimismo, se examinan la participación del trabajo en el valor añadido, la productividad del

trabajo —definida como el cociente entre el valor añadido y el número de empleados— y, finalmente, la productividad total de los factores (PTF). Esta última se estima a partir de una función de producción que utiliza información sobre los ingresos empresariales, los costes laborales y el *stock* de capital.

Anejo metodológico

Productividad total de los factores a nivel agregado y sectorial – Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025)

Para medir la productividad total de los factores (PTF) agregada se sigue la metodología de EUROPROD, basada en Comin, Quintana, Schmitz y Trigari (2025). Su principal novedad metodológica frente a la contabilidad del crecimiento estándar es triple: estima las fluctuaciones no observadas en la utilización de los factores a partir de encuestas sobre el uso de la capacidad productiva, mide las elasticidades de los factores como participaciones en los costes totales –no en las ventas– para incorporar la existencia de beneficios positivos y construye ponderaciones de agregación sectoriales consistentes con estos supuestos. Los datos de base provienen de Eurostat, la *Labour Force Survey* (LFS), la Encuesta de Estructuras Salariales (ESS), el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivie) y las encuestas de coyuntura de la Comisión Europea⁷⁸.

La medición de la PTF en EUROPROD se realiza exclusivamente para la economía de mercado, excluyendo aquellos sectores con una elevada participación pública –Administración Pública (O), educación (P) y salud (Q)–, ya que una parte significativa de su producción es de carácter no mercantil, es decir, no existe un precio económicamente relevante que permita observar una transacción. Asimismo, se excluye el sector de la agricultura (A), debido a su alta volatilidad asociada a factores externos, y el de las actividades inmobiliarias (L), cuya mayor parte de la producción corresponde a rentas imputadas, lo que dificulta la interpretación de la productividad.

Las series sectoriales se construyen con una lógica similar en frecuencia anual. Para calcular sus contribuciones a la PTF agregada se sigue la metodología de Baqaee y Farhi (2020), que pondera los sectores de acuerdo con sus pesos Domar basados en costes. Esta ponderación asigna más peso a los sectores aguas arriba en la red de producción, ya que las mejoras de productividad en estos se propagan de manera más intensa.

Definición de tamaño empresarial

Según la Comisión Europea y la clasificación utilizada en Eurostat (basada en la [Recomendación 2003/361/CE](#)), las empresas se agrupan por número de personas empleadas del siguiente modo.

- Micropyme: menos de 10 personas empleadas.
- Pequeña empresa: entre 10 y 49 personas empleadas.

78 Para más detalles, véase la [página web](#) de EUROPROD-UA.

- Mediana empresa: entre 50 y 249 personas empleadas.
- Gran empresa: 250 o más personas empleadas.

PTF a nivel de empresa – Wooldridge (2009)

La productividad total de los factores (PTF) a nivel de empresa mide la eficiencia con la que una unidad productiva transforma los insumos —principalmente capital y trabajo— en producto. En términos formales, se define como el residuo de una función de producción que relaciona el *output* de la empresa con sus *inputs* observables, capturando así el componente no explicado por la acumulación de factores y que se asocia a elementos como la eficiencia tecnológica, la calidad de la gestión o la organización interna. Para estimar esta magnitud, es necesario identificar los parámetros de dicha función de producción, lo que plantea desafíos metodológicos relevantes, especialmente por la posible simultaneidad entre las decisiones de uso de factores y la productividad no observada.

En este contexto, la PTF empresarial se estima asumiendo la función de producción Cobb-Douglas mediante el método semiparamétrico de Wooldridge (2009), que corrige el sesgo de simultaneidad entre los insumos productivos y la productividad no observada de la empresa. Se utilizan los consumos intermedios como variable proxy del estado de productividad inobservable, lo que permite identificar la función de producción de forma consistente. Las estimaciones de los parámetros de la función de producción de los que se extrae la PTF se estiman a nivel sector de dos dígitos.

Medición de la eficiencia asignativa – Hsieh y Klenow (2009)

La eficiencia en la asignación de recursos se mide a partir del marco teórico de Hsieh y Klenow (2009). El punto de partida es la observación de que, en un marco teórico sin fricciones, las empresas que operan con tecnologías similares en un mismo sector deben igualar su productividad marginal del capital (MRPK) y su productividad marginal del trabajo (MRPL). Por tanto, una mayor dispersión de estos retornos marginales entre empresas del mismo sector es indicativa de fricciones que impiden la asignación eficiente de los factores productivos. Operativamente, la MRPK se aproxima como el logaritmo de la ratio valor añadido sobre capital físico y la MRPL como el logaritmo de la ratio valor añadido sobre masa salarial. La dispersión se mide mediante la desviación estándar de estos indicadores entre empresas dentro de cada país-sector-año.

Esta metodología ha sido aplicada en informes recientes del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2022) para analizar la eficiencia asignativa en economías avanzadas, en trabajos previos del Banco de España (Fu y Moral-Benito, 2018) y en artículos académicos (Albrizio, González y Khametshin, 2026, o Gopinath, Kalemli-Özcan, Karabarbounis y Villegas-Sanchez, 2017, entre muchos otros), lo que refleja su aceptación como herramienta estándar para el análisis de la

eficiencia en la asignación de recursos. No obstante, esta métrica presenta ciertas limitaciones que deben tenerse en cuenta al interpretar los resultados. En primer lugar, la aproximación de los retornos marginales mediante ratios contables está sujeta a errores de medida, derivados tanto de la calidad de los datos como de la imputación de los factores productivos. En segundo lugar, el marco teórico parte del supuesto de tecnologías homogéneas dentro de cada sector, lo que puede no reflejar adecuadamente la heterogeneidad tecnológica real entre empresas. Asimismo, la existencia de competencia imperfecta, rendimientos crecientes a escala o diferencias en la estructura de mercado pueden generar dispersión en los retornos marginales sin que ello implique necesariamente ineficiencia asignativa. Por tanto, esta métrica debe interpretarse con cautela, como una medida relativa y dependiente del modelo, útil para el análisis comparado y la evolución temporal, pero no exenta de incertidumbre.

Análisis del margen extensivo (entrada y salida de empresas)

El análisis del margen extensivo evalúa la contribución de la creación y destrucción de empresas a la dinámica de la PTF agregada. Dicha contribución depende de dos factores: las tasas de entrada y salida del mercado, y los diferenciales de productividad entre las empresas entrantes o salientes y las ya establecidas (incumbentes). Se considera que una empresa es entrante en el año de su creación⁷⁹ y que es saliente si es la última observación en nuestra base de datos y los microdatos del Directorio Central de Empresas (DIRCE) la identifican como empresa saliente. Adicionalmente, al utilizar los datos agregados del DIRCE, las tasas de entrada (salida) se computan como la ratio del total de entrantes (salientes) en el año t sobre el total de empresas activas en $t-1$. Asimismo, para aproximar la contribución de las entradas y salidas a la evolución de la PTF agregada, se compara la trayectoria de la PTF de las empresas que permanecen en la base de datos durante todo el período con la evolución de la PTF agregada.

Determinantes de la heterogeneidad en la eficiencia asignativa entre las regiones europeas

Siguiendo el enfoque de Gorodnichenko, Revoltella, Svejnar y Weiss (2020), en el epígrafe 4 se analizan los determinantes de la dispersión en las productividades marginales a nivel región-sector mediante unas regresiones en las que la variable dependiente es la dispersión de las productividades marginales del trabajo y el capital. En estas especificaciones se incluyen efectos fijos de sector y de región de forma secuencial para poder evaluar en qué medida las diferencias sectoriales y regionales contribuyen a explicar la mala asignación de los recursos. La desagregación sectorial se hace a nivel rama de actividad y la agregación regional se corresponde con la clasificación NUTS 2 de Eurostat. Para identificar los factores regionales específicos asociados a una peor asignación de los recursos, se seleccionan indicadores con cobertura suficiente para 2013-2023 y con una posible relación económica con la eficiencia asignativa. Dada la elevada correlación entre muchas de estas variables y la incertidumbre

⁷⁹ En todo caso, los principales resultados se mantienen en términos cualitativos si se define como entrantes a las empresas durante sus tres primeros años de actividad.

sobre la especificación adecuada, se emplean técnicas de promediado de modelos⁸⁰, aplicadas por bloques de variables similares. Se retienen aquellos indicadores cuya relevancia se mantiene en ambos métodos y en varias especificaciones. Posteriormente, se estiman regresiones individuales y conjuntas, con controles por población y PIB per cápita. Las variables explicativas se rezagan un año para reducir la endogeneidad y las estimaciones incluyen efectos fijos de país y de sector-tiempo.

Medición del grado de exposición del empleo juvenil en España a la inteligencia artificial generativa

La exposición a la inteligencia artificial (IA) generativa se aproxima a partir del Índice Global de Exposición Ocupacional a la IA Generativa elaborado por la Organización Internacional del Trabajo (OIT) (Gmyrek et al., 2025), que cuantifica, para cada ocupación ISCO-08⁸¹, el grado medio en que sus tareas podrían ser automatizadas con herramientas de IA generativa. Este índice, basado en evaluaciones realizadas mediante modelos de lenguaje, encuestas a trabajadores y validaciones por expertos, es neutral respecto a si la tecnología sustituye o complementa al trabajador: un mayor valor indica que una mayor proporción de sus tareas presenta el potencial de ser realizada o asistida por esta tecnología⁸². Asimismo, este índice se aplica al caso del empleo juvenil en España utilizando los microdatos de la EPA para el período 2017-2025, que permiten identificar la ocupación a tres dígitos según la clasificación CNO-11⁸³, el nivel educativo, el sector de estudios, la antigüedad en el puesto y el tamaño de la empresa.

80 Se utilizan WALs (*weighted average least squares*) y BMA (*Bayesian model averaging*). Se trata de técnicas de promediado de modelos útiles para abordar la incertidumbre sobre la especificación adecuada cuando existe un número elevado de posibles determinantes y una alta correlación entre ellos; véanse Magnus, Powell y Prüfer (2010) y Fernández, Ley y Steel (2001).

81 ISCO-08 es la clasificación de ocupaciones elaborada por la OIT. Está estructurada en cuatro niveles jerárquicos que permiten comparar datos laborales entre países y facilitar estudios sobre el mercado de trabajo y las habilidades. Para más detalles, véase <https://www.ilo.org/publications/international-standard-classification-occupations-2008-isco-08-structure>.

82 Para vincular este índice con la Encuesta de Población Activa (EPA), se realiza un cruce ISCO-08/CNO-11, ajustando mediante asignaciones directas o medias ponderadas cuando una ocupación se corresponde con varias categorías. Posteriormente, el índice se estandariza para facilitar la comparación entre grupos (media cero y desviación estándar uno).

83 La CNO-11 es la clasificación oficial del Instituto Nacional de Estadística que organiza y codifica las ocupaciones declaradas en la EPA según el tipo de trabajo y las competencias requeridas. Para más detalles, véase https://ine.es/daco/daco42/clasificaciones/cno11_notas.pdf.

Bibliografía

- Aghion, Philippe, Simon Bunel, Xavier Jaravel, Thomas Mikaelson, Alexandra Roulet y Jakob Sjøgaard. (2025). "How Different Uses of AI Shape Labor Demand: Evidence from France". *AEA Papers and Proceedings*, 115, pp. 62-67. <https://doi.org/10.1257/pandp.20251047>
- Albanesi, Stefania, António Dias da Silva, Juan F. Jimeno, Ana Lamo y Alena Wabitsch. (2025). "AI and Women's Employment in Europe". *AEA Papers and Proceedings*, 115, pp. 46-50. <https://doi.org/10.1257/pandp.20251044>
- Albrizio, Silvia, Beatriz González y Dmitry Khametshin. (2026). "A tale of two margins: Monetary policy and capital misallocation". *European Economic Review*, 185(105278). <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2026.105278>
- Almunia, Miguel, y David Lopez-Rodriguez. (2018). "Under the Radar: The Effects of Monitoring Firms on Tax Compliance." *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(1), pp. 1-38. <https://doi.org/10.1257/pol.20160229>
- Alves, Pana, Sergio Mayordomo y Manuel Ruiz-García. (2022). "La financiación empresarial en los mercados de renta fija: la contribución de la política monetaria a mitigar la barrera del tamaño". Documentos Ocasionales, 2209, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21138>
- Arce, Óscar, Sergio Mayordomo y Ricardo Gimeno. (2021). "Making room for the needy: The credit-reallocation effects of the ECB's Corporate QE". *Review of Finance*, 25(1), pp. 43-84. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa020>
- Arnal, Judith. (2026). "Diecisiete mercados en busca de unidad: el futuro del mercado interior español en manos de las Comunidades Autónomas". Colección Apuntes, 2026/08, Fedea. https://documentos.fedea.net/pubs/ap/2026/ap2026-08.pdf?utm_source=wordpress&utm_medium=actualidad&utm_campaign=estudio
- Arnold, Nathaniel G., Guillaume Claveres y Jan Frie. (2024). "Stepping Up Venture Capital to Finance Innovation in Europe". IMF Working Papers, WP/24/146, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9798400280771.001>
- Asturias, Jose, Manuel García-Santana y Roberto Ramos. (2019). "Competition and the Welfare Gains from Transportation Infrastructure: Evidence from the Golden Quadrilateral of India". *Journal of the European Economic Association*, 17(6), pp. 1881-1940. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvy039>
- Auria, Laura, Markus Bingmer, Carlos Mateo Caicedo Graciano, Clémence Charavel, Sergio Gavilá, Alessandra Iannamorelli, Aviram Levy, Alfredo Maldonado, Florian Resch, Anna Maria Rossi y Stephan Sauer. (2021). "Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area". Occasional Paper Series, 284, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op284~bbce5257bf.en.pdf>
- Autor, David, David Dorn, Lawrence F. Katz, Christina Patterson y John Van Reenen. (2020). "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms". *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), pp. 645-709. <https://doi.org/10.1093/qje/qjaa004>
- Banco Central Europeo. (2021). "Key factors behind productivity trends in EU countries". Occasional Paper Series, 268, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op268~73e6860c62.en.pdf>
- Banco de España. (2015). "Capítulo 3. Crecimiento y reasignación de recursos de la economía española". En Banco de España, *Informe Anual 2014*, pp. 67-98. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/7472>
- Banco de España. (2023). "Capítulo 2. Retos y oportunidades para crecer y converger con la Unión Económica y Monetaria de manera robusta y sostenible". En Banco de España, *Informe Anual 2022*, pp. 78-151. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29656>
- Banco de España. (2024). "Capítulo 2. Retos estructurales de la economía española". En Banco de España, *Informe Anual 2023*, pp. 104-177. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36553>
- Banco de España. (2026). "Recuadro 3.2. Análisis del mercado de crédito privado en España". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2026*, pp. 88-93. https://www.bde.es/f/webbe/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/26/IEF_2026_1_Rec3_2.pdf
- Banco Europeo de Inversiones. (2026). "AI adoption, productivity and employment: Evidence from European firms". EIB Economics Working Papers, 2026/02, European Investment Bank. <https://doi.org/10.2867/1772538>
- Banerjee, Ryan, y Kristian Blickle. (2021). "Financial frictions, real estate collateral and small firm activity in Europe". *European Economic Review*, 138(103823). <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2021.103823>

- Baqae, David Rezza, y Emmanuel Farhi. (2020). "Productivity and misallocation in general equilibrium". *The Quarterly Journal of Economics*, 135(1), pp. 105-163. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz030>
- Baslandze, Salomé, Zachary Edwards, John R. Graham, Ty McClure, Michael Sparks, Brent Meyer, Sonya Ravindranath Waddell y Daniel Weitz. (2026). "Artificial Intelligence, Productivity, and the Workforce: Evidence from Corporate Executives". Working Paper Series, 2026-4, Federal Reserve Bank of Atlanta. <https://doi.org/10.29338/wp2026-04>
- Basco, Sergi, David Lopez-Rodriguez y Enrique Moral-Benito. (2025). "House Prices and Misallocation: The Impact of the Collateral Channel on Productivity". *The Economic Journal*, 135(665), pp. 1-35. <https://doi.org/10.1093/ej/ueae075>
- Basu, Susanto, Luigi Pascali, Fabio Schiantarelli y Luis Servén. (2022). "Productivity and the Welfare of Nations". *Journal of the European Economic Association*, 20(4), pp. 1647-1682. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvac002>
- Beck, Thorsten, y Asli Demirgüç-Kunt. (2006). "Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint". *Journal of Banking & Finance*, 30(11), pp. 2931-2943. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.009> <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426606000926>
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, Luc Laeven y Vojislav Maksimovic. (2006). "The determinants of financing obstacles". *Journal of International Money and Finance*, 25(6), pp. 932-952. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2006.07.005>
- Beck, Thorsten, Hans Degryse, Ralph De Haas y Neeltje van Horen. (2018). "When arm's length is too far: Relationship banking over the credit cycle". *Journal of Financial Economics*, 127(1), pp. 174-196. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.11.007>
- Berger, Allen N., Leora F. Klapper y Gregory F. Udell. (2001). "The ability of banks to lend to informationally opaque small businesses". *Journal of Banking & Finance*, 25(12), pp. 2127-2167. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00189-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00189-3)
- Berger, Allen N., y Gregory F. Udell. (1995). "Relationship lending and lines of credit in small firm finance". *The Journal of Business*, 68(3), pp. 351-381. <https://doi.org/10.1086/296668>
- Berger, Allen N., y Gregory F. Udell. (2006). "A more complete conceptual framework for SME finance". *Journal of Banking & Finance*, 30(11), pp. 2945-2966. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.05.008>
- Berger, Allen N., Richard J. Rosen y Gregory F. Udell. (2007). "Does market size structure affect competition? The case of small business lending". *Journal of Banking & Finance*, 31(1), pp. 11-33. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2005.10.010>
- Blanco, Roberto, Miguel García-Posada, Sergio Mayordomo y María Rodríguez-Moreno. (2024). "Access to credit and firm survival during a crisis: The case of zero-bank-debt firms". *Journal of Financial Intermediation*, 59(101102). <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2024.101102>
- Bolton, Patrick, Xavier Freixas, Leonardo Gambacorta y Paolo Emilio Mistrulli. (2016). "Relationship and transaction lending in a crisis". *The Review of Financial Studies*, 29(10), pp. 2643-2676. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw041>
- Bongini, Paola, Annalisa Ferrando, Emanuele Rossi y Monica Rossolini. (2021). "SME access to market-based finance across Eurozone countries". *Small Business Economics*, 56(4), pp. 1667-1697. <https://doi.org/10.1007/s11187-019-00285-z>
- Brynjolfsson, Erik, Bharat Chandar y Ruyu Chen. (2025). "Canaries in the coal mine? Six facts about the recent employment effects of artificial intelligence". Stanford Digital Economy Lab. https://digitaleconomy.stanford.edu/wp-content/uploads/2025/11/CanariesintheCoalMine_Nov25.pdf
- Brynjolfsson, Erik, Danielle Li y Lindsay Raymond. (2025). "Generative AI at Work". *The Quarterly Journal of Economics*, 140(2), pp. 889-942. <https://doi.org/10.1093/qje/qjae044>
- Brynjolfsson, Erik, Daniel Rock y Chad Syverson. (2019). "Artificial Intelligence and the Modern Productivity Paradox: A Clash of Expectations and Statistics". En Ajay Agrawal, Joshua Gans y Avi Goldfarb (eds.), *The Economics of Artificial Intelligence*. University of Chicago Press. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226613475.003.0001>
- Cáceres, Esther, Martín Fariás, Gianmarco Ruzzier y Clara Xu. (2025). "Análisis del mercado de crédito privado en España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 49, otoño. <https://doi.org/10.53479/41869>
- Caggese, Andrea, Vicente Cuñat y Daniel Metzger. (2019). "Firing the wrong workers: Financing constraints and labor misallocation". *Journal of Financial Economics*, 133(3), pp. 589-607. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.10.008>
- Chandar, Bharat. (2025). "Tracking employment changes in AI-exposed jobs". https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5384519
- Charron, Nicholas, Victor Lapuente y Monika Bauhr. (2024). "The geography of quality of government in Europe: Subnational variations in the 2024 European Quality of Government Index and comparisons with previous rounds". QoG Working Paper

- Series, 2024(2), Department of Political Science, University of Gothenburg. <https://www.gu.se/en/quality-government/qog-data/data-downloads/european-quality-of-government-index>
- Comin, Diego, Javier Quintana, Tom Schmitz y Antonella Trigari. (2025). "Revisiting Productivity Dynamics in Europe: A New Measure of Utilization-Adjusted TFP Growth". *Journal of the European Economic Association*, 23(4), pp. 1598-1633. <https://doi.org/10.1093/jeea/jvaf003>
- Consejo de la Productividad de España (CPE). (2025). *I Informe del Consejo de la Productividad de España. Crecimiento de la productividad: situación, distribución y el papel de la inversión y de la regulación de los mercados de productos*. <https://portal.mineco.gob.es/RecursosNoticia/mineco/prensa/noticias/2026/I-informe-anual-CPE.pdf>
- Czarnitzki, Dirk, Gastón P. Fernández y Christian Rammer. (2023). "Artificial Intelligence and Firm-Level Productivity". *Journal of Economic Behavior & Organization*, 211, pp. 188-205. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2023.05.008>
- De Fiore, Fiorella, y Harald Uhlig. (2015). "Corporate Debt Structure and the Financial Crisis". *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(8), pp. 1571-1598. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12284>
- De Loecker, Jan, Jan Eeckhout y Gabriel Unger. (2020). "The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications". *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), pp. 561-644. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz041>
- Dejuan Bitria, Daniel. (2026). "El proceso de desapalancamiento de las sociedades no financieras españolas en el período 2007-2024". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.
- Fernández, Carmen, Eduardo Ley y Mark F. J. Steel. (2001). "Model uncertainty in cross-country growth regressions". *Journal of Applied Econometrics*, 16(5), pp. 563-576. <https://doi.org/10.1002/jae.623>
- Fernández-Cerezo, Alejandro, Ignacio Hidalgo y Mario Izquierdo. (2025). "La adopción de la inteligencia artificial en las empresas españolas: un primer análisis basado en la EBAE". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T2, 06. <https://doi.org/10.53479/39705>
- Fondo Monetario Internacional (FMI). (2022). "Spain Country report: selected issues". IMF Country Report, 23/34, International Monetary Fund. https://www.astrid-online.it/static/upload/imf_/0000/imf_spain_selected-issue_1_23.pdf
- Fu, Chenxu, y Enrique Moral-Benito. (2018). "The evolution of Spanish total factor productivity since the global financial crisis". Documentos Ocasionales, 1808, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8776>
- García-Santana, Manuel, 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>
- García-Santana, Manuel, y Marta Santamaría. (2024). "Governments' Home Bias and Efficiency Losses: Evidence from National and Subnational Governments". CEPR Discussion Paper Series, 19256, Centre for Economic Policy Research. <https://cepr.org/publications/dp19256>
- Gavilá, Sergio, Alfredo Maldonado y Antonio Marcelo. (2020). "The Banco de España in-house credit assessment system". *Financial Stability Review - Banco de España*, 38, Spring, pp. 95-122. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/13555>
- Ghosh, Jayati. (2021). "Interrogating the holy grail of productivity growth". *Real-World Economics Review*, 96, pp. 119-126. <https://www.paecon.net/PAEReview/issue96/Ghosh96.pdf>
- Gimbel, Martha, Molly Kinder, Joshua Kendall y Maddie Lee. (2025). "Evaluating the impact of AI on the labor market: Current state of affairs". The Budget Lab at Yale. <https://budgetlab.yale.edu/research/evaluating-impact-ai-labor-market-current-state-affairs>
- Giovanni, Julian di, Manuel García-Santana, Priit Jeenas, Enrique Moral-Benito y Josep Pijoan Mas. (2025). "Buy Big or Buy Small? Procurement Policies, Firms' Financing, and the Macroeconomy". Staff Reports, 1006, Federal Reserve Bank of New York. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1006.pdf?sc_lang=en
- Gmyrek, Pawel, Janine Berg, Karol Kamiński, Filip Konopczyński, Agnieszka Ładna, Balint Nafradi, Konrad Rosłaniec y Marek Troszyński. (2025). "Generative AI and jobs: A refined global index of occupational exposure". ILO Working Papers, 140, International Labour Organization. <https://doi.org/10.54394/HETP0387>
- Gompers, Paul, y Josh Lerner. (2001). "The Venture Capital Revolution". *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 145-168. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.145>
- González, Beatriz, Enrique Moral-Benito e Isabel Soler. (2023). "Schumpeter meets Goldilocks: the scarring effects of firm destruction". *SERIEs*, 14, pp. 555-577. <https://doi.org/10.1007/s13209-023-00273-3>

- Gopinath, Gita, Şebnem Kalemli-Özcan, Loukas Karabarbounis y Carolina Villegas-Sanchez. (2017). "Capital allocation and productivity in South Europe". *The Quarterly Journal of Economics*, 132(4), pp. 1915-1967. <https://doi.org/10.1093/qje/qjx024>
- Gorodnichenko, Yuriy, Debora Revoltella, Jan Svejnar y Christoph T. Weiss. (2020). "Resource misallocation in European firms: The role of constraints, firm characteristics and managerial decisions". NBER Working Paper Series, 24444, National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w24444>
- Guner, Nezh, Eduardo Gutiérrez, Enrique Moral-Benito y Alessandro Ruggieri. (2026). "The Rise and Fall of Misallocation: From Firms to Aggregate Productivity in Spain 2003-2023". Mimeo, Banco de España.
- Guntin, Rafael, y Federico Kochen. (2025). "The Origins of Top Firms". CEMFI Working Papers, 2516, Centro de Estudios Monetarios y Financieros. https://ideas.repec.org/p/cmfi/wpaper/wp2025_2516.html
- Gutiérrez, Eduardo, Alberto Marcos-Fernández, Enrique Moral-Benito y Rubén Veiga-Duarte. (2026). "Las fuentes del crecimiento en España y las principales economías europeas: productividad total de los factores y heterogeneidad sectorial". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.
- Hall, Thomas W. (2012). "The collateral channel: Evidence on leverage and asset tangibility". *Journal of Corporate Finance*, 18(3), pp. 570-583. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.12.003>
- Hosseini Maasoum, Seyed Mahdi, y Guy Lichtinger. (2025). "Generative AI as seniority-biased technological change: Evidence from U.S. Résumé and job posting data". SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.5425555>
- Hsieh, Chang-Tai, y Peter J. Klenow. (2009). "Misallocation and manufacturing TFP in China and India". *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), pp. 1403-1448. <https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.4.1403>
- Humlum, Anders, y Emilie Vestergaard. (2025). "Still waters, rapid currents: Early labor market transformation under generative AI". NBER Working Paper Series, 33777, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w33777>
- Kalemli-Özcan, Şebnem, Bent E. Sørensen, Carolina Villegas-Sanchez, Vadym Volosovych y Sevcen Yeşiltaş. (2024). "How to Construct Nationally Representative Firm-Level Data from the Orbis Global Database: New Facts on SMEs and Aggregate Implications for Industry Concentration". *American Economic Journal: Macroeconomics*, 16(2), pp. 353-374. <https://doi.org/10.1257/mac.20220036>
- Kaplan, Steven N., y Josh Lerner. (2010). "It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(2), pp. 36-47. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00272.x>
- Kortum, Samuel, y Josh Lerner. (2000). "Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation". *RAND Journal of Economics*, 31(4), pp. 674-692. <https://web.mit.edu/rgibbons/www/venture.capital.pdf>
- Lacuesta, Aitor, María Valkov y Micole de Vera. (2026). "Un análisis de los mecanismos de protección de los operadores económicos establecidos por la Ley de garantía de la unidad de mercado". Documentos Ocasionales, 2609, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/43005>
- Levine, Ross. (2005). "Finance and Growth: Theory and Evidence". NBER Working Paper Series, 10766, National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w10766>
- Li, Shaojin, Toni M. Whited y Yufeng Wu. (2016). "Collateral, Taxes, and Leverage". *The Review of Financial Studies*, 29(6), pp. 1453-1500. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw008>
- López-Espinosa, Germán, Sergio Mayordomo y Antonio Moreno. (2017). "When does relationship lending start to pay?". *Journal of Financial Intermediation*, 31, pp. 16-29. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2016.11.001>
- Lucio, Juan de, y Juan S. Mora-Sanguinetti. (2022). "Drafting 'better regulation': The economic cost of regulatory complexity". *Journal of Policy Modeling*, 44(1), pp. 163-183. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2021.10.003>
- Magnus, Jan R., Owen Powell y Patricia Prüfer. (2010). "A comparison of two model averaging techniques with an application to growth empirics". *Journal of Econometrics*, 154(2), pp. 139-153. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2009.07.004>
- Manera, Carles, Ferran Navinés Badal, Javier Franconetti, Miquel Quetglas y José A. Pérez-Montiel. (2026). "Regional Outlook on Labor Productivity in Spain, 2000-2022". Documentos Ocasionales, 2605, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/42546>
- Missos, Vlassis, Nasos Koratzanis y Nikolaos Rodousakis. (2025). "Structural change and productivity growth: empirical insights for the EU27". *Economia Politica*, 43, pp. 37-64. <https://doi.org/10.1007/s40888-025-00385-y>
- Mora-Sanguinetti, Juan S. (2022). "Las cuatrocientas mil normas de la democracia española. Cuantificación e impacto de la complejidad normativa de España". *Revista de las Cortes Generales*, 114, pp. 231-253. <https://doi.org/10.33426/rcg/2022/114/1722>

- Mora-Sanguinetti, Juan S., y Ricardo Pérez-Valls. (2021). "How does regulatory complexity affect business demography? Evidence from Spain". *European Journal of Law and Economics*, 51, pp. 203-242. <https://doi.org/10.1007/s10657-020-09650-w>
- Moral-Benito, Enrique. (2018). "Growing by learning: firm-level evidence on the size-productivity nexus". *SERIEs*, 9, pp. 65-90. <https://doi.org/10.1007/s13209-018-0176-2>
- Osoimehin, Sophie, y Francesco Pappadà. (2017). "Credit frictions and the cleansing effect of recessions". *The Economic Journal*, 127(602), pp. 1153-1187. <https://doi.org/10.1111/eoj.12319>
- Petersen, Mitchell A., y Raghuram G. Rajan. (1994). "The benefits of lending relationships: Evidence from small business data". *The Journal of Finance*, 49(1), pp. 3-37. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb04418.x>
- Petit, Borja, Miguel Almunia, Juan F. Jimeno y David Lopez-Rodriguez. (2026). "Firm Entry and the TFP Paradox of Productivity-Dependent Distortions". Mimeo. https://borjapetit.github.io/files/papers/2026_tfpparadox.pdf
- Rajan, Raghuram G., y Luigi Zingales. (1995). "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *The Journal of Finance*, 50(5), pp. 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Santamaría, Marta A., Jaume Ventura y Uğur Yeşilbayraktar. (2020). "Borders within Europe". NBER Working Papers, 28301, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w28301>
- Schiantarelli, Fabio. (1996). "Financial Constraints and Investment: Methodological Issues and International Evidence". *Oxford Review of Economic Policy*, 12(2), pp. 70-89. <https://doi.org/10.1093/oxrep/12.2.70>
- Scott, Jonathan A., y William C. Dunkelberg. (2003). "Bank Mergers and Small Firm Financing". *Journal of Money, Credit and Banking*, 35(6), pp. 999-1017. <https://www.jstor.org/stable/3649868>
- Tengulov, Angel. (2026). "The Value of Borrowing Diversity: Evidence from the Financial Crisis of 2007-2009". SSRN. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2361401
- Thomadakis, Apostolos. (2025). "Learning from Sweden: a blueprint for building resilient European capital markets". CEPS In-Depth Analysis, 2025-07, Centre for European Policy Studies. <https://cdn.ceps.eu/wp-content/uploads/2025/06/2025-07-CEPS-Swedish-capital-markets.pdf>
- Wooldridge, Jeffrey M. (2009). "On estimating firm-level production functions using proxy variables to control for unobservables". *Economics Letters*, 104(3), pp. 112-114. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2009.04.026>

Recuadro 3.1

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

Los beneficios empresariales y los niveles de rentabilidad juegan un papel fundamental en la dinámica económica, ya que constituyen el motor para la generación de nuevas inversiones productivas. Cuando las empresas obtienen resultados positivos y mantienen una rentabilidad adecuada, disponen de recursos para reinvertir en sus operaciones, mejorar su infraestructura, innovar en productos o servicios y aumentar su competitividad. Esta capacidad de reinversión es esencial para el crecimiento empresarial y, por ende, para la creación de empleo y el desarrollo económico de la sociedad. Además, un entorno empresarial caracterizado por niveles de rentabilidad atractivos en términos comparados genera nuevos inversores, tanto nacionales como extranjeros, que buscan oportunidades de inversión. Este círculo virtuoso fomenta el desarrollo de nuevos proyectos, la diversificación del tejido productivo y la mejora de los estándares de calidad y bienestar de la sociedad. En este recuadro se analiza la evolución de la rentabilidad productiva empresarial en el período 2000-2024 y la heterogeneidad que subyace a dicha dinámica, con el objetivo de identificar qué tipos de compañías y sectores presentan mayores niveles de

rentabilidad y un mayor potencial expansivo, así como aquellos que muestran una mayor debilidad o vulnerabilidad. También se compara la evolución de la rentabilidad de las empresas españolas con la de algunos de los países de nuestro entorno. Finalmente, se analiza el grado de influencia que tiene la rentabilidad sobre las decisiones de inversión empresarial dentro del período analizado.

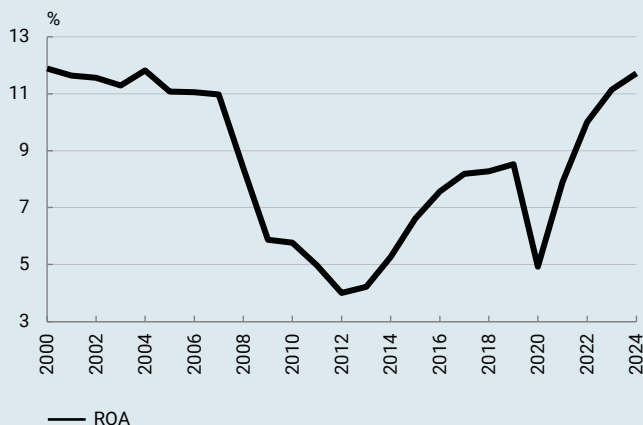
Existen distintas formas de aproximar la rentabilidad del activo productivo, que pueden diferir en función del enfoque analítico adoptado. Para este recuadro se utiliza una de las definiciones más habituales, que es, además, coherente con la teoría económica. En concreto, la rentabilidad del activo se mide como el cociente entre los beneficios ordinarios (excluyendo los ingresos de carácter financiero¹) y los activos productivos, definidos como el inmovilizado tangible e intangible (excluido el financiero), y las existencias².

A partir de esta definición, el gráfico 1.a muestra la evolución de la rentabilidad agregada desde 2000 hasta 2024 para el conjunto de la muestra de la Central de

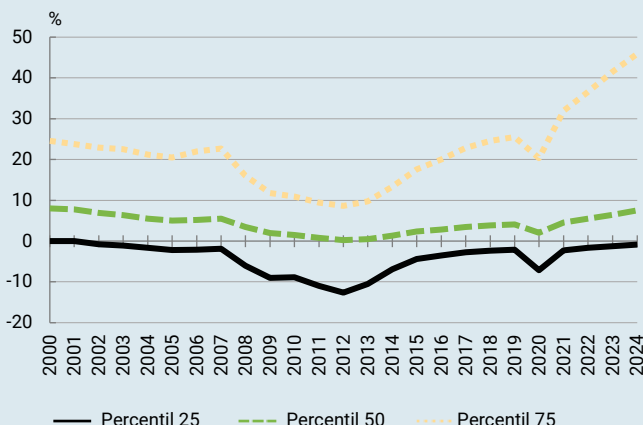
Gráfico 1

Caracterización de la rentabilidad del capital productivo (ROA) de las empresas españolas

1.a Evolución agregada (2000-2024)



1.b Distribución por percentiles


FUENTES: Banco de España (CBI) y BACH.

- Los beneficios ordinarios son los obtenidos a partir de todos los ingresos ordinarios relacionados con la actividad productiva de la empresa, deducidos los gastos necesarios para realizar dicha actividad (incluida la amortización del inmovilizado tangible e intangible). Se excluyen los ingresos de naturaleza financiera (intereses y dividendos principalmente), ya que las operaciones de carácter financiero que puedan realizar algunas empresas no financieras no constituyen su actividad principal. Por ello, también se han excluido las empresas *holdings* o cabeceras de grupos empresariales.
- Esta definición es compatible con otras aproximaciones de rentabilidad empresarial —como, por ejemplo, la utilizada en el capítulo 3 de este Informe, donde el numerador de esta ratio es el resultado final (después de impuestos) y el denominador el total activo—. En este recuadro se ha adoptado un enfoque centrado en la rentabilidad ordinaria de los activos productivos, excluyendo los de naturaleza financiera.

Recuadro 3.1

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

Balances Integrada (CBI)³. Se distinguen cinco subperíodos claramente diferenciados. En primer lugar, una etapa inicial de notable estabilidad, con niveles de rentabilidad cercanos al 12 % y que se prolonga hasta 2007. Posteriormente, la crisis financiera global da lugar a un acusado descenso de la rentabilidad empresarial, que alcanza un mínimo en 2012, en torno al 4 %. En 2013 se inicia una fase de recuperación gradual, interrumpida en 2020 por el impacto de la pandemia, que provocó una caída brusca de la rentabilidad durante ese año. Superado este episodio, se abre un nuevo período expansivo, de modo que en 2024 (última información disponible) la rentabilidad del capital productivo se sitúa de nuevo en el 12 %, un nivel similar al observado en la etapa previa a la crisis financiera.

La evolución de la rentabilidad agregada resume adecuadamente el comportamiento medio del sector empresarial. No obstante, este patrón común convive con una elevada heterogeneidad entre empresas, que se hace patente al analizar la distribución de la rentabilidad, medida a través de los percentiles 25, 50 y 75. Así, se aprecia una evolución muy similar a la de la ratio agregada, si bien la empresa mediana presenta unos niveles algo menores, mientras que los percentiles extremos registran unas variaciones más acusadas (véase gráfico 1.b). Asimismo, en los últimos años se observa un aumento de la dispersión, lo que sugiere que la brecha de rentabilidad entre las empresas más rentables (percentil 75) y las situadas en el tramo inferior de la distribución (percentil 25) se ha ampliado en el período reciente.

El análisis diferenciando por sectores y tamaños revela una elevada heterogeneidad en el nivel de la ratio en

ambos ámbitos, aunque en general se mantiene un patrón similar en cuanto a la evolución temporal. Así, un desglose por tamaño evidencia que las microempresas constituyen de forma sistemática el segmento que obtiene una rentabilidad más reducida. Por su parte, las compañías más grandes, que al inicio del período analizado eran las más rentables, ya habían sido superadas antes de la pandemia por las medianas y pequeñas empresas. No obstante, esta diferencia se amplía de forma notable tras la crisis del COVID-19, período en el que la recuperación de la rentabilidad resulta especialmente intensa en estos últimos grupos (véase gráfico 2.a)⁴. Si se atiende a la dimensión sectorial, se observan notables diferencias en lo referente al nivel del retorno del capital, con cifras relativamente elevadas en las ramas manufactureras, en comercio y hostelería y en los servicios de información y comunicaciones. Si se atiende al perfil temporal, este último sería el único sector que no se ajustaría al patrón general, con un descenso continuado de sus niveles de rentabilidad (véase gráfico 2.b). Ello sería consecuencia de los profundos cambios que ha experimentado este sector en el período analizado y que han provocado un progresivo estrechamiento de sus márgenes comerciales en un contexto de apreciables incrementos de su capital productivo⁵. También cabe destacar el notable repunte de la rentabilidad que las ramas del comercio y de la hostelería han experimentado en el período más reciente, que la habría situado en torno a un 50 % por encima de sus registros del período 2000-2007⁶.

Por otra parte, al clasificar las empresas en función de su nivel de productividad, también se aprecian comportamientos claramente diferenciados⁷. Así, el

3 La CBI es una muestra que contiene información anual de cerca de 900.000 empresas no financieras. Tiene una elevada representatividad, aunque presenta un cierto sesgo hacia las compañías de mayor tamaño.

4 La definición de tamaño empresarial utilizada sigue la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, que clasifica a las empresas en micro, pequeñas, medianas o grandes en función del número de empleados y del volumen de negocios o del activo total.

5 Entre los años 2000 y 2024, el sector de telecomunicaciones ha experimentado una apertura a la competencia que habría tenido una fuerte incidencia en su rentabilidad. Además, las medidas habituales de rentabilidad del activo productivo se habrían visto afectadas por la sucesión de importantes operaciones de fusión y reestructuración de empresas —que habrían inflado el activo intangible a través de cuantiosos fondos de comercio—, así como por las fuertes inversiones en infraestructuras que ha requerido la introducción de nuevas tecnologías. Véase, por ejemplo, Emanuele Tarantino, Chiara Atzeni, Chiara Cirignaco, Dominik Erharter y Hans Zenger. (2026). "An analysis of the EU telecom sector's ability to remunerate its cost of capital". VoxEU Column, 29 de enero.

6 Una vez superada la pandemia, el sector del comercio y, en particular, el de la hostelería han experimentado un progresivo incremento de los márgenes en un contexto de aumento de la demanda, lo que explicaría el aumento de la rentabilidad en estas empresas. Para un mayor detalle, véanse los informes periódicos del *Observatorio de Márgenes Empresariales*.

7 Las empresas se clasifican como más o menos productivas de acuerdo con la posición relativa de su productividad total de los factores (PTF) según su sector en cada año, definido a partir de la clasificación CNAE a dos dígitos. Ello implica que las empresas de cada quintil y año pueden ser distintas. La PTF se calcula a partir de la estimación de funciones de producción con datos a nivel de empresa mediante el método de Wooldridge [véase Jeffrey M. Wooldridge. (2009). "On estimating firm-level production functions using proxy variables to control for unobservables". *Economics Letters*, 104(3), pp. 112-114].

Recuadro 3.1

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

gráfico 2.c, que presenta la rentabilidad de las empresas por quintiles de productividad, revela que aquellas con una mayor productividad ofrecen niveles más altos de rentabilidad. Asimismo, se observa la existencia de un patrón general, desde el punto de vista de su evolución temporal, similar al de la ratio agregada, excepto en el primer quintil, donde se sitúan las empresas con productividad más baja. Este grupo, además de mostrar valores siempre negativos, evidencia un comportamiento más desfavorable que el resto, de modo que la rentabilidad en 2024 habría empeorado ligeramente respecto a la registrada en 2019. Destaca, de igual modo, la recuperación más intensa de la rentabilidad en las empresas de los

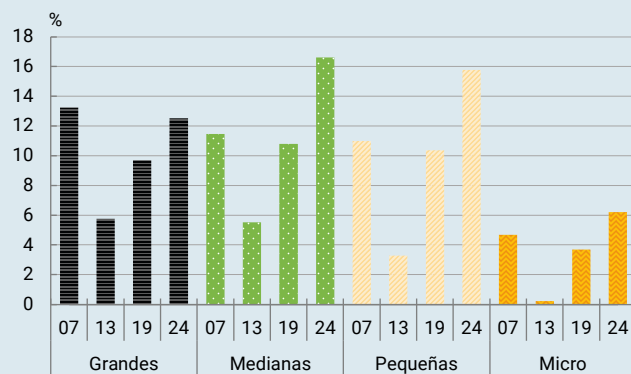
quintiles más elevados (las más productivas) en el período reciente. Ello sugeriría que, una vez superada la crisis financiera global, y en particular después de la pandemia, se habría intensificado la relación positiva entre una asignación más eficiente de los recursos y la obtención de niveles más altos de rentabilidad.

Además, la comparación de la evolución de la rentabilidad del capital en España con la de algunas economías de su entorno —Portugal, Francia, Italia y Bélgica— muestra trayectorias similares entre países, aunque con diferentes intensidades en cuanto a sus oscilaciones. Así, inicialmente existían diferencias apreciables en los niveles

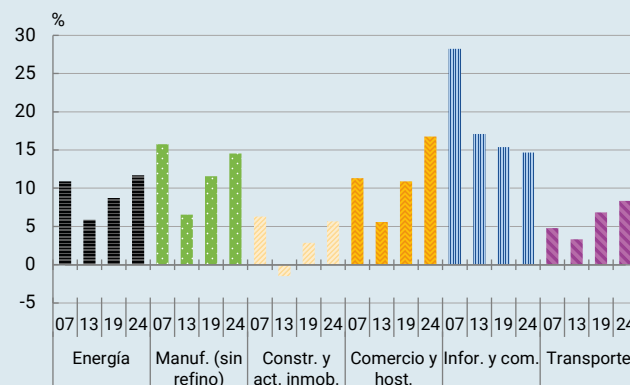
Gráfico 2

Rentabilidad del capital productivo (ROA) de las empresas españolas. Detalle por tamaños, sectores y quintil de productividad

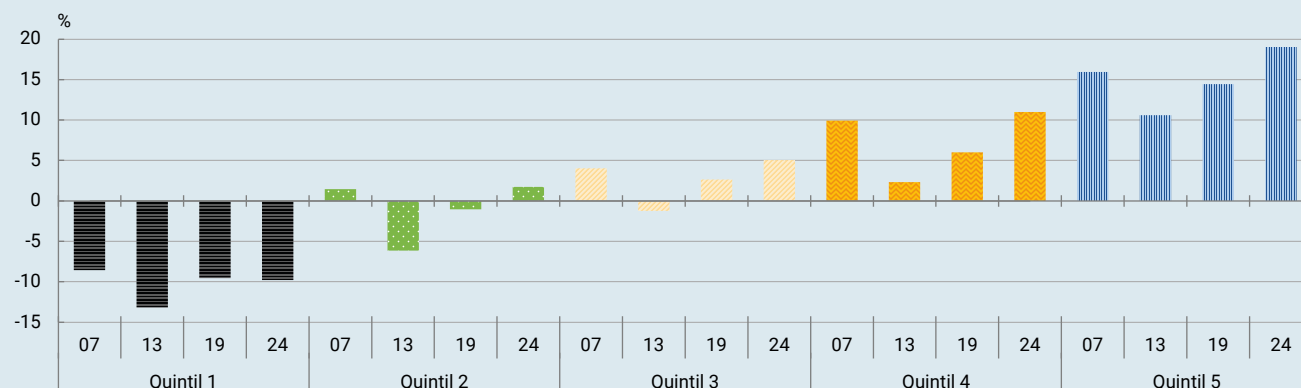
2.a Detalle por tamaños (a)



2.b Detalle por sectores



2.c Detalle por quintil de la productividad total de los factores (PTF) (b)



FUENTES: Banco de España (CBI) y BACH.

- a La definición de tamaño empresarial utilizada sigue la Recomendación 2003/361/CE de la Comisión Europea, que clasifica a las empresas en micro, pequeñas, medianas o grandes en función del número de empleados y del volumen de negocios o del activo total.
- b Los quintiles se calculan cada año por sector (clasificación CNAE a dos dígitos). La PTF se calcula a partir de la estimación de funciones de producción con datos a nivel de empresa mediante el método de Wooldridge (2009).

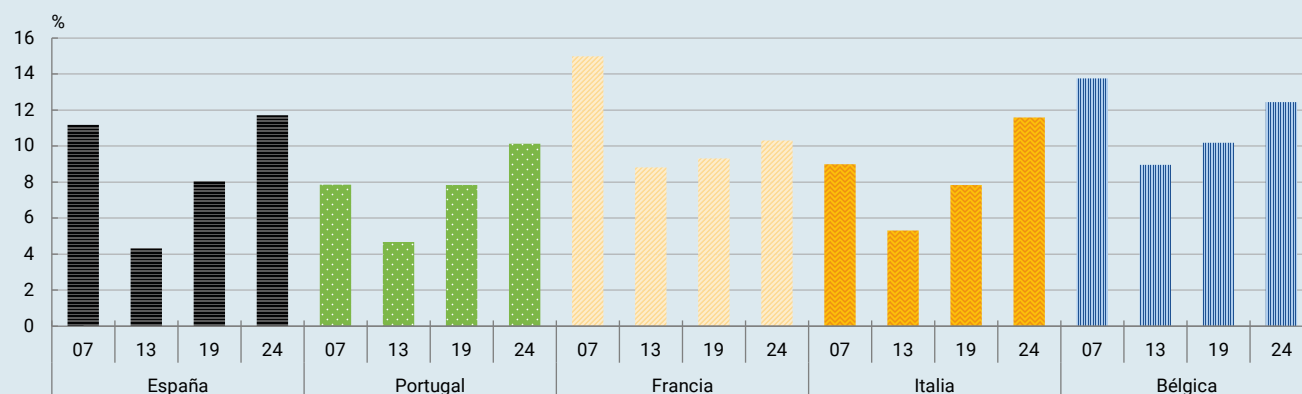
Recuadro 3.1

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

de rentabilidad del capital productivo, que en 2007 eran superiores en Francia y Bélgica, con cifras en torno al 14 % (véase gráfico 3). Sin embargo, esta distancia entre países se ha ido reduciendo de forma significativa, dando lugar a un proceso de convergencia hacia niveles más próximos, de modo que en 2024 la rentabilidad productiva de los cinco países analizados se situaba en un rango comprendido entre el 10 % y el 12 %, aproximadamente.

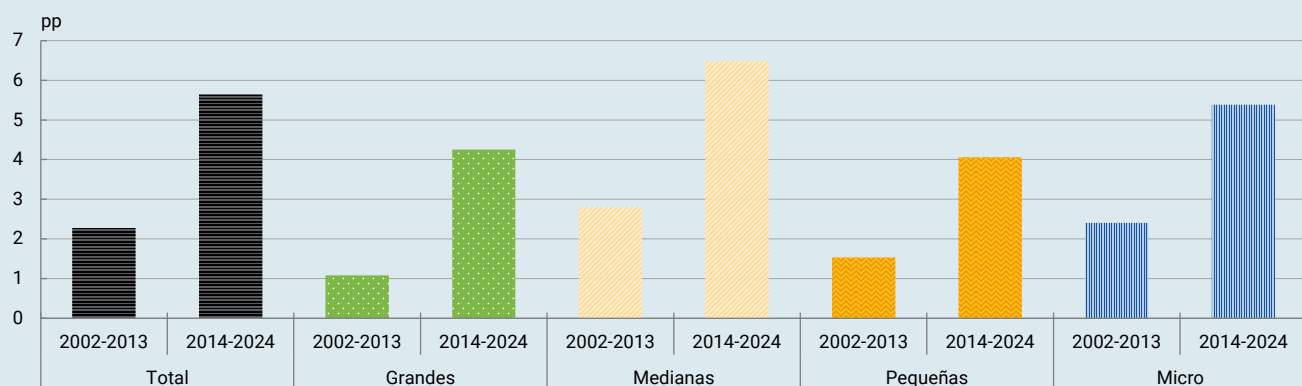
Por último, se analiza la relación entre la rentabilidad del capital y la probabilidad de que las empresas registren una inversión neta nula o positiva. Para ello, se estima un modelo de probabilidad lineal que controla por otros determinantes habituales de la inversión, como la carga financiera, el endeudamiento, el crecimiento de las ventas y la productividad total de los factores, así como por efectos fijos de año y empresa. Los resultados, recogidos en el gráfico 4,

Gráfico 3
Comparación internacional de la rentabilidad del capital productivo (ROA)



FUENTES: Banco de España (CBI) y BACH.

Gráfico 4
Relación entre la rentabilidad empresarial en un año y la probabilidad de presentar una inversión neta positiva en el año posterior (a)



FUENTES: Banco de España (CBI) y BACH.

a Impactos marginales obtenidos mediante la estimación de un modelo de probabilidad lineal con el método de efectos fijos para el período 2000-2024, sin 2020, con errores estándares corregidos y clusterizados a escala de empresa. No obstante, dado que para la construcción de las variables explicativas se requiere información correspondiente al menos a los dos ejercicios inmediatamente anteriores, la estimación comienza en 2002. La estimación se realiza con los datos de la CBI. Todas las regresiones controlan por el sector, el año y el tamaño de la empresa. La variable que se ha de explicar toma valor uno si la inversión neta es mayor o igual que cero y cero en caso contrario. Las variables explicativas son rentabilidad, carga financiera, endeudamiento, crecimiento interanual de las ventas y productividad total de los factores, todas ellas con un retardo. Los coeficientes se interpretan como el cambio en la probabilidad de invertir en puntos porcentuales (pp) ante una variación de una unidad en la rentabilidad. Dichos coeficientes, excepto el de grandes y medianas en el período 2002-2013, son significativos al 5%.

Recuadro 3.1

CARACTERIZACIÓN DE LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL PRODUCTIVO DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

muestran una correlación positiva y estadísticamente significativa entre la rentabilidad del año previo y la decisión de inversión de las empresas, una relación que, además, se habría intensificado en el período más reciente (2013-2024) y se habría reflejado en todos los tamaños de empresa. En conjunto, estos resultados confirman que la rentabilidad del capital constituye un determinante relevante de la decisión de inversión de las empresas y habría desempeñado un papel especialmente significativo en la fase de recuperación posterior a la crisis financiera global, contribuyendo a la expansión de la actividad productiva.

En resumen, la rentabilidad productiva agregada exhibe una evolución coherente con las distintas fases del ciclo económico y en los últimos años se ha situado en niveles similares a los observados antes de la crisis financiera. No

obstante, aunque este análisis es necesario para entender la evolución del sector empresarial en su conjunto, debe complementarse con otros que tengan en cuenta la heterogeneidad de dicho sector. En el presente recuadro se han abordado algunos de estos aspectos, revelando, por ejemplo, que las compañías más pequeñas y las menos productivas serían las que sistemáticamente registran rendimientos del capital más reducidos; que la distancia entre las compañías más y menos rentables se habría ampliado estos últimos años, o que existen diferencias significativas de nivel entre sectores de actividad y entre diferentes países de nuestro entorno. Por último, el análisis de regresión realizado en este recuadro confirma la existencia de una correlación positiva entre la rentabilidad y la propensión de las empresas a invertir, que, además, se habría intensificado en el período más reciente.

Recuadro 3.2

EL ICAS DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España dispone de un sistema interno de calificación crediticia denominado ICAS BE¹ (acrónimo en inglés de *In-house Credit Assessment Systems Banco de España*), diseñado para evaluar la calidad crediticia de las sociedades no financieras españolas (en adelante, empresas), tanto públicas como privadas.

Papel en la política monetaria del Eurosistema

La principal finalidad de las calificaciones asignadas por el ICAS BE se enmarca en la política monetaria del Eurosistema, concretamente en el ámbito del colateral. En particular, el ICAS BE constituye la fuente principal de evaluación crediticia que permite a las contrapartidas de política monetaria determinar si los créditos concedidos a empresas españolas cumplen con el nivel mínimo de calidad crediticia exigido, de modo que puedan ser aportados como garantía en las operaciones de financiación solicitadas al Eurosistema. De esta forma, el ICAS BE refuerza la disponibilidad de colateral para las entidades financieras, lo que contribuye, en última instancia, a una transmisión más eficaz de la política monetaria hacia la economía real.

La relevancia del ICAS BE como fuente de calificación del marco de colateral del Eurosistema ha experimentado un notable crecimiento en los últimos años². Este incremento se refleja en el peso creciente que tiene sobre el conjunto de activos no negociables aportados como garantía por las contrapartidas españolas, que ha pasado del 25 % en 2022 al 37 % en 2025. Asimismo, el porcentaje de entidades que utilizan el ICAS BE como fuente principal para pignorar activos no negociables ha aumentado en más de 20 puntos en los últimos años, hasta superar el 40 % en 2025³.

Tipología de sistemas de calificación

El ICAS BE se compone de dos sistemas de calificación diferenciados, que se distinguen principalmente por el tipo de empresa evaluada y por la intervención o no de un analista en el proceso de asignación de la calificación.

El *Full-ICAS* (F-ICAS BE) se aplica a empresas de tamaño grande, alrededor de 600 en total, y su evaluación se basa en la combinación de un modelo estadístico y un modelo

experto, lo que permite una revisión individualizada por parte de un analista especializado. Por su parte, el *Statistical-ICAS* (S-ICAS BE) está dirigido a pymes y califica aproximadamente 900.000 empresas. En este caso, el proceso de asignación de la calificación está totalmente automatizado y no requiere la intervención de un analista.

Ambos sistemas también presentan diferencias en cuanto a su fecha de puesta en funcionamiento. En el caso del F-ICAS BE, su uso como fuente de calificación aceptada en el marco de colateral del Eurosistema se inició a finales de la década de los noventa. El S-ICAS BE, en cambio, tiene un origen mucho más reciente, ya que fue autorizado en 2020 como parte de las medidas aprobadas por el Eurosistema en respuesta a la crisis del COVID-19.

Para el desarrollo de su actividad, ambos sistemas de calificación utilizan un amplio conjunto de fuentes de información. Entre ellas, destaca la información económico-financiera contenida en los estados financieros de las empresas, así como la información procedente de la Central de Información de Riesgos del Banco de España (CIRBE), que, entre otros aspectos, permite conocer el comportamiento de pago de las empresas en los préstamos concedidos por las entidades financieras.

Escala de calificación

Como resultado de su proceso de evaluación, el ICAS BE genera una calificación crediticia para cada empresa, utilizando una escala maestra compuesta por 21 categorías de *rating*. Cada una de estas categorías tiene asociado un intervalo de probabilidades de impago en un horizonte temporal de un año. Esta asociación permite establecer una correspondencia directa con la escala armonizada de *credit quality steps* (CQS) definidos por el Eurosistema en el marco de colateral, tal como se muestra en el cuadro 1. Por ejemplo, el hecho de que la calificación 5+ del ICAS BE esté asociada a una probabilidad de impago situada entre el 0,40 % y el 0,77 % determina su correspondencia con el CQS4 de la escala del Eurosistema, cuyo rango cubre probabilidades de impago entre el 0,40 % y el 1 %.

1 Para una descripción más detallada del ICAS BE y sus sistemas de calificación, véase Sergio Gavilá, Alfredo Maldonado y Antonio Marcelo. (2020). "El sistema interno de evaluación del crédito del Banco de España". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 38, pp. 99-130.

2 Véase Sergio Gavilá, Lola Morales y Rafael Vivó. (2025). "El papel de los préstamos y del ICAS BE en el marco de colateral del Eurosistema en 2025". *Boletín Económico - Banco de España*, 2025/T3, 02.

3 Con datos a abril de 2025, un total de 17 entidades pignoran activos no negociables, de las cuales 14 utilizan el ICAS BE y 7 lo hacen como fuente principal de calificación.

Recuadro 3.2

EL ICAS DEL BANCO DE ESPAÑA (cont.)
Capacidad predictiva del riesgo de impago

La asociación de cada calificación crediticia con una probabilidad de impago a un año permite realizar comparativas entre dichas probabilidades y las tasas de impago observadas durante los 12 meses posteriores. Si nos centramos en el colectivo de las pymes, el ICAS BE ha demostrado de manera sostenida una elevada capacidad para ordenar y cuantificar el riesgo de impago de las empresas. Así lo refleja el gráfico 1.a, que muestra, para cada clase de *rating*, las tasas de impago observadas entre 2019 y 2025 en el conjunto de pymes evaluadas por el ICAS BE (línea continua), junto con el intervalo de probabilidades de impago predichas un año antes, definido por sus valores mínimo y máximo (líneas discontinuas).

En particular, se evidencian dos aspectos fundamentales. En primer lugar, el ICAS BE ordena correctamente las empresas en función de su riesgo de impago, ya que existe una relación monótonamente creciente entre las clases de riesgo y las tasas de impago⁴: un peor *rating* se traduce en una tasa de impago mayor en los siguientes 12 meses. En segundo lugar, el ICAS BE calibra adecuadamente el riesgo de impago de las empresas, dado que las tasas de impago observadas en cada clase de riesgo se encuentran dentro del rango de probabilidades de impago predichas un año antes. Estas conclusiones se mantienen también si atendemos a los diferentes tamaños de empresa, especialmente en el caso de las microempresas (véase gráfico 1.b).

Capacidad predictiva del crecimiento empresarial

Más allá de su capacidad para anticipar el comportamiento de pago de las pymes, el *rating* del ICAS BE proporciona información relevante sobre su crecimiento productivo. El gráfico 2.a muestra que las empresas con mejores calificaciones presentan un mayor crecimiento durante los tres años siguientes, medido a través de las principales variables que definen el tamaño de una empresa: número de empleados, ventas y activos. Por lo tanto, las pymes con mayor solvencia empresarial, evaluada a través del *rating* del ICAS BE, tienden a registrar un mayor crecimiento en los años posteriores.

Así, las ventas de las empresas con la mejor calificación (4+) han aumentado en torno a un millón de euros en los tres años posteriores, frente a un incremento de apenas 200.000 euros en el caso de las empresas con la peor calificación (7-). En cuanto a los activos y al empleo, la diferencia es incluso más acusada, ya que las empresas con la peor calificación muestran un crecimiento nulo, frente a aumentos de alrededor de un millón de euros en activos y de ocho empleados en las empresas con la mejor calificación.

No obstante, la relación observada en el gráfico 2.a podría estar parcialmente influida por un efecto composición, en la medida en que la distribución de las empresas por clases de riesgo no sea homogénea en términos de tamaño. Para analizar este aspecto, el gráfico 2.b desagrega el resultado por tamaño de empresa y muestra la evolución del empleo en medianas, pequeñas y

Cuadro 1

 Correspondencia entre las categorías de riesgo del ICAS BE, las probabilidades de impago y los *credit quality steps* (CQS) del Eurosistema

	CQS						
	1 y 2	3	4	5	6	7	8
	(PD ≤ 0,10%)	(0,10% < PD ≤ 0,40%)	(0,40% < PD ≤ 1,00%)	(1,00% < PD ≤ 1,50%)	(1,50% < PD ≤ 3,00%)	(3,00% < PD ≤ 5,00%)	(PD > 5,00%)
Calificación crediticia del ICAS BE	1, 2+, 2, 2-, 3+, 3 y 3-	4+, 4 y 4-	5+ y 5	5-	6+	6 y 6-	7+, 7, 7-, 8 y D

FUENTE: Banco de España.

 NOTA: «PD» hace referencia a la probabilidad de incumplimiento (*probability of default*).

4 La definición de impago utilizada se corresponde con la que deben aplicar los ICAS y está basada en el artículo 178 del Reglamento (UE) n.º 575/2013 (CRR). Para más detalles sobre la definición de impago del ICAS, véase Laura Aria et al. (2021). "Overview of central banks' in-house credit assessment systems in the euro area". Documentos Ocasionales, 2131, Banco de España.

Recuadro 3.2

EL ICAS DEL BANCO DE ESPAÑA (cont.)

microempresas, confirmando que la relación positiva entre mejor calificación crediticia y mayor crecimiento del empleo se mantiene dentro de cada uno de estos segmentos.

Implicaciones para la financiación empresarial y la reducción de asimetrías de información

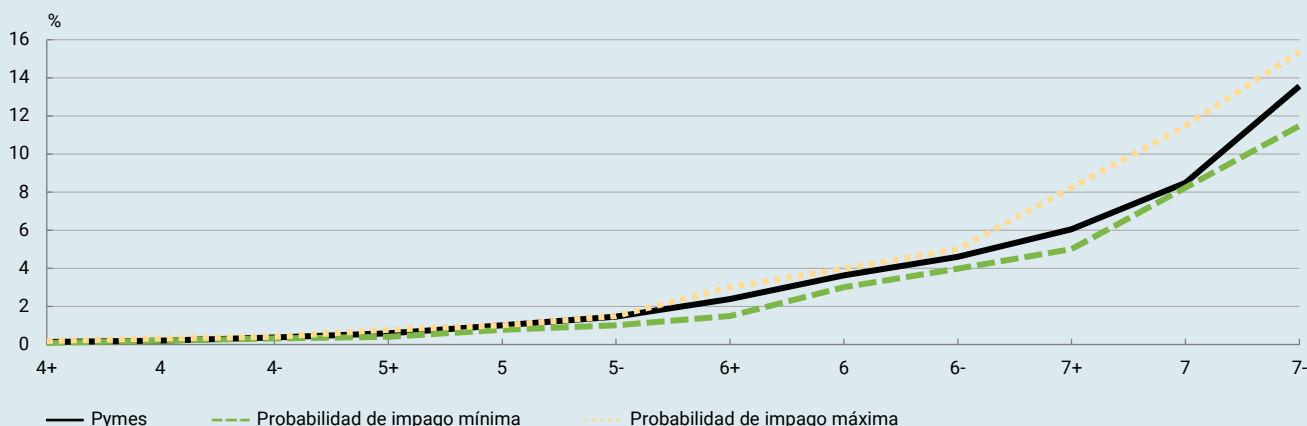
La elevada capacidad predictiva del ICAS BE respecto a la solvencia financiera y al crecimiento productivo de las empresas le confiere un notable potencial para

desempeñar un papel relevante en el proceso de financiación empresarial, más allá del efecto positivo previamente señalado sobre la liquidez operativa de las entidades financieras al facilitar la obtención de financiación del Eurosistema. En concreto, la evaluación crediticia independiente y objetiva del ICAS BE puede contribuir a mitigar las asimetrías de información existentes en la financiación empresarial: para las entidades financieras puede representar un complemento valioso a su valoración interna del riesgo crediticio y ser

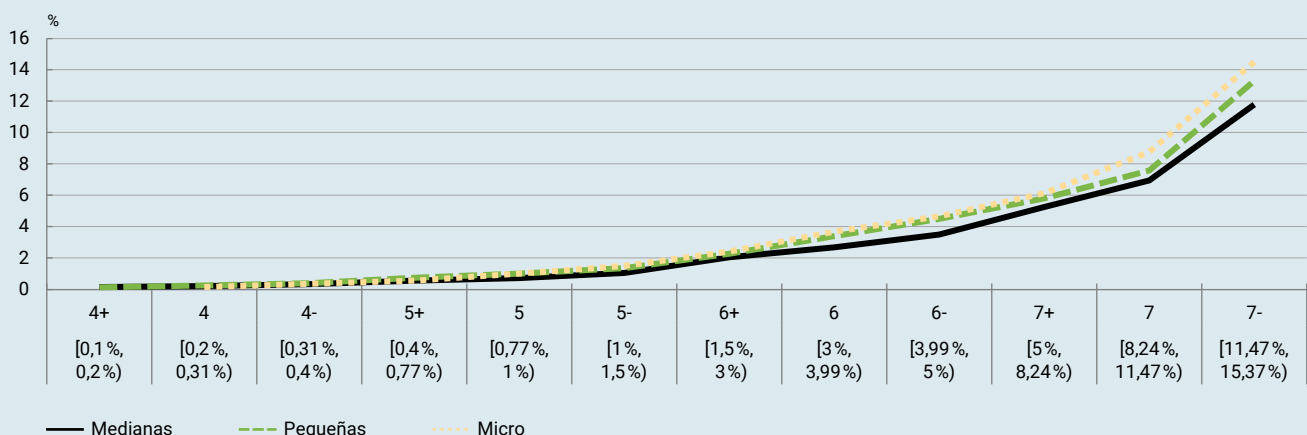
Gráfico 1

Asociación entre la calificación crediticia y la probabilidad de impago observada a los 12 meses

1.a Tasas de impago de las pymes por clase de *rating* del ICAS BE (a) (b)



1.b Tasas de impago por tamaño de pyme y por clase de *rating* del ICAS BE (a) (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Se definen como pymes las pequeñas y medianas empresas con menos de 250 empleados (véase el anejo metodológico del capítulo 3 de este Informe).
- b La definición de impago utilizada se corresponde con la que deben aplicar los ICAS y está basada en el artículo 178 del Reglamento (UE) 575/2013 (CRR).

Recuadro 3.2

EL ICAS DEL BANCO DE ESPAÑA (cont.)

considerada en sus decisiones de financiación, mientras que en el caso de las empresas puede reforzar su posición negociadora y contribuir a su educación financiera.

De este modo, el mayor conocimiento financiero de la empresa puede facilitar la identificación de fortalezas y vulnerabilidades en materia de solvencia financiera, así como la implementación de estrategias orientadas a fortalecer su posición financiera y, en consecuencia, ampliar sus oportunidades de acceso a financiación y crecimiento.

Proyecto de intercambio de información con las empresas

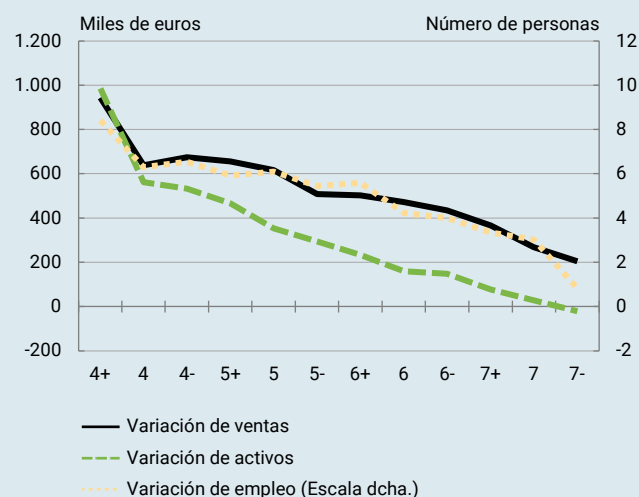
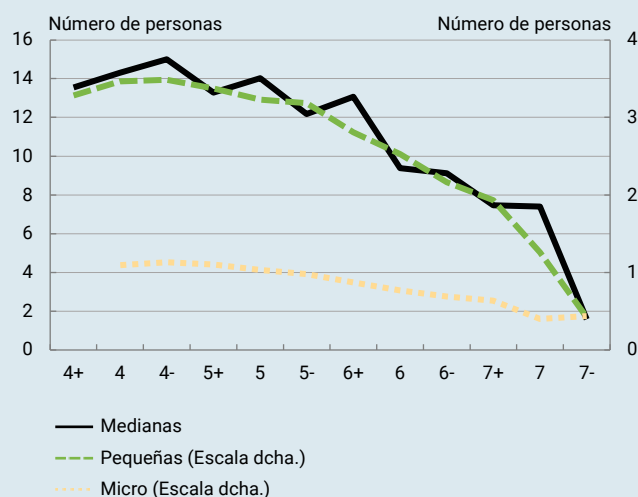
Con el objetivo de reforzar la calidad de las evaluaciones crediticias del ICAS BE y potenciar los beneficios asociados a su difusión, el Banco de España ha iniciado un proyecto de intercambio de información con las empresas evaluadas. Este intercambio incluye, por un

lado, el envío de información actualizada por parte de la empresa, tanto de carácter cuantitativo como cualitativo, y, por otro, la entrega por parte del Banco de España del informe de calificación del ICAS BE correspondiente a cada empresa.

Esta iniciativa se alinea con los objetivos institucionales del Banco de España, al reforzar su vocación de servicio público. En particular, contribuye al Plan Estratégico 2030, que incluye la iniciativa «Un Banco cercano», orientada a mejorar la transparencia, la rendición de cuentas y la conexión con la sociedad. En este contexto, el nuevo proceso operativo del ICAS BE convierte al Banco de España en un interlocutor activo y útil para el tejido empresarial. Una interacción que no solo mejora la comprensión de los criterios de solvencia, sino que también posiciona al Banco como una institución accesible, pedagógica y comprometida con el desarrollo económico.

Gráfico 2

Relación entre la calificación crediticia y el crecimiento productivo de las empresas

 2.a Variación a 3 años de las ventas, activos y empleo de las pymes por clase de *rating* del ICAS BE (a)

 2.b Variación a 3 años del empleo por tamaño de pyme y clase de *rating* del ICAS BE (a)

FUENTE: Banco de España.

a Se definen como pymes las pequeñas y medianas empresas con menos de 250 empleados (véase el anejo metodológico del capítulo 3 de este Informe).

Recuadro 3.3

LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO Y SU PAPEL EN LA PROVISIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYMES

Este recuadro examina la distribución de los préstamos concedidos por las cooperativas de crédito atendiendo a su presencia geográfica, su especialización en sectores productivos y su tipo de cliente, así como a su evolución desde 2017 en comparación con el resto de las entidades bancarias. El análisis tiene en cuenta las diferencias estructurales entre los balances de ambos tipos de entidades, que condicionan su especialización y la asignación del crédito a las sociedades no financieras. Además, se analiza en qué medida el mayor flujo de financiación de las cooperativas hacia las pymes, con cierto sesgo hacia las unidades productivas más pequeñas y, especialmente, hacia los autónomos, puede explicarse por factores de oferta y si este se intensifica en los mercados locales, donde las cooperativas concentran la mayor parte de su actividad. Por último, se examina el riesgo asociado a la oferta de crédito dirigida, dentro de las pymes, a las microempresas, evaluando si su comportamiento difiere del observado en el resto de las entidades.

Aunque las cooperativas de crédito representan una parte relativamente pequeña del sistema bancario español (el 9,6 % del crédito dispuesto total en 2025), su papel resulta especialmente relevante para determinados segmentos de la economía. Esta importancia se pone de manifiesto a través de tres dimensiones principales: geográfica, sectorial y por tipo de cliente (véase el recuadro 3.2 de la *Memoria de Supervisión 2025* del Banco de España).

Desde una perspectiva geográfica, las cooperativas de crédito tienen una presencia destacada en las provincias menos pobladas, en las que contribuyen de forma significativa a la inclusión financiera. Así, en 2025, en algunas provincias alcanzaban cuotas superiores al 20 % —por ejemplo, en Soria y Zamora (con cuotas por encima del 50 %) y en Teruel, Almería y Cuenca (con cuotas en torno al 35 %)—, mientras que en otras su peso era reducido y no superaba el 10 % —e incluso era inferior al 4 % en las dos provincias más densamente pobladas, Madrid y Barcelona—, lo que pone de relieve una elevada heterogeneidad a nivel territorial (véase gráfico 1.a). Cabe señalar que, en los últimos 20 años, su cuota de mercado ha aumentado de forma más acusada en aquellas provincias con menor densidad de población.

En términos de especialización sectorial, estas entidades desempeñan un papel clave en determinadas ramas productivas. Destaca especialmente el sector agropecuario, en el que presentaban una cuota de mercado de crédito de en torno al 35 % en 2025. Asimismo,

su presencia era superior a su cuota media en sectores como el comercio (11,5 %) y la industria manufacturera (10,8 %) (véase gráfico 1.b).

Por último, atendiendo al tipo de cliente, las cooperativas de crédito presentan una clara orientación hacia la financiación de pymes y autónomos. En el segmento de pymes, su cuota alcanzaba el 11,4 % en 2025, lo que supone casi 2 puntos porcentuales (pp) por encima de su participación media en el crédito total, con un enfoque hacia unidades productivas de menor tamaño. En el caso de los autónomos, su cuota se elevaba hasta el 28 %, lo que subraya el papel de las cooperativas de crédito como intermediarios financieros de referencia para este colectivo.

En los últimos tiempos, esta especialización se ha traducido en una mayor resiliencia a las fluctuaciones del ciclo económico. Tanto durante la crisis financiera global como durante la posterior fase de recuperación económica —caracterizada por un intenso proceso de desapalancamiento—, las cooperativas han mostrado un comportamiento más dinámico que el resto de las entidades bancarias. En particular, desde 2017 hasta mediados de 2025, su volumen de crédito total ha aumentado en un 32,2 %, frente al crecimiento prácticamente nulo del resto del sector bancario (1,4 %). Este mayor dinamismo también se observa en el crédito concedido a las pymes y a los autónomos. Así, el crédito concedido a las pymes por las cooperativas apenas ha experimentado variación (–2 %), en contraste con el descenso de 18,9 % observado en el resto del sistema bancario (véase gráfico 1.c). Por su parte, el crédito concedido a los autónomos por este colectivo ha crecido un 11,3 %, mientras que el otorgado por el resto de las entidades bancarias ha disminuido un 29,2 %.

Por último, las cooperativas de crédito presentan, en términos generales, indicadores financieros más favorables que el resto del sector bancario: en 2025 registraban una menor tasa de morosidad (2,4 %, frente al 3 %) y mayores niveles de solvencia y liquidez. En particular, la ratio de capital ordinario de nivel 1 (*Common Equity Tier 1* o CET1) se situaba en el 20,6 %, claramente por encima del 13,8 % observado en el resto del sistema bancario. De igual modo, la ratio de cobertura de liquidez (*liquidity coverage ratio* o LCR) alcanzaba el 324 %, frente al 167 % del resto de las entidades. Por su parte, la rentabilidad —y también la eficiencia— se situaba en niveles parecidos, con una ratio (*return to assets* o ROA) de en torno al 0,96 %. Esta mejor posición en términos de

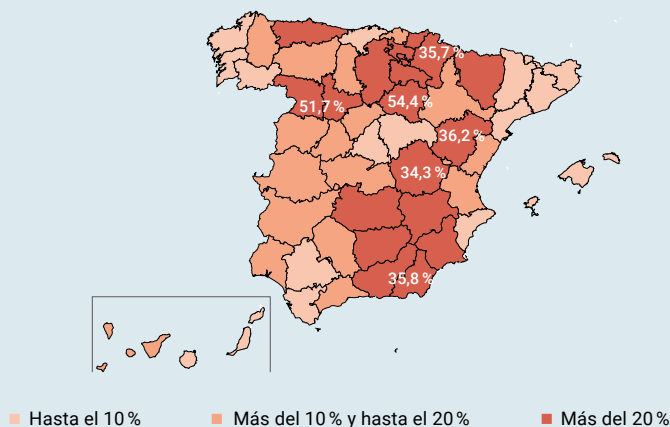
Recuadro 3.3

LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO Y SU PAPEL EN LA PROVISIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYMES (cont.)

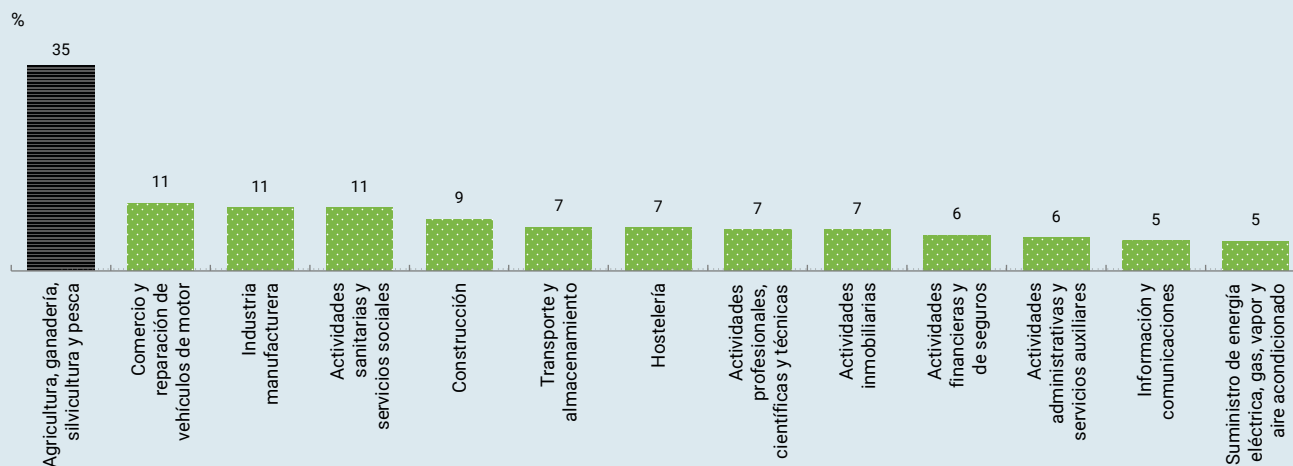
Gráfico 1

Presencia de las cooperativas de crédito y comportamiento del crédito

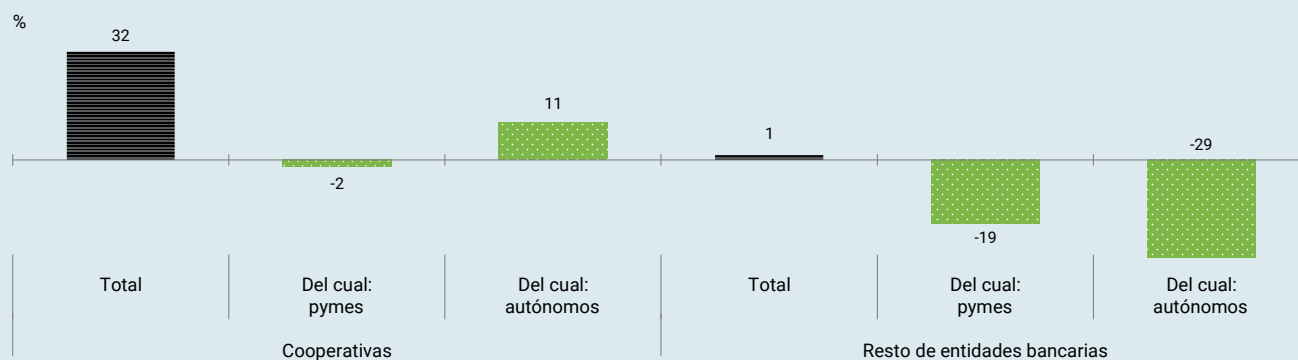
1.a Cuota por provincia de las cooperativas de crédito en junio de 2025



1.b Cuota por sector de las cooperativas de crédito en junio de 2025



1.c Variación del saldo de crédito entre diciembre de 2017 y junio de 2025



FUENTE: Banco de España.

Recuadro 3.3

LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO Y SU PAPEL EN LA PROVISIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYMES (cont.)

calidad crediticia —una diferencia de 0,6 pp en la tasa de morosidad— se mantenía en niveles similares a los ya observados en 2017 (1 pp).

El mayor flujo de crédito de las cooperativas hacia las pymes puede explicarse tanto por factores de demanda como de oferta, así como por su ubicación en áreas donde su elevada cuota de mercado coincide con una mayor presencia de microempresas, más que por diferencias puramente asociadas a la política crediticia. De hecho, como se ha señalado previamente, las cooperativas concentran buena parte de su actividad en determinadas regiones y sectores económicos.

Para evaluar la oferta de crédito de las cooperativas a distintos segmentos de empresas, controlando por la demanda de estas, se lleva a cabo un análisis de regresión que estudia la relación entre el crecimiento del crédito bancario y el tipo de entidad (cooperativas frente al resto) durante el período 2014-2024. El modelo incorpora efectos fijos de empresa-año, lo que permite aislar los factores vinculados a la oferta al comparar cómo evoluciona el crédito concedido por ambos tipos de entidades a una misma empresa dentro de un segmento definido por su tamaño. Asimismo, se incluyen efectos fijos de banco-año para controlar por la oferta agregada de cada entidad en cada momento y por todas las características del prestamista (por ejemplo, tamaño, posición de capital, liquidez, rentabilidad, etc.).

La primera columna del cuadro 1 muestra el crecimiento anual medio del saldo de crédito concedido por las cooperativas a los distintos segmentos de pymes (microempresas, pequeñas y medianas) en comparación con el resto de las entidades. Los resultados confirman la evidencia descriptiva: incluso controlando por la demanda de la misma empresa, el crédito de las cooperativas, en comparación con el del resto de entidades, habría disminuido en menor medida para las pymes —y especialmente para las de menor tamaño—. Como se indicaba en el epígrafe 3.2 del capítulo 3 de este Informe, este patrón es coherente con la práctica de *relationship lending* propia de las cooperativas, basada en la acumulación de información blanda (*soft information*) a lo largo de relaciones prolongadas entre entidad y prestatario, lo que reduce la opacidad informativa que caracteriza a las pequeñas empresas. Para reforzar esta interpretación, se realiza un análisis de regresión adicional, análogo al anterior, pero centrado exclusivamente en las microempresas, donde las asimetrías de información son más acusadas. Las estimaciones obtenidas, mostradas en la segunda columna, confirman esta evidencia.

Con el fin de comprobar si este resultado se debe al mejor conocimiento que tienen las cooperativas de sus mercados locales —y, por tanto, a una ventaja informacional—, se lleva a cabo el siguiente ejercicio (véase cuadro 2). Para cada entidad bancaria, se clasifican los municipios en dos categorías: i) el que corresponde al principal mercado de la

Cuadro 1

Crédito concedido por las cooperativas frente al resto de las entidades, por tamaño de empresa (a)

	Impacto sobre el crecimiento del crédito	
	(1)	(2)
Micro x Cooperativa	0,039 *** (0,007)	0,014 *** (0,003)
Pequeña x Cooperativa	0,035 *** (0,007)	
Mediana x Cooperativa	0,012 * (0,006)	
Observaciones	2.685.160	2.685.160
R ²	0,371	0,371

FUENTE: Banco de España.

a Resultados obtenidos al estimar una regresión del crecimiento del crédito sobre interacciones entre variables binarias que denotan el tamaño de la empresa (microempresa, pequeña o mediana) y una variable binaria que toma valor 1 si la entidad bancaria es una cooperativa de crédito. Los controles son efectos fijos de empresa-año y banco-año. El período muestral es 2014-2024. La media del crecimiento del crédito a empresas durante dicho período es -4,82 %. Los errores estándar están agrupados a nivel empresa-banco y año-sector. Los asteriscos indican el nivel de significatividad de los coeficientes: *** 1 %, ** 5 % y * 10 %.

Recuadro 3.3

LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO Y SU PAPEL EN LA PROVISIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYMES (cont.)

entidad (donde se concentra el mayor porcentaje de su cartera de préstamos a empresas) y ii) el resto de los municipios en los que tiene actividad. El nuevo modelo también incorpora efectos fijos de empresa-año y de banco-año. Los resultados se muestran en la segunda columna, mientras que la primera, relativa al análisis previo, se incluye como referencia. Así, puede observarse que las cooperativas expanden su crédito a microempresas mucho más en su mercado local que en el resto (2,2 pp), lo que resulta coherente con una mayor disponibilidad de información blanda en estas áreas, si bien también lo hacen fuera de su municipio principal (1,3 pp). Además, se lleva a cabo un refinamiento adicional de la definición de mercado local, comparando los municipios donde la cooperativa es el principal prestamista (es decir, donde tiene la mayor cuota de mercado) con aquellos que no son su principal mercado o en los que, pese a serlo, otras entidades concentran un mayor volumen de crédito a empresas. El efecto diferencial estimado en este nuevo ejercicio, reportado en la tercera columna, es aún más intenso (4,3 pp en el mercado local, frente a 1,4 pp en el resto), lo que refuerza la relevancia del componente informacional.

Por último, se analiza si estas prácticas, basadas en un mejor conocimiento del mercado, se reflejan en menores niveles de riesgo, en línea con la evidencia descriptiva presentada al inicio. Es decir, si la menor morosidad de las cooperativas frente al resto de las entidades se explica por la composición de su cartera o por una mejor selección de las empresas prestatarias derivada de su ventaja informacional. Para ello, se evalúa tanto el riesgo *ex ante* como el riesgo *ex post*.

Para analizar el riesgo *ex ante*, se amplía el modelo de regresión mostrado en la primera columna del cuadro 2, incorporando la interacción triple entre las variables binarias que identifican a las cooperativas y a las microempresas y la probabilidad de impago retardada (del período anterior), así como la interacción doble entre esta última y el indicador de cooperativa. Los resultados de la estimación, reportados en el cuadro 3, muestran que la oferta de crédito de las cooperativas hacia las empresas con mayor probabilidad de impago es similar a la del resto de las entidades en todos los segmentos (tanto microempresas como empresas de mayor tamaño), dado

Cuadro 2

Crédito concedido a las microempresas por parte de las cooperativas, en función de su mercado local (a)

	Impacto sobre el crecimiento del crédito		
	(1)	(2)	(3)
Micro x Cooperativa x Mercado local		0,022 *** (0,005)	
Micro x Cooperativa x Resto de municipios		0,013 *** (0,003)	
Micro x Cooperativa	0,014 *** (0,003)		
Micro x Cooperativa x Principal prestamista del mercado local			0,043 *** (0,015)
Micro x Cooperativa x Resto de municipios			0,014 *** (0,003)
Observaciones	2.685.160	2.685.160	2.685.160
R ²	0,371	0,371	0,371

FUENTE: Banco de España.

a La variable dependiente es siempre el crecimiento del crédito. En la primera columna el regresor de interés es la interacción entre una variable binaria que denota microempresa y una variable binaria que toma valor 1 si la entidad bancaria es una cooperativa de crédito. En la segunda columna los regresores de interés son la triple interacción entre microempresa, cooperativa y una variable binaria que toma valor 1 si es el mercado local de la cooperativa (el municipio donde concentra el mayor porcentaje de su cartera de préstamos a empresas) y la triple interacción entre microempresa, cooperativa y una variable binaria que toma valor 1 para el resto de los municipios en los que tiene actividad. La tercera columna muestra una variación del anterior análisis en la que el mercado local se define como el municipio donde la cooperativa es el principal prestamista (tiene la mayor cuota de mercado). En todas las especificaciones los controles son efectos fijos de empresa-año y banco-año. El período muestral es 2014-2024. La media del crecimiento del crédito a empresas durante dicho período es -4,82 %. Los errores estándar están agrupados a nivel empresa-banco y año-sector. Los asteriscos indican el nivel de significatividad de los coeficientes: *** 1 %, ** 5 % y * 10 %.

Recuadro 3.3

LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO Y SU PAPEL EN LA PROVISIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYMES (cont.)

que los coeficientes de ambas interacciones son muy pequeños y no estadísticamente distintos de cero. Este hallazgo es coherente con la evidencia presentada en el epígrafe 3.2 del capítulo 3 de este Informe, según la cual, desde 2014, los distintos tipos de entidades de crédito han mostrado patrones de toma de riesgos similares.

Finalmente, para el estudio del riesgo *ex post*, se estiman tres modelos de probabilidad (lineal) cuyas variables dependientes son variables binarias que indican la existencia (o la no existencia) de un préstamo dudoso en el año $t+1$, $t+2$ o $t+3$ (primera, segunda y tercera columna del cuadro 4, respectivamente). En todos ellos, el regresor de interés es la interacción entre una variable binaria que denota microempresa y otra variable binaria que toma el valor 1 si la entidad bancaria es una cooperativa de crédito. En todas las especificaciones los controles son efectos fijos de banco-año y efectos fijos de sector-provincia-tamaño-año, donde tamaño corresponde a microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas, y sector a la clasificación CNAE a cuatro dígitos. Estos últimos se incluyen con el objeto de controlar por las principales características empresariales que pueden influir en la propensión a impagar un préstamo

bancario. Además, se restringe la muestra a empresas que no tienen ningún préstamo dudoso ni moroso en el año $t-1$, ya que este tipo de compañías pueden tener características distintas al resto, potencialmente correlacionadas con su probabilidad de impago. Los resultados de las tres especificaciones son muy similares e indican que las microempresas que reciben préstamos de cooperativas tienen una probabilidad entre 0,01 pp y 0,02 pp menor de tener algún crédito dudoso. Estos efectos son altamente significativos, si bien relativamente pequeños en relación con el porcentaje de observaciones con préstamos dudosos en las tres muestras (entre el 0,76 % y el 0,85 %).

Este hallazgo podría indicar que las cooperativas de crédito, gracias a su ventaja informacional en los mercados locales y en el segmento de las microempresas y a la mayor cercanía con sus clientes, pueden realizar tanto una mejor selección de las empresas prestatarias como una supervisión más exhaustiva de sus actividades. Todo ello se traduciría en una menor proporción de préstamos problemáticos por parte de estas, en línea con los resultados de Álvarez-Román, Mayordomo, Vergara-Alert y Vives (2024)¹ y Casado y Martínez-Miera (2025)².

Cuadro 3

 Toma de riesgos de las cooperativas frente al resto de las entidades: riesgo *ex ante* (a)

	Impacto sobre el crecimiento del crédito
	(1)
Micro x Cooperativa	0,017*** (0,004)
Micro x Cooperativa x Probabilidad de impago	-0,001 (0,001)
Cooperativa x Probabilidad de impago	0,000 (0,001)
Observaciones	2.685.160
R ²	0,371

FUENTE: Banco de España.

a Resultados obtenidos al estimar una regresión del crecimiento del crédito sobre tres interacciones. La primera es una interacción entre una variable binaria que denota microempresa y una variable binaria que toma valor 1 si la entidad bancaria es una cooperativa de crédito. La segunda es una interacción triple entre las variables binarias que identifican a las cooperativas y a las microempresas y la probabilidad de impago retardada. La tercera es una interacción doble entre la probabilidad de impago retardada y la variable binaria que denota cooperativa. En todas las especificaciones los controles son efectos fijos de empresa-año y banco-año. El período muestral es 2014-2024. La media del crecimiento del crédito a empresas durante dicho período es -4,82 %. Los errores estándar están agrupados a nivel empresa-banco y año-sector. Los asteriscos indican el nivel de significatividad de los coeficientes: *** 1 %, ** 5 % y * 10 %.

1 Laura Álvarez-Román, Sergio Mayordomo, Carles Vergara-Alert y Xavier Vives. (2024). "Climate risk, soft information and credit supply". Documentos de Trabajo, 2406, Banco de España.
 2 Alejandro Casado y David Martínez-Miera. (2025). "Banks' specialization and private information". Documentos de Trabajo, 2539, Banco de España.

Recuadro 3.3

LAS COOPERATIVAS DE CRÉDITO Y SU PAPEL EN LA PROVISIÓN DE FINANCIACIÓN A LAS PYMES (cont.)

El modelo de negocio de las cooperativas también plantea retos específicos asociados a su concentración geográfica y a su menor tamaño. En particular, la despoblación y la limitada disponibilidad de oportunidades de inversión en determinadas zonas pueden restringir su crecimiento y generar una mayor dependencia de las actividades económicas propias de su entorno, lo que incrementa su vulnerabilidad ante perturbaciones sectoriales o climáticas adversas. Asimismo, el reducido tamaño de algunas entidades dificulta la profesionalización de la gobernanza, la digitalización y el desarrollo de capacidades

avanzadas de gestión de riesgos. Todo ello se enmarca en un contexto de complementariedad con el papel que, dentro del sistema financiero, desempeñan las entidades bancarias de mayor tamaño, las cuales, gracias a su mayor diversificación geográfica y sectorial, su acceso a los mercados mayoristas y su mayor escala operativa, desempeñan un papel clave en la financiación de proyectos de mayor dimensión y en la absorción de perturbaciones macroeconómicas adversas, contribuyendo así a la estabilidad del crecimiento del crédito agregado.

Cuadro 4

 Toma de riesgos de las cooperativas frente al resto de las entidades: riesgo *ex post* (a)

	Impacto sobre la probabilidad de tener préstamos dudosos		
	(1)	(2)	(3)
Micro x Cooperativa	-0,001*** (0,000)	-0,002*** (0,000)	-0,002*** (0,000)
Observaciones	3.208.648	2.532.350	2.040.074
R ²	0,107	0,124	0,145

FUENTE: Banco de España.

a Las variables dependientes son variables binarias que indican la existencia de un préstamo dudoso en el año t+1, t+2, o t+3 (primera, segunda y tercera columna, respectivamente). El regresor de interés es siempre la interacción entre una variable binaria que denota microempresa y otra variable binaria que toma valor 1 si la entidad bancaria es una cooperativa de crédito. En todas las especificaciones los controles son efectos fijos de banco-año y efectos fijos de sector-provincia-tamaño-año, donde tamaño corresponde a microempresas, pequeñas, medianas y grandes empresas, y sector a la clasificación CNAE a cuatro dígitos. Se restringe la muestra a empresas que no tenían ningún préstamo dudoso ni moroso en el año t-1. El período muestral es 2014-2024. La proporción de observaciones con préstamos dudosos es 0,76 %, 0,83 % y 0,85 % en las muestras de la primera, segunda y tercera columna, respectivamente. Los errores estándar están agrupados a nivel empresa-banco y año-sector. Los asteriscos indican el nivel de significatividad de los coeficientes: *** 1 %, ** 5 % y * 10 %.

Recuadro 3.4

EL IMPACTO DEL KIT DIGITAL SOBRE LA PRODUCTIVIDAD EMPRESARIAL**Programa Kit Digital**

El programa Kit Digital constituye la iniciativa de digitalización empresarial de mayor escala puesta en marcha en España hasta la fecha. Con una dotación presupuestaria sin precedentes —3.067 millones de euros— y más de 900.000 ayudas concedidas a pymes y autónomos, el programa tiene como objetivo impulsar la adopción de soluciones digitales, reforzar la competitividad empresarial y reducir las brechas digitales por tamaño, territorio y sector.

El programa está financiado por la Unión Europea a través de los fondos *Next Generation EU*, en el marco del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), y es gestionado por la entidad pública empresarial Red.es. Para más información sobre el programa, puede consultarse el [informe](#) elaborado por Red.es.

El acceso al programa se articula a través de distintas convocatorias, dirigidas a segmentos empresariales definidos en función del número de empleados. Cada segmento cuenta con una cuantía máxima de bono digital distinta y con un conjunto de soluciones subvencionables, lo que permite una asignación más precisa de los recursos públicos.

En concreto, el programa se estructura en cinco grandes segmentos. El segmento I comprende empresas de entre 10 y 49 empleados, con un bono digital máximo de 12.000 euros; el segmento II, empresas de entre 3 y 9 empleados, con un bono de hasta 6.000 euros, y el segmento III, microempresas y autónomos con entre 0 y 2 empleados, con un bono inicialmente dotado con 2.000 euros, cuantía que fue ampliada posteriormente hasta los 3.000 euros. Más recientemente, el programa se ha extendido a empresas de mayor tamaño mediante la creación de los segmentos IV y V, dirigidos a medianas empresas: el segmento IV (entre 50 y 99 empleados), con un bono de hasta 25.000 euros, y el segmento V (entre 100 y 249 empleados), con un máximo de 29.000 euros. Asimismo, se habilitó una convocatoria extraordinaria para entidades sin personalidad jurídica (comunidades de bienes, sociedades civiles y explotaciones agrarias de titularidad compartida), ampliando el alcance del programa a colectivos inicialmente excluidos.

Las ayudas se instrumentan mediante un bono digital, que no se transfiere directamente al beneficiario en forma de

subvención monetaria, sino que se canjea frente a proveedores acreditados —denominados agentes digitalizadores adheridos— para contratar servicios recogidos en un catálogo cerrado de soluciones. Este catálogo abarca ámbitos como la presencia web y el comercio electrónico, la gestión de clientes y procesos, la factura electrónica, la ciberseguridad, las comunicaciones seguras o las herramientas de oficina virtual. En las convocatorias más recientes se han incorporado, además, soluciones avanzadas vinculadas a inteligencia artificial y ciberseguridad gestionada.

El pago de la ayuda se realiza directamente al proveedor tras la correcta implementación y justificación de la solución, lo que reduce los problemas de liquidez para el beneficiario y limita el riesgo de uso indebido de los fondos.

El diseño del programa, junto a una estrategia de gestión orientada a promover y facilitar el acceso a las ayudas, ha reducido de forma deliberada las barreras administrativas y digitales. Ello ha permitido detectar y atender a las empresas y trabajadores autónomos con menor nivel de digitalización —incluidos aquellos sin experiencia previa en el acceso a subvenciones públicas—, ajustando la intensidad del apoyo al tamaño y al grado de desarrollo tecnológico de las empresas y asegurando una elevada capilaridad territorial. En particular, el programa ha alcanzado a más del 90 % de los municipios españoles, incluidos prácticamente todos los de carácter rural.

Evaluación de impacto

Este recuadro examina el impacto del programa Kit Digital sobre la productividad total de los factores (PTF) de las empresas beneficiarias. La PTF mide la eficiencia con que una empresa combina sus factores productivos —trabajo y capital— para generar producción y constituye uno de los determinantes fundamentales del crecimiento económico a largo plazo¹. En este contexto, se evalúa si la percepción de la ayuda a la digitalización se ha traducido en mejoras de la eficiencia productiva de las pymes receptoras.

El análisis se basa en microdatos administrativos de Red.es relativos a la totalidad de las empresas participantes en el programa Kit Digital y que cubren la totalidad de las empresas participantes en todas las convocatorias del programa. Estos registros se enlazan con información contable procedente de la Central de Balances Integrada

1 Para una descripción detallada de la medición de la PTF, véase el anejo metodológico del capítulo 3 de este Informe.

Recuadro 3.4

EL IMPACTO DEL KIT DIGITAL SOBRE LA PRODUCTIVIDAD EMPRESARIAL (cont.)

(CBI) del Banco de España, disponible únicamente hasta el año 2024.

El análisis se restringe a aquellas empresas que implementan la solución digital en el año 2023, dado que la estimación del impacto exige disponer de al menos un año de información posterior al tratamiento. La disponibilidad de datos financieros hasta 2024 impide, por tanto, incluir a las empresas tratadas con posterioridad a 2023. La muestra resultante conforma un panel de empresas para el período 2014-2024 que incluye a más de 60.000. El período pretratamiento comprende los años 2014-2022, mientras que el período postratamiento abarca los años 2023-2024.

Para identificar el efecto causal del programa sobre la PTF, se emplea una estrategia de diferencias en diferencias (DiD) que explota la variación en el uso efectivo del bono del Kit Digital. El grupo de tratamiento está formado por las empresas que utilizaron la subvención, mientras que el grupo de control comprende aquellas a las que se les concedió el bono pero se les caducó sin llegar a utilizarlo.

Este diseño permite aislar el efecto de la implementación efectiva del programa, manteniendo constantes tanto la elegibilidad del programa como el marco regulatorio aplicable, y reduce preocupaciones de selección asociadas a la decisión de participar en el programa.

La identificación del efecto causal del programa se basa en comparar la evolución de la PTF de ambos grupos antes y después de la concesión del bono, y descansa en el supuesto de que ambas trayectorias habrían seguido tendencias paralelas en ausencia de uso del bono.

La plausibilidad de este supuesto se evalúa mediante el análisis de los períodos previos al tratamiento. El gráfico 1 muestra la diferencia en términos de PTF entre ambos grupos en cada año relativo a la concesión del bono, sin aplicar ninguna corrección por características observables. Los coeficientes correspondientes a los años pretratamiento (desde el año -8 hasta el año -2) son sistemáticamente cercanos a cero y no estadísticamente significativos, lo que respalda la plausibilidad del supuesto de tendencias paralelas.

No obstante, dado que la decisión de utilizar el bono —frente a dejarlo caducar— podría estar correlacionada con características empresariales observables, como el tamaño, la situación financiera o el sector de actividad, la estimación del efecto del programa debe corregir posibles diferencias sistemáticas entre empresas tratadas y no tratadas. En particular, empresas más dinámicas, mejor gestionadas o con mayor capacidad administrativa podrían estar, *a priori*, más inclinadas a activar el bono, lo que introduciría un sesgo en la comparación directa entre ambos grupos.

En concreto, se emplea el estimador propuesto por Callaway y Sant’Anna (2021), que asigna mayor peso a las empresas del grupo de control que presentan características observables previas al tratamiento similares a las de las empresas beneficiarias antes del tratamiento, y menor peso a aquellas menos comparables. Intuitivamente, este procedimiento «reconstruye» un grupo de control que se parece, en promedio, al grupo tratado en las variables más relevantes previas a la

Gráfico 1
Diferencia en la PTF de las empresas tratadas en comparación con las no tratadas



FUENTES: Banco de España (CBI) y Red.es.

Recuadro 3.4

EL IMPACTO DEL KIT DIGITAL SOBRE LA PRODUCTIVIDAD EMPRESARIAL (cont.)

concesión del bono, de modo que la comparación posterior se realice entre empresas equivalentes².

La efectividad de la reponderación se evalúa en el cuadro 1, que recoge las diferencias en las características observables entre grupos antes y después del ajuste. Tras aplicar esta reponderación, las empresas del grupo de control presentan características muy similares a las de las empresas beneficiarias antes del tratamiento. Antes de la reponderación, las empresas tratadas ofrecen, en promedio, valores de activos, valor añadido y número de empleados ligeramente superiores a los del grupo de control, así como una mayor edad. Tras la reponderación, las diferencias en las características observables se reducen prácticamente a cero, lo que refuerza la credibilidad del escenario contrafactual utilizado para la identificación del efecto del programa.

Resultados

Los resultados muestran un efecto positivo y estadísticamente significativo del programa Kit Digital sobre la PTF de las empresas beneficiarias. La estimación principal, recogida en el gráfico 2.a, indica que la utilización

del subsidio se asocia con un incremento de la PTF de aproximadamente un 1,2% un año después de la concesión. Por construcción, el estimador elimina los *shocks* comunes a cada período y permite la existencia de diferencias permanentes en niveles entre empresas, de modo que el efecto estimado captura exclusivamente la variación inducida por el uso del bono.

En nuestra muestra, el importe medio del tratamiento asciende a aproximadamente 5.000 euros, lo que implica un aumento de la PTF de alrededor de 0,25% por cada 1.000 euros de subsidio recibido. Para poner este resultado en contexto, cabe señalar que en 2023 la PTF de estas empresas creció en torno al 2%. En este sentido, el impacto estimado del programa representa una fracción sustancial —aunque no exclusiva— del crecimiento de la PTF observado ese año entre las empresas tratadas, lo que sugiere que el Kit Digital contribuyó de forma relevante a su mejora productiva, sin ser el único factor explicativo.

Este resultado es robusto a distintas especificaciones empíricas y estrategias de identificación. En primer lugar, se sustituye el grupo de control —empresas con bono caducado— por el conjunto de empresas tratadas en 2025

Cuadro 1
Balance de características observables en 2021 (a)

Valor medio por empresa

Variable	Empresas tratadas	Empresas no tratadas (sin ponderar)	Empresas no tratadas (tras ponderar)	Diferencia (sin ponderar)	Diferencia (tras ponderar)
Valor añadido (ln)	5,7	5,4	5,7	0,3	0,0
Activos (ln)	6,7	6,5	6,7	0,2	0,0
Número de empleados (ln)	2,0	1,7	2,0	0,3	0,0
Ratio de deuda sobre activos	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0
Edad	21,6	20,8	21,6	0,8	0,0
Número de empresas	42.818	14.909	14.909		

FUENTES: Banco de España (CBI) y Red.es.

NOTA: «ln» hace referencia al logaritmo natural.

a El cuadro muestra medias de covariables observables medidas en 2021, antes del tratamiento. Las columnas «sin ponderar» reportan medias del grupo de control sin pesos, mientras que las columnas «tras ponderar» reportan medias del grupo de control reponderado mediante ponderaciones por probabilidad inversa del tratamiento. La diferencia se define como empresas tratadas menos empresas no tratadas.

2 Alberto Abadie. (2005). "Semiparametric difference-in-differences estimators". *The Review of Economic Studies*, 72(1), pp. 1-19; Pedro H. C. Sant'Anna y Jun Zhao. (2020). "Doubly robust difference-in-differences estimators". *Journal of Econometrics*, 219(1), pp. 101-122; Brantly Callaway y Pedro H. C. Sant'Anna. (2021). "Difference-in-differences with multiple time periods". *Journal of Econometrics*, 225(2), pp. 200-230; Liyang Sun y Sarah Abraham. (2021). "Estimating dynamic treatment effects in event studies with heterogeneous treatment effects". *Journal of Econometrics*, 225(2), pp. 175-199; Kirill Borusyak, Xavier Jaravel y Jann Spiess. (2024). "Revisiting event-study designs: robust and efficient estimation". *Review of Economic Studies*, 91(6), pp. 3253-3285.

Recuadro 3.4

EL IMPACTO DEL KIT DIGITAL SOBRE LA PRODUCTIVIDAD EMPRESARIAL (cont.)

que, dentro de la ventana muestral, no han llegado aún a implementar la solución digital. Este grupo de control alternativo tiene la ventaja de estar formado por empresas que han decidido participar en el programa y que, por tanto, presentan perfiles de motivación similares a los del grupo tratado. Con esta especificación, el efecto estimado es de magnitud similar o ligeramente superior, situándose en torno al 1,6 %. En segundo lugar, el cuadro 2 recoge los resultados obtenidos bajo seis estimadores alternativos, todos ellos variantes del enfoque de DiD doblemente

robusto. En todos los casos, el efecto del tratamiento oscila entre el 1,5 % y el 1,7 %.

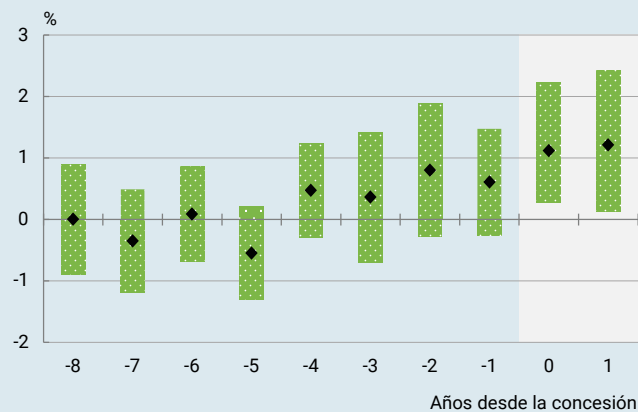
En conjunto, la evidencia sugiere que el programa Kit Digital ha contribuido de forma significativa a mejorar la PTF de las pymes beneficiarias.

Mecanismos

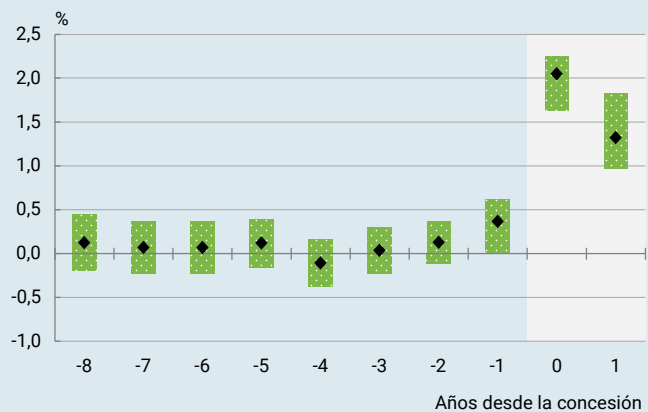
Los efectos del programa se materializan a través de un proceso de transformación productiva que incide, sobre

Gráfico 2
Efecto estimado del programa Kit Digital sobre las empresas beneficiarias

2.a Efecto estimado del programa Kit Digital sobre la PTF



2.b Efecto estimado sobre la proporción de activos intangibles



FUENTES: Banco de España (CBI) y Red.es.

Cuadro 2
Resultados de robustez: efecto del Kit Digital sobre la PTF (a)

Estimador	Efecto medio del tratamiento	Error estándar
dripw	0,017***	0,005
drimp	0,016***	0,005
reg	0,016***	0,005
ipw	0,015***	0,005
stdipw	0,015***	0,005
sipwra	0,016***	0,005

FUENTE: Banco de España.

a Los coeficientes muestran el efecto medio del tratamiento sobre las empresas tratadas, medido como el cambio en la PTF en logaritmos. Los asteriscos indican significatividad estadística al 1 %. Errores estándar robustos. Un coeficiente de 0,017 implica un aumento de la productividad de aproximadamente un 1,7% asociado al uso efectivo del programa. Los estimadores usados son: dripw: estimador doblemente robusto con ponderación por probabilidad inversa; drimp: estimador doblemente robusto basado en imputación; reg: regresión ajustada; ipw/stdipw: ponderación por probabilidad inversa (estándar y estandarizada), y sipwra: estimador semiparamétrico IPW con ajuste por regresión.

Recuadro 3.4

EL IMPACTO DEL KIT DIGITAL SOBRE LA PRODUCTIVIDAD EMPRESARIAL (cont.)

todo, en la manera en que las empresas organizan y combinan sus recursos. La digitalización de los procesos internos —como la facturación electrónica o la gestión de inventarios— contribuye a reducir los costes operativos y permite reasignar recursos hacia actividades de mayor valor añadido. Este ajuste se traduce en un uso más eficiente de los factores productivos, que es precisamente lo que captura la PTF.

De manera complementaria, la adopción de herramientas de comercio electrónico y de presencia digital facilita el acceso a mercados más amplios y mejora la capacidad de generación de ingresos, favoreciendo economías de escala y un aprovechamiento más intensivo del capital ya instalado. En consonancia con este mecanismo, la evidencia basada en la ratio capital-trabajo confirma la presencia de un proceso de *capital deepening* inducido por la adopción de tecnologías digitales complementarias al trabajo.

Estas ganancias de eficiencia parecen ir acompañadas de una recomposición de la estructura del capital, con un mayor peso relativo de los activos de carácter intangible y digital. Aunque dicho proceso no se refleje de forma inmediata en un aumento del *stock* total de intangibles registrado contablemente —en parte por limitaciones de medición y por la naturaleza no capitalizable de algunas soluciones—, la evidencia muestra un incremento significativo de la proporción de intangibles sobre el capital total. Este patrón sugiere una integración más

intensa de estos activos en el proceso productivo (véase gráfico 2.b).

Implicaciones de política económica

Los resultados de este análisis evidencian que el programa Kit Digital ha contribuido de forma significativa a mejorar la PTF de las pymes beneficiarias. Aunque la magnitud del efecto estimado es moderada, resulta económicamente relevante dada la elevada cobertura del programa y el amplio número de empresas beneficiarias.

No obstante, estos resultados deben interpretarse con cautela. Por un lado, no puede descartarse que el impacto observado se reduzca con el tiempo, por cuanto una parte de los efectos respondería a dinámicas transitorias —como rendimientos decrecientes de las inversiones digitales, procesos de convergencia con empresas no tratadas o cambios en el entorno tecnológico y competitivo—, lo que podría llevar a una atenuación progresiva de los beneficios iniciales. Por otro lado, es posible que el efecto total esté actualmente infraestimado, en la medida en que el horizonte temporal disponible no permita captar plenamente los beneficios asociados a la digitalización, como la innovación de procesos y productos, las complementariedades con el capital humano y organizativo o los efectos de aprendizaje y escalado, que tienden a materializarse de forma gradual. El seguimiento de las empresas en años venideros será clave para discernir cuál de estas dinámicas acaba predominando.

Recuadro 3.5

LOS EFECTOS DE LA REFORMA LABORAL DE 2021 SOBRE LA PRODUCTIVIDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS

En el período reciente, el uso de la contratación temporal ha estado muy extendido en Europa, contexto en el que España presenta una de las mayores tasas de temporalidad. Así, según Eurostat, en 2021 la temporalidad ascendió al 24,9 % en España, frente a la media del 13 % registrada en la Unión Europea (UE). La elevada temporalidad en España ha conllevado a lo largo de las últimas décadas una considerable volatilidad del empleo, que reacciona de forma muy intensa ante crisis económicas. Además, dicha temporalidad merma la estabilidad y la calidad de los puestos de trabajo y, por ende, puede también limitar la productividad y el crecimiento de las empresas.

El objetivo de la reforma laboral contenida en el Real Decreto-ley 32/2021 era atajar estos efectos perniciosos asociados a la elevada temporalidad en España y aumentar la calidad del empleo, así como el dinamismo de las empresas, mediante medidas de flexibilidad interna y formación. En particular, el Real Decreto-ley 32/2021 limitó la posibilidad de contratar de forma temporal, principalmente mediante la eliminación del contrato de obra y servicio en la mayoría de los escenarios, favoreciendo con ello la contratación indefinida de forma continua o discontinua. Asimismo, contemplaba la conversión automática de contratos temporales en indefinidos en aquellos casos en los que las personas empleadas acumulasen 18 meses de trabajo en la empresa a lo largo de un período de 24 meses. Así, tras la entrada en vigor de la reforma laboral, la tasa de temporalidad media en España ha disminuido desde el 24,9 % registrado en 2021 hasta el 14,9 % en 2025, acercándose al 11,5 % observado en el promedio de la UE.

La finalidad de este recuadro es estudiar el impacto de la limitación de la contratación temporal que introdujo la reforma laboral de 2021 sobre la productividad de las empresas españolas¹.

La reducción de la temporalidad en las empresas puede favorecer incrementos de su productividad a través de tres canales. En primer lugar, una mayor estabilidad en el empleo permite adquirir más destrezas en la realización de tareas y acumular mayor capital humano específico en el puesto de trabajo. En segundo lugar, la estabilidad en el empleo puede incentivar a las empresas a invertir más en la formación de las personas empleadas. En tercer lugar, se puede producir un efecto de selección mediante el cual las empresas más habituadas a utilizar los contratos temporales podrían verse abocadas a salir del mercado si se restringe el uso de dichos contratos. Dado que, por lo general, el cierre de empresas se produce con mayor intensidad entre las menos productivas y con mayor uso de contratos temporales, este efecto podría contribuir a un aumento de la productividad agregada².

Al objeto de estimar el posible efecto de la reforma sobre la productividad empresarial, la estrategia de identificación considerada en este recuadro se basa en la comparación entre aquellas empresas más afectadas por la reforma, por presentar un mayor uso de contratos temporales (las que registraban en 2021 una tasa de temporalidad más elevada, en el cuartil más alto de las empresas que utilizan contratos temporales), y las menos afectadas por la reforma, por utilizar los contratos temporales de forma moderada (aquellas situadas en el segundo y el tercer cuartil). Para este ejercicio, se utilizan datos provenientes del universo de afiliados a la Seguridad Social y de la Central de Balances del Banco de España, que hacen posible identificar la tasa de temporalidad de las empresas y ofrecen información complementaria³. Por un lado, el conjunto de afiliados a la Seguridad Social permite estudiar la evolución de la temporalidad, la creación y destrucción de empleo según el tipo de contrato y la permanencia de los trabajadores en las empresas, si bien no contiene información detallada sobre las características de los balances de las empresas. Por

1 Cristina Barceló, Diego Caminero, Federico Tagliati y Ernesto Villanueva. "Firm level responses to sharp changes in the access to Fixed-Term Contracts". De próxima publicación.

2 En Josep Pijoan-Mas y Paul Roldan-Blanco. (2024). "Dual labor markets and the equilibrium distribution of firms". Documentos de Trabajo, 2442, Banco de España, se presenta un modelo teórico que permite analizar cómo las restricciones a la contratación temporal propician cierres de empresas poco productivas y aumentan la productividad agregada. Además, Joseph G. Altonji y Robert A. Shaker. (1988). "Do Wages Rise with Job Seniority?". *The Review of Economic Studies*, 54(3), pp. 437-459 (para Estados Unidos) y Jose Garcia-Louzao, Laura Hospido y Alessandro Ruggieri. (2023). "Dual returns to experience". *Labour Economics*, 80(102290) (para España) describen una relación positiva entre duración en el empleo y salarios o capital humano, mientras que Andrea Caggese, Ozan Güler, Mike Mariathasan y Klaas Mulier. (2024). "Heterogeneous Firing Costs, Worker Types, and Productivity: Evidence from a Natural Experiment" muestra caídas en la productividad asociadas a una mayor protección al empleo.

3 Nótese que ambas bases de datos se explotan por separado y no se utilizan, en este recuadro, de manera combinada, ante la indisponibilidad de un enlace exacto que vincule a las empresas entre las dos fuentes de datos. Los dos grupos de empresas definidos según la intensidad de uso de los contratos temporales se identifican de forma separada en cada una de estas dos fuentes de datos y ofrecen estimaciones muy similares en lo que se refiere a la distribución de la tasa de temporalidad de las empresas.

Recuadro 3.5

LOS EFECTOS DE LA REFORMA LABORAL DE 2021 SOBRE LA PRODUCTIVIDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

otro lado, la Central de Balances del Banco de España proporciona información muy exhaustiva sobre el balance y la cuenta de resultados de las empresas, pero no dispone de información tan desagregada sobre el empleo de las empresas y sus características.

Tras la entrada en vigor de la reforma laboral, la temporalidad disminuyó de manera significativa en el conjunto de empresas que recurrían a contratos temporales, si bien la caída fue especialmente acusada entre aquellas que hacían un uso más intensivo de esta modalidad contractual. En particular, entre las empresas situadas en el cuartil superior de intensidad en el uso de la temporalidad, la proporción de empleo temporal había descendido en torno a 32 puntos porcentuales (pp) de media desde enero de 2022 respecto a los niveles previos a la reforma. Sin embargo, en los cuartiles intermedios, esta misma reducción fue de 16 pp, aproximadamente la mitad (véase gráfico 1.a). Con ello, la brecha de la tasa de temporalidad entre las empresas más intensivas en empleo temporal y aquellas con un uso más moderado se contrajo en 16 pp de media.

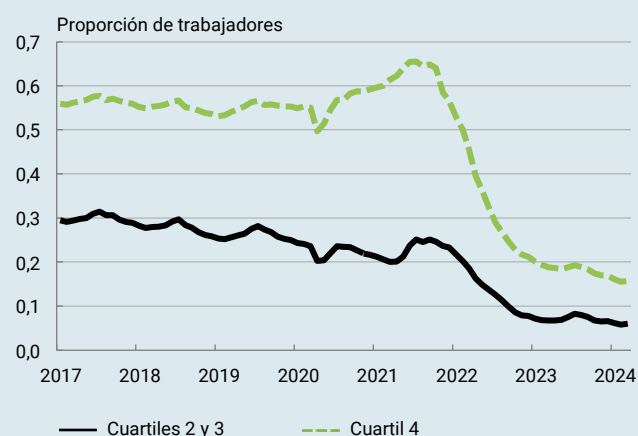
El ajuste en la composición del empleo también fue más intenso entre las empresas con un uso elevado de la

contratación temporal. Desde la entrada en vigor de la reforma, las empresas que utilizaban intensivamente los contratos temporales redujeron en 8 pp el empleo temporal respecto a las que utilizaban la temporalidad de manera moderada (véase gráfico 1.b). Esta reducción se vio compensada, principalmente, por una mayor creación de empleo indefinido con contratos ordinarios (4 pp más que las empresas con un uso moderado de la temporalidad), mientras que la aportación de los fijos discontinuos fue relativamente limitada (1 pp). En conjunto, las empresas que antes de la reforma tenían un uso elevado de la temporalidad redujeron el empleo de esta en torno a 3 pp respecto a las empresas con un uso moderado. Este efecto se explica íntegramente por una mayor destrucción de aquellas empresas que dependían más de la contratación temporal, y no por una disminución del empleo de la temporalidad entre las empresas que permanecen activas en el mercado, como se detallará posteriormente.

Para estudiar el efecto de la reforma laboral sobre la productividad de las empresas, se utiliza como indicador el valor añadido por trabajador a tiempo completo equivalente⁴.

Gráfico 1
Tasa de temporalidad y variación diferencial del empleo por tipo de contrato

1.a Tasa de temporalidad por cuartil de uso de contratos temporales



1.b Variación diferencial del empleo entre empresas de uso intenso y moderado de la temporalidad, por tipo de contrato



FUENTE: Registro de relaciones laborales del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. Véase Barceló, Caminero, Tagliati y Villanueva. "Firm level responses to sharp changes in the access to Fixed-Term Contracts". De próxima publicación.

4 La Central de Balances proporciona información sobre el número de personas empleadas equivalentes a tiempo completo. Durante la pandemia se utilizaron intensivamente los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE). Los empleados en ERTE contabilizan como si estuviesen trabajando, pero no generan producción, lo que distorsiona la medida de productividad. Para comparar, se estima la proporción de empleados de la empresa afectados por ERTE. Este ajuste permite contrastar de forma homogénea la evolución de la productividad entre empresas.

Recuadro 3.5

LOS EFECTOS DE LA REFORMA LABORAL DE 2021 SOBRE LA PRODUCTIVIDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

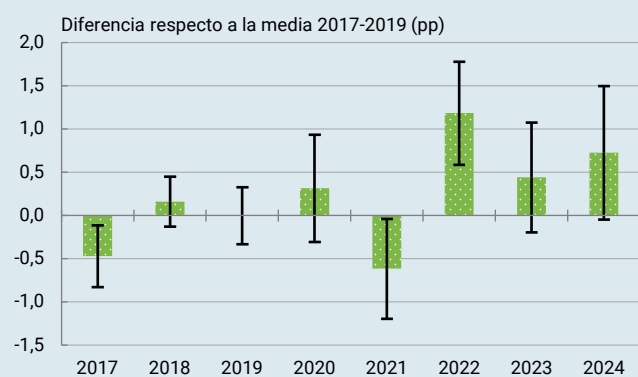
El gráfico 2.a muestra la evolución diferencial del crecimiento de la productividad en las empresas con un uso intensivo de la contratación temporal con respecto a aquellas que presentaban un uso más moderado, tomando como referencia la productividad media de cada empresa entre 2017 y 2019. El diferencial de productividad era pequeño y no estadísticamente distinto de cero entre 2017 y 2021, lo que sugiere que los dos grupos de empresas seguían patrones comparables antes de la reforma. Sin embargo, tras la reforma laboral de 2021, las empresas más intensivas en el uso del empleo temporal experimentaron un crecimiento de su productividad superior a las de uso moderado. En concreto, en 2022 la productividad entre las empresas con un uso intensivo de la temporalidad creció 1,2 pp más con respecto a 2017-2019 que entre las de uso moderado, mientras que dicho crecimiento diferencial se estima en 0,5 pp en 2023 y 0,7 pp en 2024 (véase gráfico 2.a). En conjunto, a lo largo del período 2022-2024 posterior a la reforma, el diferencial medio de crecimiento de la productividad entre las empresas con un uso intensivo de

la temporalidad fue de alrededor de 0,9 pp (error estándar de 0,2 pp)⁵. Este patrón indica que la limitación del uso de contratos temporales estuvo asociada a una mejora relativa de la productividad en las empresas más expuestas al cambio regulatorio.

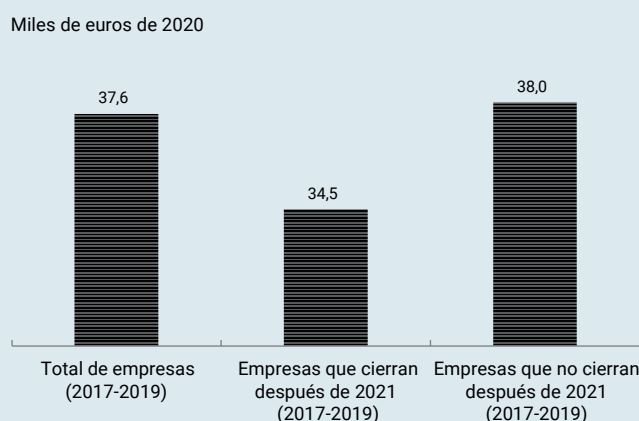
El mayor crecimiento de la productividad observado en las empresas más afectadas por la reforma es coherente con el primer canal mencionado anteriormente, vinculado a una mayor estabilidad laboral y a la consiguiente acumulación de capital humano específico en la empresa. En particular, las estimaciones disponibles sitúan el rendimiento del capital humano acumulado en el puesto de trabajo para aquellas personas empleadas con contrato indefinido —aproximado por el retorno salarial de la antigüedad— en torno al 2 % por año trabajado⁶. Así, si entre 2022 y 2024 la antigüedad/experiencia media en el puesto hubiera aumentado en una magnitud equivalente a dos años, ello implicaría —bajo el supuesto de que el retorno salarial asociado a la antigüedad como indefinido

Gráfico 2
Impacto de la reforma sobre la productividad de las empresas según su uso relativo de la contratación

2.a Diferencia en la ratio de valor añadido por empleado (ajustado por ERTE) entre empresas con uso intenso y moderado de la temporalidad



2.b Valor añadido por empleado (ajustado por ERTE) en distintos grupos de empresas con uso intensivo de la contratación temporal



FUENTE: Registro de la Central de Balances del Banco de España. Véase Barceló, Caminero, Tagliati y Villanueva. “Firm level responses to sharp changes in the access to Fixed-Term Contracts”. De próxima publicación.

5 Las regresiones tienen como variable dependiente la diferencia entre el logaritmo de la productividad de la empresa cada año y su media en el período 2017-2019. Como variables explicativas se incluyen indicadores de tamaño de la empresa y sector económico a un dígito y año, así como sus interacciones. Se incluyen también variables ficticias de región. Las estimaciones referentes a 2024 deben tomarse con cautela, ya que no incluyen la totalidad de las empresas que forman parte de la Central de Balances.

6 Véase García-Louzao, Hospido y Ruggieri (2023) para una estimación del rendimiento salarial asociado a la estabilidad en el empleo.

Recuadro 3.5

LOS EFECTOS DE LA REFORMA LABORAL DE 2021 SOBRE LA PRODUCTIVIDAD DE LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS (cont.)

se traslada uno a uno a incrementos de productividad— un aumento medio de la productividad de alrededor de 4 pp en ese período. Dado que, además, las empresas de uso intensivo de la temporalidad registraron un incremento diferencial medio de la contratación indefinida de 16 pp respecto a las de uso moderado (véase gráfico 1.a), este mecanismo sugiere un diferencial esperado de crecimiento de la productividad de aproximadamente 0,64 pp ($0,02 \times 2 \times 16$ pp) a favor de las primeras. Esta magnitud es del mismo orden que el diferencial de productividad estimado entre ambos grupos (0,9 pp).

En cuanto al segundo canal —el posible aumento de la formación proporcionada por las empresas—, no se observa un incremento diferencial de la inversión en formación en las empresas con un uso más intensivo de la temporalidad. No obstante, es necesario tener en cuenta que los datos sobre gastos de formación solo están disponibles para un subconjunto limitado de empresas de la Central de Balances, que podría no ser plenamente representativo de la muestra de empresas objeto de estudio⁷. De este modo, la evidencia disponible no permite extraer conclusiones firmes respecto a la operatividad de este mecanismo.

Finalmente, en lo relativo al canal del margen extensivo y la destrucción de empresas, conviene destacar que las estimaciones del efecto de la reforma sobre la productividad que se presentan se basan únicamente en las empresas que permanecen activas durante todo el período de análisis, por lo que captan exclusivamente la

evolución de la productividad dentro de las firmas supervivientes. Así, este enfoque no tiene en cuenta el mecanismo relacionado con la salida del mercado de aquellas empresas menos productivas, que también puede contribuir a aumentar la productividad agregada. Si las empresas con un mayor uso de la contratación temporal experimentaron tasas de cierre superiores tras la reforma —y si entre ellas predominaban las de menor productividad—, este proceso de selección operaría como un canal adicional, no recogido en las estimaciones basadas solo en empresas activas.

En el gráfico 2.b se analiza este mecanismo. En concreto, se muestra que las empresas con un uso más intensivo de la contratación temporal que cerraron tras la reforma presentaban, antes de 2021, productividades (valor añadido por empleado) sensiblemente inferiores a las de las empresas que permanecieron activas (34.500 frente a 38.000 euros, respectivamente). Además, tras la entrada en vigor de la reforma, la tasa de cierre fue más elevada entre las empresas con mayor dependencia del empleo temporal (10,7 %, frente al 8,5 % de las empresas con un uso moderado). Esta combinación —mayor probabilidad de desaparición y menor productividad— sugiere que la salida del mercado de estas empresas habría contribuido a incrementar la productividad media del conjunto de empresas con un uso intensivo de la temporalidad a través de un efecto composición, más allá del aumento de productividad de las empresas supervivientes que se ha documentado en este recuadro.

⁷ Una vez aplicados los mismos filtros de coherencia que en la muestra original, se dispone de tan solo 56 empresas en el grupo de control y 21 en el grupo de tratamiento. La información está disponible para empresas relativamente grandes, de en torno a 150 personas empleadas en términos equivalentes a tiempo completo, 10 veces más que en la muestra utilizada en el gráfico 2.a. Se implementa la misma regresión que se ha descrito en la nota 5, si bien la variable dependiente es el gasto de formación como porcentaje del valor de la producción.

Recuadro 3.6

LICITACIONES PÚBLICAS Y CRECIMIENTO DE LAS PYMES

Las licitaciones públicas constituyen un instrumento central de la intervención económica del sector público, con efectos significativos sobre la actividad productiva y la productividad agregada, principalmente a través de su impacto en el crecimiento empresarial y en la eficiencia asignativa de los recursos.

Mediante la contratación pública, el sector público canaliza una parte relevante de la demanda agregada hacia las empresas privadas, influyendo no solo en el nivel de actividad económica, sino también en la estructura y dinámica del tejido empresarial. Más allá de su impacto directo sobre las ventas, la contratación pública puede afectar de forma significativa a las decisiones de producción, financiación y crecimiento de las empresas adjudicatarias, en particular en contextos de fricciones financieras¹.

Para evaluar el impacto de la contratación pública sobre las empresas privadas, realizamos una estimación a nivel de empresa utilizando datos de adjudicaciones en España y en otros países comparables de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (para más detalles, véase el anejo de fuentes de datos del capítulo 3 de este Informe). Los resultados muestran que la obtención de una licitación pública tiene efectos dinámicos sobre las ventas de las empresas al sector privado. En concreto, en el año de la adjudicación se observa una reducción de las ventas privadas —un efecto de *crowding out*—, mientras que en los años posteriores se registra un aumento significativo de estas —un efecto de *crowding in*—. La inclusión de efectos fijos de empresa implica que el efecto estimado se identifica a partir de comparaciones dentro de la misma empresa, contrastando el crecimiento de sus ventas privadas en los períodos en los que obtiene una licitación con aquellos en los que no la obtiene.

En el caso de España, el impacto de las licitaciones públicas sobre las ventas privadas es sustancialmente mayor en las pequeñas y medianas empresas (pymes) que en las grandes empresas. Esta diferencia se observa tanto en la fase inicial de *crowding out* como en el posterior *crowding in* —con un impacto positivo de alrededor de 7 puntos porcentuales (pp) en las pymes, frente a aproximadamente 1 pp en el caso de las grandes empresas— (véase gráfico 1.a). Este patrón sugiere que las licitaciones públicas desempeñan un papel particularmente relevante como catalizador de crecimiento para las pymes españolas, mientras que esta heterogeneidad

por tamaño no se observa en otros países comparables de la UEM (véase gráfico 1.b).

Dicho patrón es consistente con un mecanismo basado en restricciones financieras. En el momento de la adjudicación, las empresas —y especialmente las pymes— deben reasignar recursos productivos y financieros para poder atender el nuevo contrato público. Dado su acceso limitado a financiación externa, esta reasignación se traduce inicialmente en una reducción de la actividad destinada al sector privado, lo que en el corto plazo da lugar al efecto de *crowding out*. En períodos posteriores, sin embargo, el contrato público pasa a desempeñar un papel clave como colateral implícito, mejorando el acceso de la empresa a financiación externa. Este canal, junto con los beneficios adicionales generados por el propio contrato, refuerza la capacidad de autofinanciación de la empresa y permite expandir nuevamente la producción dirigida al sector privado, dando lugar al efecto de *crowding in*.

En conjunto, este mecanismo favorece el crecimiento empresarial en el medio plazo y pone de manifiesto que la contratación pública beneficia de manera especialmente intensa a las pymes, que suelen enfrentar mayores restricciones financieras. En particular, la posibilidad de utilizar los contratos públicos como colateral refuerza su acceso a financiación externa y su capacidad de autofinanciación, amplificando sus oportunidades de crecimiento en mayor grado que en el caso de las grandes empresas. Además, en la medida en que estos efectos se concentran en pymes más productivas —que en términos generales están más restringidas financieramente por ser más jóvenes y disponer de menos colateral—, la contratación pública puede contribuir a mejorar la eficiencia asignativa y, en última instancia, la productividad agregada.

Este mayor impacto en las pymes españolas se concentra, además, en las licitaciones con mayor grado de competencia, lo que refuerza la idea de que un diseño competitivo de la contratación pública puede amplificar sus efectos sobre la eficiencia asignativa y la productividad agregada.

Para determinar el tipo de licitaciones en las que el impacto en las pymes es más intenso, examinamos cómo varía el efecto en función del número de ofertas recibidas en cada

1 Julian di Giovanni, Manuel García-Santana, Priit Jeenas, Enrique Moral-Benito y Josep Pijoan-Mas. (2025). "Buy Big or Buy Small? Procurement Policies, Firms' Financing, and the Macroeconomy". Staff Reports, 1006, Federal Reserve Bank of New York.

Recuadro 3.6

LICITACIONES PÚBLICAS Y CRECIMIENTO DE LAS PYMES (cont.)

licitación como aproximación del grado de competencia, comparando los resultados de aquellas licitaciones sin concurrencia —es decir, las que reciben una única oferta— con los de aquellas que presentan un nivel medio de concurrencia, definido como entre cuatro y seis ofertas.

Los resultados indican que el efecto de la obtención de una licitación pública sobre las ventas privadas se intensifica con el grado de concurrencia en el caso de las pymes

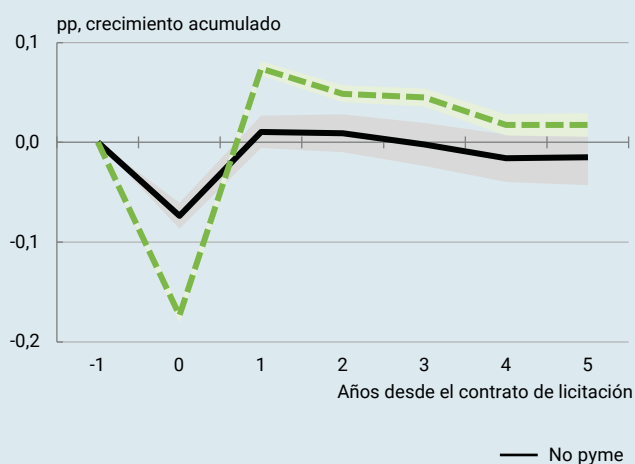
(véase gráfico 1.c). Este patrón es consistente con la idea de que la competencia en los procesos de adjudicación amplifica los efectos de la contratación pública sobre las empresas financieramente más restringidas, reforzando su papel como mecanismo de selección eficiente y de estímulo al crecimiento de las pymes.

Estos resultados subrayan el papel que el grado de concurrencia desempeña en las licitaciones públicas para

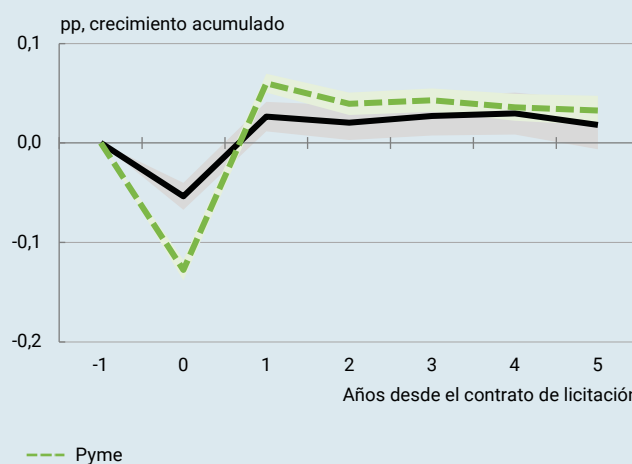
Gráfico 1

Impacto de las licitaciones públicas en el crecimiento de las pymes españolas y europeas

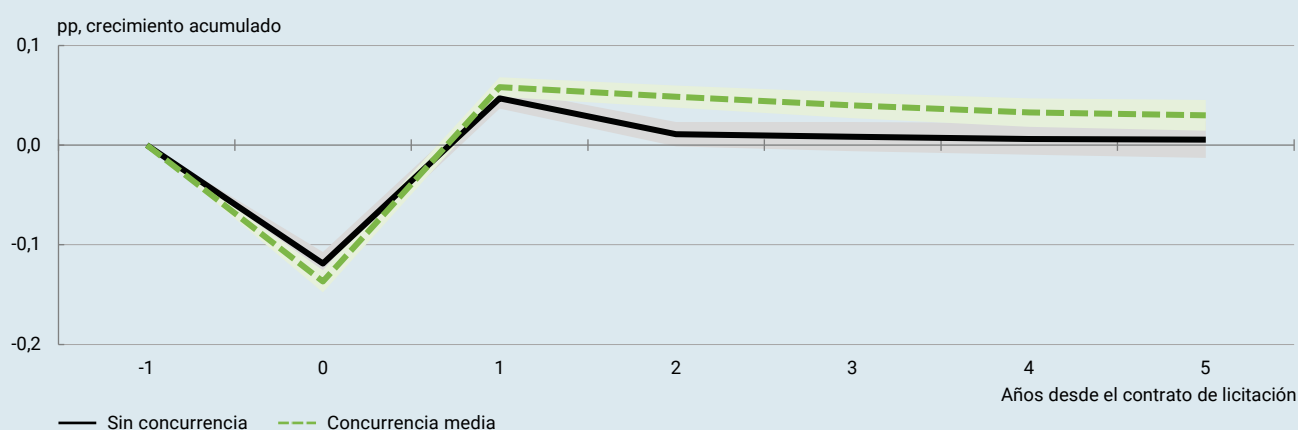
1.a Impacto en las ventas al sector privado de las empresas españolas, por tamaño empresarial (a)



1.b Impacto en las ventas al sector privado de las empresas de la UEM, por tamaño empresarial (a) (b)



1.c Impacto en las ventas al sector privado de las pymes españolas, por concurrencia (c)



FUENTES: Tenders Electronic Daily (TED) y Orbis.

- a Se definen como pymes las pequeñas y medianas empresas con menos de 250 empleados (véase el anejo metodológico del capítulo 3 de este Informe).
- b Los países incluidos son Alemania, Francia, Italia, Portugal y Bélgica.
- c «Sin concurrencia» se define como aquellas licitaciones que reciben una oferta. «Concurrencia media» se define como aquellas licitaciones que reciben entre cuatro y seis ofertas.

Recuadro 3.6

LICITACIONES PÚBLICAS Y CRECIMIENTO DE LAS PYMES (cont.)

la amplificación de los efectos positivos de la contratación pública, en particular en el caso de las pymes. A la luz de esta evidencia, resulta especialmente relevante analizar la evolución reciente de la intensidad competitiva en los procesos de contratación pública y su posible impacto sobre el acceso de las pymes a este mercado.

En España, las pymes afrontan barreras de entrada para acceder a las licitaciones públicas significativamente mayores (y crecientes) que en otros países de la UEM, en un contexto en el que, además, el porcentaje de licitaciones sin concurrencia ha aumentado de forma sostenida desde 2013.

La entrada en el mercado de la contratación pública conlleva la asunción de un coste fijo inicial que, en términos relativos, resulta más elevado para las empresas de menor tamaño. A modo ilustrativo, en 2019 entre el 18 % y el 34 % de las grandes empresas obtuvieron al menos un contrato público, frente a tan solo entre el 2 % y el 4 % de las pymes, lo que apunta a la existencia de barreras de acceso sustancialmente más elevadas para estas últimas. La evidencia muestra que este coste es significativamente mayor en España que en el resto de los países analizados y que, además, se ha intensificado desde 2013.

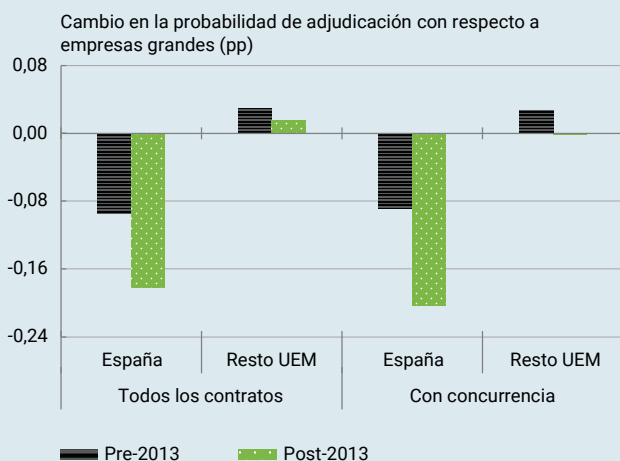
Desde esa fecha, la penalización asociada a ser una pyme —medida como el efecto marginal medio de ser pyme sobre la probabilidad de obtener un contrato, manteniendo constantes otras características empresariales— se ha ampliado de forma notable en España, mientras que no se observa una dinámica comparable en otros países de la UEM (véase gráfico 2.a).

Además, el porcentaje de licitaciones sin concurrencia ha pasado del 19 % en 2013 al 35 % en 2023 en España, algo por encima del incremento observado en el resto de los países de la UEM analizados (véase gráfico 2.b). Esta evolución apunta a una reducción de la intensidad competitiva en los procesos de contratación pública, un aspecto especialmente relevante a la vista de los resultados anteriores, que muestran que los mayores efectos positivos de la contratación pública —en particular para las pymes— se concentran en licitaciones con mayor concurrencia. En este escenario, el aumento de procedimientos sin concurrencia podría estar limitando el potencial dinamizador de la contratación pública sobre el crecimiento empresarial, especialmente en el caso de las empresas más pequeñas.

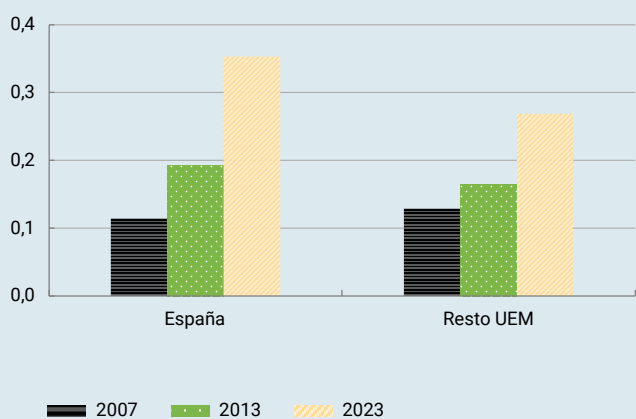
En conjunto, estos patrones sugieren que el aumento de las licitaciones sin concurrencia y el mayor coste relativo

Gráfico 2
Porcentaje de licitaciones sin concurrencia y dificultad de las pymes para acceder a licitaciones

2.a Penalización de las pymes en el acceso a contratos públicos (a)



2.b Proporción de licitaciones sin concurrencia



FUENTES: Tenders Electronic Daily (TED) y Orbis.

a La figura muestra los efectos marginales medios de ser una pequeña o mediana empresa sobre la probabilidad de obtener un contrato público. Esta probabilidad se estima mediante un modelo logit que controla por edad, tamaño, productividad y experiencia acumulada en la contratación pública. El modelo incluye efectos sectoriales y temporales específicos por país, y permite que los coeficientes difieran entre España y el resto de la UEM. Los efectos pueden interpretarse como la diferencia promedio en la probabilidad de adjudicación entre pymes y grandes empresas con características observables comparables.

Recuadro 3.6

LICITACIONES PÚBLICAS Y CRECIMIENTO DE LAS PYMES (cont.)

de acceso al mercado de la contratación pública para las pymes —particularmente acusado en España— podrían estar reduciendo la capacidad de la contratación pública para fomentar la competencia, aliviar las restricciones financieras y promover el crecimiento empresarial.

Estas barreras de acceso para las pymes resultan especialmente preocupantes en un contexto en el que las Administraciones Públicas españolas, tanto municipales

como autonómicas, presentan un marcado sesgo hacia la contratación pública con empresas locales. En concreto, la evidencia muestra que tanto corporaciones locales como comunidades autónomas favorecen de forma significativa a proveedores ubicados dentro de su propia jurisdicción, lo que reduce la competencia efectiva y puede amplificar las barreras de entrada para empresas no locales, incluidas muchas pymes².

2 Manuel García-Santana y Marta Santamaría. (2024). "Governments' Home Bias and Efficiency Losses: Evidence from National and Subnational Governments". CEPR Discussion Paper Series, 19256, Centre for Economic Policy Research.

ÍNDICE DE IMÁGENES

Chaflán de Cibeles. © Banco de España	PORTADA
Detalle escultórico, sala de lectura de la biblioteca, sede de Cibeles. Ana Amado. © Banco de España	9
Gobernador del Banco de España. Nina Prodanova. © Banco de España	9
Antiguo Salón de Cobradores del edificio Cibeles (detalle). © Banco de España. Realización Olga Guarddón	20
Antiguo Salón de Cobradores del edificio Cibeles (detalle). © Banco de España. Realización Olga Guarddón	126-127
Antiguo Salón de Cobradores del edificio Cibeles (detalle). © Banco de España. Realización Olga Guarddón	207-208

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2026
ISSN: 1579-8615 (edición electrónica)

SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Públicas	FSE	Fondo Social Europeo
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	ICO	Instituto de Crédito Oficial
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IFM	Instituciones financieras monetarias
BCE	Banco Central Europeo	IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
BCN	Bancos centrales nacionales	IIC	Instituciones de inversión colectiva
BE	Banco de España	INE	Instituto Nacional de Estadística
BOE	Boletín Oficial del Estado	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de precios de consumo
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de producción industrial
CE	Comisión Europea	IPRI	Índice de precios industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPSEBENE	Índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos
CCLL	Corporaciones Locales	ISFLSH	Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	IVA	Impuesto sobre el valor añadido
CEM	Confederación Española de Mutualidades	NEDD	Normas Especiales de Distribución de Datos del FMI
CFEE	Cuentas Financieras de la Economía Española	OBS	Obra benéfico-social
CFG	Crisis financiera global	OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	OIFM	Otras instituciones financieras monetarias
CNE	Contabilidad Nacional de España	OM	Orden ministerial
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
DEG	Derechos especiales de giro	OSR	Otros sectores residentes
DGSFP	Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones	PDE	Protocolo de Déficit Excesivo
DGT	Dirección General de Tráfico	PEC	Pacto de Estabilidad y Crecimiento
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	PIB	Producto interior bruto
EC	Entidades de crédito	PIBpm	Producto interior bruto a precios de mercado
EFC	Establecimientos financieros de crédito	PNB	Producto nacional bruto
Eonia	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (<i>Euro Overnight Index Average</i>)	RD	Real decreto
Euribor	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (<i>Euro Interbank Offered Rate</i>)	Sareb	Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria
Eurostat	Oficina de Estadística de las Comunidades Europeas	SCLV	Sistema de Compensación y Liquidación de Valores
EPA	Encuesta de Población Activa	SEC	Sistema Europeo de Cuentas
FAAF	Fondo para la Adquisición de Activos Financieros	SEPE	Servicio Público de Empleo Estatal
FEADER	Fondo Europeo Agrícola de Desarrollo Rural	SME	Sistema Monetario Europeo
FEAGA	Fondo Europeo Agrícola de Garantía	TAE	Tasa anual equivalente
FEDER	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	TEDR	Tipo efectivo definición restringida
FEOGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	UE	Unión Europea
FEP	Fondo Europeo de Pesca	UEM	Unión Económica y Monetaria
FFPP	Fondos de pensiones	UE-15	Países componentes de la Unión Europea a 30.4.2004
FGD	Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito	UE-25	Países componentes de la Unión Europea desde 1.5.2004
FIAMM	Fondos de inversión en activos del mercado monetario	UE-27	Países componentes de la Unión Europea desde 1.1.2007
FIM	Fondos de inversión mobiliaria	UE-28	Países componentes de la Unión Europea desde 1.7.2013
FMI	Fondo Monetario Internacional	VNA	Variación neta de activos
FMM	Fondos del mercado monetario	VNP	Variación neta de pasivos

SIGLAS DE PAÍSES Y MONEDAS

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

BE	Bélgica	EUR (euro)
BG	Bulgaria	BGN (leva búlgara)
CZ	República Checa	CZK (corona checa)
DK	Dinamarca	DKK (corona danesa)
DE	Alemania	EUR (euro)
EE	Estonia	EUR (euro)
IE	Irlanda	EUR (euro)
GR	Grecia	EUR (euro)
ES	España	EUR (euro)
FR	Francia	EUR (euro)
HR	Croacia	EUR (euro)
IT	Italia	EUR (euro)
CY	Chipre	EUR (euro)
LV	Letonia	EUR (euro)
LT	Lituania	EUR (euro)
LU	Luxemburgo	EUR (euro)
HU	Hungría	HUF (forinto húngaro)
MT	Malta	EUR (euro)
NL	Países Bajos	EUR (euro)
AT	Austria	EUR (euro)
PL	Polonia	PLN (esloti polaco)
PT	Portugal	EUR (euro)
RO	Rumanía	RON (nuevo leu rumano)
SI	Eslovenia	EUR (euro)
SK	Eslovaquia	EUR (euro)
FI	Finlandia	EUR (euro)
SE	Suecia	SEK (corona sueca)
UK	Reino Unido	GBP (libra esterlina)
JP	Japón	JPY (yen japonés)
US	Estados Unidos	USD (dólar estadounidense)

ABREVIATURAS Y SIGNOS

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
m€/me	Millones de euros.
mm	Miles de millones.
A	Avance.
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
pb	Puntos básicos.
pp	Puntos porcentuales.
SO	Serie original.
SD	Serie desestacionalizada.
T _j ⁱ	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m _j	Tasa de crecimiento básico de período j.
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
0,0	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.