

INFORME ANUAL

2023

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema



## INFORME ANUAL 2023

<https://doi.org/10.53479/36512>

Fecha de cierre de datos: 26 de abril de 2024.  
Fecha de publicación: 30 de abril de 2024.

# 1

## LA RESILIENCIA DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA EN EL CONTEXTO EUROPEO

**Ideas principales** 49

**1 Introducción** 50

**2 Contexto económico global y de la Unión  
Económica y Monetaria** 53

**3 La política monetaria del Banco Central  
Europeo y su traslación a las  
condiciones de financiación** 60

**4 La economía española** 70

**Bibliografía** 95

Recuadros

- 1.1** Una cuantificación de los determinantes de las sorpresas en la previsión de crecimiento del PIB en 2023 97
- 1.2** La vulnerabilidad de los hogares y las empresas ante el endurecimiento de las condiciones de financiación 101

# 2

## RETOS ESTRUCTURALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

**Ideas principales** 106

**1 Introducción** 107

**2 Productividad** 109

**3 Tamaño y demografía empresarial** 112

**4 Capital humano** 118

**5 Inversión en capital e innovación** 125

**6 Marco institucional** 130

**7 Envejecimiento poblacional** 132

**8 Desigualdad y bolsas de vulnerabilidad  
en los hogares** 138

**9 Cuentas públicas** 143

- 9.1 Dinámicas recientes 143
- 9.2 Retos del sistema público de pensiones 146
- 9.3 Nuevas reglas fiscales europeas 150
- 9.4 Plan de consolidación fiscal 153

**10 Transición ecológica** 158

**Bibliografía** 163

Recuadros

- 2.1** Los efectos heterogéneos de la inflación sobre la recaudación por IRPF 169
- 2.2** Los nuevos incentivos a retrasar la jubilación y el gasto en pensiones de la Seguridad Social 173

# 3

## EL MERCADO DE TRABAJO ESPAÑOL: SITUACIÓN ACTUAL, TENDENCIAS ESTRUCTURALES Y POLÍTICAS DE EMPLEO

**Ideas principales** 180

**1 Introducción** 181

**2 Situación actual del mercado de trabajo  
español** 183

- 2.1 Empleo (en número de personas) 183
- 2.2 Algunos rasgos relevantes de la composición del empleo 185
- 2.3 Empleo (horas trabajadas) 189
- 2.4 Productividad, remuneración por asalariado y costes laborales unitarios 191
- 2.5 Tasa de paro e indicadores de tensionamiento en el mercado de trabajo 197

**3 Las consecuencias laborales de los cambios  
tecnológicos y demográficos** 201

- 3.1 Nuevas tecnologías, organización del trabajo, empleo y salarios 201
- 3.2 El envejecimiento de la población trabajadora 206

**4 Políticas de empleo** 212

- 4.1 Políticas activas y pasivas de empleo 212
- 4.2 Otros elementos institucionales del mercado de trabajo 218

**Bibliografía** 223

Recuadros

- 3.1** El comportamiento reciente de la tasa de temporalidad y de otros indicadores que aproximan el grado de estabilidad del empleo 226

# 4

## EL MERCADO DE LA VIVIENDA EN ESPAÑA: EVOLUCIÓN RECENTE, RIESGOS Y PROBLEMAS DE ACCESIBILIDAD

**Ideas principales** 232

**1 Introducción** 233

**2 Evolución reciente del mercado  
de la vivienda** 234

- 2.1 El mercado de la compraventa de viviendas 234
- 2.2 El mercado del alquiler residencial 238

**3 Los principales determinantes  
de las dinámicas observadas** 242

- 3.1 El impulso de la demanda de vivienda 242
- 3.2 La rigidez de la oferta de vivienda 250

**4 Implicaciones de las dinámicas observadas  
para la estabilidad financiera** 256

**5 Los problemas de acceso a la vivienda** 261

- 5.1 El acceso a la vivienda por parte de los jóvenes 261
- 5.2 El acceso a la vivienda en propiedad 264
- 5.3 El esfuerzo asociado al alquiler 268

**6 El reto de las políticas públicas y el acceso  
a la vivienda** 273

- 6.1 Implicaciones económicas y sociales 273
- 6.2 Las políticas públicas 276
  - 6.2.1 Medidas recientes adoptadas por las Administraciones Públicas 277
  - 6.2.2 Una valoración preliminar de las medidas adoptadas basada en la evidencia de la literatura económica 279
  - 6.2.3 Posibles actuaciones futuras 282

**Bibliografía** 288

Recuadros

- 4.1** El mercado inmobiliario comercial y sus implicaciones para la estabilidad financiera 292

- 4.2** Un análisis de políticas públicas alternativas para reducir los problemas de acceso a la vivienda 296

---

Índice de imágenes 301

Publicaciones del Banco de España 302

Siglas, abreviaturas y signos utilizados 303

## ÍNDICE DE CUADROS

- 1.1 Las autoridades han presentado un amplio programa de medidas destinado a contrarrestar los efectos del encarecimiento de diversos bienes y servicios sobre las rentas de hogares y empresas. En su conjunto, estas medidas habrían tenido un coste presupuestario de entre 48.300 mm y 57.100 mm de euros durante el período 2021-2025 (entre un 3,5 % y un 4,1 % del PIB) 86

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.1 La actividad económica global estuvo condicionada por la caída de los precios energéticos, la normalización de los cuellos de botella y el endurecimiento de la política monetaria 54
- 1.2 La actividad económica mundial se desaceleró ligeramente en 2023, aunque mostró una notable heterogeneidad entre áreas, al tiempo que la inflación general sigue cayendo 56
- 1.3 En el transcurso de 2023, el BCE fue ralentizando el ritmo de subidas de los tipos de interés oficiales, hasta alcanzar el 4 % en septiembre, nivel que se mantiene desde entonces 61
- 1.4 En el último trimestre de 2023 se produjo un cambio de expectativas en los mercados financieros, que contemplan un adelanto del momento de las primeras bajadas de los tipos de interés oficiales 62
- 1.5 El incremento del coste del nuevo crédito perdió intensidad en la segunda mitad de 2023. El aumento acumulado desde diciembre de 2021 hasta octubre de 2023 fue menos intenso en España que en la UEM y menor de lo que sugerirían las regularidades históricas 64
- 1.6 La oferta y la demanda de crédito en España siguieron contrayéndose en 2023, si bien en el último trimestre del año la oferta de crédito dejó de hacerlo en la mayoría de los segmentos 66
- 1.7 Las ratios de endeudamiento de los hogares y de las empresas han seguido descendiendo y se sitúan ya en niveles cercanos a los de comienzos de siglo y por debajo de las registradas en la zona del euro 68
- 1.8 El dinamismo de la actividad en España, más intenso en términos agregados que en términos per cápita, ha mostrado una cierta resiliencia en los últimos trimestres y ha sido superior al del resto de la UEM 71
- 1.9 La economía española registró tasas de crecimiento del PIB superiores a las del área del euro en 2023, debido principalmente a factores de naturaleza nacional, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta 72

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 1.10 El empleo exhibió un dinamismo elevado en 2023, lo que permitió que superase sus niveles prepandemia. Sin embargo, esta fortaleza de la ocupación se tradujo en un retroceso de la productividad aparente del trabajo 74
- 1.11 El consumo fue el principal motor del crecimiento en 2023. Destacó el avance en aquellas partidas de gasto que partían de niveles más alejados a los previos a la pandemia 76
- 1.12 España es la única economía de la UEM que registró retrocesos en la inversión en equipo pese a presentar una brecha negativa respecto a los niveles de 2019 77
- 1.13 El turismo receptor de España se estaría diversificando tanto temporal como geográficamente respecto al período prepandemia 78
- 1.14 Las exportaciones españolas de bienes a Alemania habrían registrado un notable dinamismo en 2023, en un contexto de leve mejora en los indicadores de competitividad respecto al área del euro 79
- 1.15 La corrección del déficit de las AAPP españolas se moderó en 2023, con una aportación notablemente menor del ciclo económico y un tono de la política fiscal aproximadamente neutral 82
- 1.16 La estructura productiva de la economía española ha evolucionado hacia una mayor terciarización 84
- 1.17 En España, la inflación ha proseguido su senda de desaceleración a lo largo de 2023, debido, principalmente, al componente energético 85
- 1.18 La senda de desaceleración de la inflación a lo largo de 2023 fue más acusada de lo previsto a finales de 2022, debido, principalmente, a las caídas no anticipadas que registraron los precios de la energía 88
- 1.19 Los CLU aumentaron de forma significativa en 2023, en un contexto de caídas de la productividad, mientras que los excedentes unitarios registraron una acusada ralentización 91
- 2.1 La economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad más acusada que la registrada en otros países desarrollados. Entre los factores que lo explican destacan su reducido crecimiento en las empresas activas y la escasa aportación de la creación neta de empresas 110
- 2.2 La menor tasa de rotación de España, en comparación con la UE, se debe tanto a una menor tasa de creación como a una menor tasa de salida de empresas 114
- 2.3 El retorno económico de la educación es elevado y positivo; además, parece estar aumentando con el tiempo. En el ámbito de la formación universitaria pública presencial, la oferta parece estar reaccionando de manera muy limitada a las necesidades de la demanda 119
- 2.4 En el período más reciente, la inversión en activos intangibles y en TIC en España ha mostrado un destacado vigor, frente a la debilidad de la inversión en maquinaria y equipo 127
- 2.5 Las dinámicas demográficas en España se han caracterizado por una caída significativa tanto de la tasa de fecundidad como de la tasa de mortalidad. Asimismo, la esperanza de vida en buena salud está por detrás de las de Alemania, Francia e Italia 133
- 2.6 Las llegadas netas de extranjeros se han convertido prácticamente en la única fuente de crecimiento de la población residente en España en los últimos años 135
- 2.7 Para el conjunto de países europeos y norteamericanos considerados, en 2019 el nivel de desigualdad de la renta disponible en España era de los más elevados, solo superado por el de Estados Unidos. Sin embargo, tras la crisis sanitaria, la desigualdad de la renta ha disminuido de forma significativa en nuestro país 139
- 2.8 La correlación entre los años de educación de padres e hijos adultos ha caído a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, lo que indica un

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- aumento de la movilidad intergeneracional y, con ello, de la igualdad de oportunidades. Pero se aprecia una notable heterogeneidad entre municipios y provincias en cuanto a la magnitud de esta correlación 141
- 2.9 El incremento del endeudamiento público en los últimos años ha sido especialmente acusado en España en comparación con la UEM. El desequilibrio fiscal de las AAPP españolas tiene un elevado componente estructural 144
- 2.10 Se espera que la tendencia al alza del gasto en pensiones se prolongue en las próximas décadas 147
- 2.11 Las nuevas reglas fiscales podrían implicar, en los próximos años, ajustes fiscales significativos en algunos países (programa de ajuste de siete años) 152
- 2.12 Las dinámicas macroeconómicas y fiscales de la economía española ponen de manifiesto la necesidad de implementar, sin demora, un plan de consolidación presupuestaria a medio plazo que refuerce la sostenibilidad de las finanzas públicas 154
- 2.13 La eficiencia energética redunda en un menor impacto sobre la actividad de un aumento de los precios energéticos 161
- 3.1 El buen comportamiento del mercado de trabajo tras la crisis es cualitativamente parecido en España y la zona del euro. En ambas zonas, el empleo creció en mayor medida que el PIB 184
- 3.2 Durante la pandemia, las tasas de empleo disminuyeron y las tasas de paro aumentaron mucho menos de lo que cabría haber esperado tras la fuerte caída que experimentó la actividad económica 185
- 3.3 El empleo ha mostrado un comportamiento distinto por sectores de actividad y por ocupación, debido, en parte, a la necesaria reasignación del empleo durante la pandemia 186
- 3.4 Las tasas de empleo han crecido más en CCAA donde eran más bajas, en especial por la contribución del grupo de población con niveles educativos altos 187
- 3.5 Otros factores que han contribuido al dinamismo del empleo han sido el empleo público y la llegada de inmigrantes 188
- 3.6 Frente al considerable dinamismo del número de ocupados, la recuperación de las horas totales trabajadas ha sido más modesta 189
- 3.7 Las horas trabajadas por ocupado en España y en la UEM-19 muestran un crecimiento moderado tras la pandemia, todavía lastradas por una elevada incidencia de las bajas laborales por enfermedad 190
- 3.8 La productividad se mantiene estancada en los niveles de 2019, tanto en España como en la zona del euro, y disminuyó en 2023 192
- 3.9 La remuneración por asalariado aumentó un 5,3 % en 2023, con un crecimiento importante de los sueldos y una aportación apreciable de las cotizaciones sociales. En términos reales, la remuneración por asalariado avanzó de forma más moderada 193
- 3.10 El mayor crecimiento de los CLU en 2023 se debió tanto a un aumento de la remuneración por asalariado como a una caída de la productividad 195
- 3.11 Existe una asociación positiva entre salarios y productividad, a pesar de que desde 1990 se observa un menor crecimiento agregado de los salarios que de la productividad 196
- 3.12 El paro juvenil sigue siendo casi el doble que el del resto de la población. Esta diferencia es algo más marcada entre los varones 198
- 3.13 La disponibilidad de mano de obra es un factor limitativo de la actividad empresarial. La tasa de vacantes ha aumentado en España y en la UE-27 199
- 3.14 El empleo ha aumentado más en aquellas ocupaciones más expuestas a los desarrollos de la robótica y la IA, cuyo impacto sobre los salarios depende de su complementariedad con las cualificaciones profesionales de los trabajadores 203

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 3.15 La disminución de la tasa de natalidad entre 1977 y 1997 y el alargamiento de la vida laboral han supuesto un aumento significativo de las edades medias de los ocupados 207
- 3.16 El envejecimiento de la población trabajadora española implica un lastre para el crecimiento de la tasa agregada de empleo durante las próximas décadas 208
- 3.17 Las tasas de empleo juvenil son más elevadas en aquellos países donde las tasas de empleo de la población cercana a la edad de jubilación también son más elevadas 210
- 3.18 En España, la cobertura de las prestaciones por desempleo en relación con la tasa de paro es relativamente baja, mientras que la tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo es relativamente alta en el contexto de la UE 213
- 3.19 La cobertura de las políticas activas en relación con la tasa de paro es relativamente baja, tanto en participantes en sus programas como en gasto 215
- 3.20 Las indemnizaciones por despidos procedentes en España son relativamente elevadas en el contexto internacional. El coste adicional para un despido improcedente no está, sin embargo, entre los más altos 220
- 3.21 Las ganancias de productividad permiten duraciones de la jornada laboral más reducidas y salarios más elevados. Por ello, a escala internacional se observa una correlación negativa entre ambas variables 221
- 4.1 Las compraventas de vivienda se han reducido recientemente, pero se mantienen en niveles históricamente elevados, destacando el dinamismo del mercado de segunda mano 235
- 4.2 Los precios medios de la vivienda muestran una notable recuperación desde 2014, si bien en términos reales se sitúan un 28,5 % por debajo de su máximo de 2007 237
- 4.3 El crecimiento del precio de la vivienda presenta una elevada heterogeneidad geográfica a nivel municipal, frente a una menor dispersión en el crecimiento del precio del alquiler 237
- 4.4 La proporción de hogares que residen en una vivienda de alquiler ha mostrado un notable crecimiento durante la última década, impulsado por la relevancia creciente de este mercado entre los más jóvenes 239
- 4.5 La producción de viviendas nuevas se encuentra desde 2022 sensiblemente por debajo de las dinámicas demográficas 243
- 4.6 El menor dinamismo de las viviendas terminadas en relación con la creación neta de hogares da como resultado desde 2022 un déficit de vivienda nueva, concentrado en determinadas CCAA 244
- 4.7 Los saldos migratorios del exterior impulsan un crecimiento demográfico que se intensifica en las áreas urbanas 244
- 4.8 Los municipios con mayores aumentos de población han registrado incrementos más acentuados de los precios de venta y alquiler de vivienda 246
- 4.9 Aumenta la proporción de trabajadores que residen en áreas distintas a su lugar de trabajo, incrementando la movilidad y la necesidad de infraestructuras de transporte 247
- 4.10 Las compraventas de vivienda de extranjeros no residentes se encuentran concentradas en la costa mediterránea y las islas 247
- 4.11 Los municipios con menor disponibilidad de suelo para la edificación tienden a presentar incrementos más acentuados de los precios de venta y alquiler de vivienda 253
- 4.12 El alquiler turístico ha alcanzado un peso relativo relevante en determinadas áreas urbanas y en los distritos céntricos de las grandes ciudades con elevada actividad turística 255
- 4.13 El indicador sintético de riesgos se sitúa actualmente en un nivel moderado 257
- 4.14 Los indicadores de desequilibrios de los precios de la vivienda evidencian un grado moderado de sobrevaloración 257
- 4.15 No se observan actualmente indicios de sobredimensionamiento de la actividad en los mercados inmobiliario e hipotecario 258

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

- 4.16 Los estándares de concesión hipotecaria en relación con el precio de la vivienda y con el valor de la garantía hipotecaria se mantienen en niveles prudentes 259
- 4.17 El retraso en la emancipación de las cohortes nacidas a partir de 1980 sugiere un incremento de los problemas de accesibilidad a la vivienda, tanto de compra como de alquiler, por parte de los jóvenes 262
- 4.18 En la última década, los jóvenes españoles destacan tanto por un significativo retraso en su emancipación como por el aumento del régimen de tenencia en alquiler 263
- 4.19 Los indicadores que aproximan el esfuerzo teórico asociado a la compra de vivienda se mantienen en niveles elevados desde una perspectiva histórica 265
- 4.20 Los problemas de acceso a la vivienda en propiedad presentan una elevada heterogeneidad geográfica 266
- 4.21 El acceso a la vivienda en propiedad se deteriora por un crecimiento de los precios mayor que la dinámica de las rentas y la subida de los costes de financiación 267
- 4.22 La sobrecarga que supone el gasto en vivienda se concentra en el mercado del alquiler, donde destaca la peor situación de España en el conjunto de las grandes economías europeas 269
- 4.23 Los hogares que residen en alquiler dedican una mayor proporción de su renta al gasto en vivienda que el conjunto de hogares hipotecados. Este esfuerzo es sustancialmente mayor y creciente entre los colectivos en alquiler con rentas más bajas 270
- 4.24 El esfuerzo asociado al gasto en vivienda de alquiler presenta una elevada heterogeneidad geográfica 271
- 4.25 Las rentabilidades brutas del alquiler tienden a ser más elevadas en los municipios con una menor renta media de los hogares 272
- 4.26 España presenta, entre el conjunto de economías de la UE-27, la mayor proporción de personas en el mercado del alquiler que se encuentran en una situación de pobreza o de exclusión social 274
- 4.27 El incremento en el esfuerzo asociado a la vivienda coincide con una menor acumulación de riqueza neta mediana entre los hogares jóvenes en relación con la acumulación observada por las cohortes previas 275
- 4.28 España destaca entre las economías avanzadas por la escasa disponibilidad de vivienda de alquiler social 283



## Presentación del gobernador Pablo Hernández de Cos

El *Informe Anual* del Banco de España presenta un balance de la evolución de la economía española en 2023 y en la parte transcurrida de este año, dentro del contexto global y europeo, así como una valoración de las perspectivas y de los principales riesgos a corto y medio plazo (véase capítulo 1). Con una visión de más largo plazo, desgrana los principales retos estructurales a los que se enfrenta y que continúan lastrando el proceso de convergencia con la Unión Económica y Monetaria (UEM) en las últimas décadas, así como las políticas y reformas necesarias para revertir este retraso (véase capítulo 2).

El Informe incluye, además, dos capítulos temáticos. El primero se centra en el mercado laboral en España. Tras revisar los desarrollos recientes, analiza los retos asociados a los cambios tecnológicos y demográficos en curso —comunes a otras economías avanzadas—, y discute la situación actual de las políticas laborales y posibles líneas de mejora para abordar tanto estos retos como aquellos más idiosincráticos de nuestro mercado laboral, como es una tasa de paro persistentemente más elevada que la de otros países de nuestro entorno (véase capítulo 3). El segundo analiza la situación del mercado de la vivienda en España, describiendo su evolución reciente y los riesgos asociados para la estabilidad financiera. Asimismo, analiza los problemas de accesibilidad a la vivienda de los últimos años y examina posibles líneas de actuación para hacerles frente.

El *Informe Anual* complementa, de esta forma, el análisis específico que realiza el Banco de España sobre el sector financiero español y que se concreta en la elaboración semestral del *Informe de Estabilidad Financiera*, el último de los cuales se publicó el pasado mes de abril.

## Los desarrollos macroeconómicos recientes

El devenir de la economía mundial en 2023 estuvo caracterizado por un dinamismo mayor del esperado, a pesar del tono restrictivo de la política monetaria y de la elevada incertidumbre geopolítica. Esta resistencia, que ha sido heterogénea por áreas geográficas, se ha basado, en parte, en el vigor del empleo observado en la mayoría de las economías y, en algunas regiones, en el apoyo de la política fiscal.

Es destacable también la moderación de la inflación, impulsada principalmente por la caída de los precios de las materias primas energéticas, la disipación de las perturbaciones de oferta registradas en los últimos años y el endurecimiento de las políticas monetarias. En este contexto, los bancos centrales de las economías emergentes comenzaron a reducir el tono restrictivo de su política monetaria, al tiempo que los de las principales economías avanzadas pausaron su ciclo de subidas de los tipos de interés.

En el área del euro, sin embargo, la actividad económica mostró una clara debilidad, destacando la atonía de la economía alemana, que incluso experimentó una ligera contracción. La inflación evolucionó mejor de lo previsto y acumula una caída de 8,2 puntos porcentuales (pp) desde octubre de 2022 (2,8 pp desde marzo de 2023 en el caso de la subyacente), en un contexto en el que la política monetaria del BCE —que situó el tipo de la facilidad de depósito en el 4% en septiembre— continuó transmitiéndose con fuerza a las condiciones de financiación.

En este entorno de endurecimiento de la política monetaria, debilidad del crecimiento en el área del euro y elevada incertidumbre, la economía española destacó por registrar un crecimiento significativamente por encima de la media del área del euro y de las expectativas iniciales. En particular, el crecimiento del PIB en España fue del 2,5%, frente al 0,4% en el conjunto de la UEM. Como resultado, a finales de 2023 el nivel de PIB se hallaba en torno a un 3% por encima del nivel prepandemia. No obstante, en términos per cápita, el PIB se situaba en España apenas un 0,3% por encima de su nivel de finales de 2019 —en un contexto de elevados flujos de inmigración en los dos últimos años—, en contraste con lo observado en la UEM, donde el PIB per cápita se encontraba un 2% por encima de su nivel previo a la pandemia.

El elevado dinamismo del gasto de los hogares —apoyado por la fortaleza en la creación de empleo en un contexto de retrocesos en la productividad—, del consumo público y de la

demanda externa fue el principal soporte del crecimiento del PIB, mientras que la inversión empresarial mostró una notable atonía. Los elevados ritmos de avance de los servicios vinculados al turismo explicaron en torno a la mitad del crecimiento de 2023.

En paralelo, se ha seguido produciendo un descenso del endeudamiento del sector privado, que acumula ya una caída de 94 pp de PIB desde el máximo alcanzado en 2010. Asimismo, se registró un incremento del superávit por cuenta corriente y una reducción de 7 pp en la posición deudora internacional, hasta el 52,8 % del PIB, 45 pp inferior al máximo alcanzado en 2014. Por su parte, se redujo el déficit y la deuda pública en porcentaje del PIB, que se mantienen, en todo caso, en niveles elevados.

La senda de moderación de la inflación, iniciada en el tercer trimestre de 2022, se prolongó a lo largo de 2023. La reducción de los precios de la energía fue el principal determinante de estos desarrollos, mientras que la moderación de la inflación de los alimentos y de la inflación subyacente fue más gradual. Asimismo, la ralentización de los excedentes unitarios amortiguó el impacto del dinamismo de la remuneración por asalariado.

### Las perspectivas para los próximos años

En un entorno de elevada incertidumbre geopolítica, las perspectivas anticipan una estabilización del crecimiento económico mundial en el entorno del 3,2 % en los próximos años, significativamente inferior al observado en las dos últimas décadas (del 3,8 %). Además, seguiría habiendo cierta disparidad entre regiones y la inflación global continuaría moderándose.

En cuanto al área del euro, las proyecciones de los expertos del Banco Central Europeo (BCE) anticipan una recuperación lenta y gradual, hasta el 0,6 % en 2024 y en el entorno del 1,5 % en 2025 y 2026, que se apoyaría, sobre todo, en el consumo privado, favorecido por el incremento de la renta real de los hogares derivado de crecimientos salariales robustos y de descensos en la inflación. También se prevé que se mantenga el dinamismo del consumo público y una evolución favorable de la demanda externa, en un contexto de mejora de los términos de intercambio del área. La política monetaria ejercería gradualmente un menor grado de restricción, de acuerdo con las expectativas de los mercados financieros. En todo caso, los riesgos para este escenario de crecimiento económico están sesgados a la baja, en particular asociados a la guerra de Ucrania y el conflicto en Oriente Próximo.

Respecto a la inflación, se prevé que la desaceleración continúe en los próximos trimestres, si bien en 2024 el descenso sería más lento debido a efectos base al alza, a la retirada gradual de las medidas fiscales adoptadas durante la crisis energética y a la mayor persistencia de la inflación de los servicios, en línea con los patrones históricos. Con todo, las proyecciones contemplan que la inflación se modere hasta el 2,3 % en 2024, y hasta el entorno del 2 % tanto en 2025 como en 2026, en consonancia con el objetivo de inflación de medio plazo del BCE. Asimismo, los riesgos en torno a estas proyecciones de inflación se encuentran equilibrados.

En este contexto, el Consejo de Gobierno del BCE considera que, si se mantienen estas perspectivas de inflación, sería conveniente empezar a reducir en junio el actual nivel de restricción de la política monetaria. En cualquier caso, dado el nivel de incertidumbre existente, seguiremos aplicando un enfoque dependiente de los datos y en el que las decisiones se adoptan en cada reunión, sin comprometerlos de antemano con una senda concreta de tipos.

En cuanto a la economía española, de acuerdo con las [últimas proyecciones del Banco de España](#), se prevé que la tasa de avance del PIB disminuya del 2,5 % en 2023 al 1,9 % en 2024 y 2025, y al 1,7 % en 2026, por encima del crecimiento potencial.

Entre los factores de soporte que subyacen a estas perspectivas, cabe destacar la reactivación paulatina de la economía europea, la disipación gradual del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad, la recuperación de las rentas reales de los agentes económicos, el crecimiento poblacional previsto y el impulso fiscal proveniente del programa *Next Generation EU* (NGEU).

En sentido contrario, la acusada debilidad de la inversión y el pobre desempeño de la productividad, así como el agotamiento de algunos vientos de cola que han impulsado recientemente el crecimiento —relacionados con la intensa corrección de algunas de las perturbaciones de oferta negativas que lastraron la actividad en 2021 y 2022—, incidirán negativamente sobre el ritmo de avance futuro de la actividad.

En todo caso, estas proyecciones están rodeadas de una elevada incertidumbre.

En primer lugar, cabe destacar, como en el caso del área del euro, la procedente de las tensiones geopolíticas.

En segundo lugar, dada la persistencia de un alto déficit público estructural y una deuda pública elevada, el cumplimiento de las nuevas reglas fiscales europeas requerirá la implementación

de un plan de consolidación fiscal que permita una corrección gradual de estos desequilibrios. El cumplimiento estricto de las reglas europeas es fundamental para reducir esta vulnerabilidad de la economía española, si bien el impacto de dicho plan de ajuste acarrearía, previsiblemente, un grado de dinamismo de la actividad menor del esperado. Un efecto que se podría amortiguar con una composición del ajuste que favorezca el crecimiento potencial de la economía y su acompañamiento con un paquete de reformas estructurales ambiciosas y las inversiones necesarias para mejorar la capacidad de crecimiento —respaldadas por la plena implementación del programa NGEU—.

En tercer lugar, los costes laborales unitarios vienen mostrando un elevado crecimiento, a pesar de que se mantiene un repunte moderado en los salarios negociados (en línea con las recomendaciones fijadas en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva). Esto se debe a que en los últimos trimestres la remuneración por asalariado en la economía de mercado ha venido registrando aumentos superiores a los incrementos salariales pactados en convenio. Este crecimiento de la remuneración, en un entorno de incremento de los costes laborales no salariales (por ejemplo, cotizaciones sociales) y débil comportamiento de la productividad, ha generado aumentos de los costes laborales unitarios por encima de los observados en el resto de la UEM desde el inicio de la pandemia, lo que podría acabar afectando a la competitividad-precio de las empresas españolas.

En cuarto lugar, de acuerdo con los resultados de las últimas olas de la [Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial](#) (EBAE), las empresas han percibido en los últimos trimestres un aumento de la incertidumbre sobre la política económica que estaría afectando negativamente a un 58 % de las compañías, de forma que este se ha convertido en el principal factor condicionante de la actividad reportado por estas. De mantenerse, estas dinámicas podrían llegar a incidir negativamente sobre las decisiones de inversión empresarial, en un contexto en el que esta se ha mantenido muy débil en los últimos años, y sobre la senda de crecimiento futuro.

Finalmente, las proyecciones están particularmente condicionadas por el ritmo de ejecución del programa NGEU, cuyo impulso se espera que gane tracción en 2024 y 2025.

## **Los retos estructurales de la economía española y el papel de las políticas económicas**

Más allá de las perspectivas a corto y medio plazo, la capacidad de crecimiento de la economía española en los próximos años se verá muy condicionada por un conjunto de retos estructurales

de gran envergadura. Entre estos destacan el impulsar el crecimiento de la productividad, reducir la elevada tasa de paro estructural, garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas, disminuir las vulnerabilidades de ciertos segmentos de hogares —en particular en relación con la accesibilidad a la vivienda—, afrontar los múltiples desafíos que plantea la transición ecológica, y seguir reforzando la capacidad de resiliencia de nuestro sistema financiero. Al mismo tiempo, España debería contribuir activamente a una profundización del proceso de integración europeo, que nos permita afrontar con éxito los numerosos retos globales existentes.

Como he señalado en otras ocasiones, abordar con éxito estos desafíos requiere del diseño e implementación de una estrategia integral de reformas ambiciosas con vocación de permanencia, apoyada en grandes consensos. Como recordaba también recientemente la [declaración del personal técnico del FMI](#) al término de la misión del artículo IV correspondiente a 2024, la falta de estos consensos, en un contexto de elevada fragmentación política, dificultaría el diseño e implementación de las reformas estructurales y del plan de consolidación fiscal, y afectaría negativamente a las perspectivas de crecimiento económico futuro. La prórroga de los Presupuestos Generales del Estado en 2024 —documento que desempeña un papel muy importante para la definición de la política económica en cada ejercicio— evidencia este riesgo y confirma que la incertidumbre que muestran las encuestas empresariales es real.

## 1 Impulsar el crecimiento de la productividad

En las últimas décadas, la economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad, que ha sido significativamente más acusada que la registrada en otros países desarrollados. Este reducido vigor de la productividad representa uno de los principales retos estructurales, al ser —junto con las elevadas tasas de paro— una de las razones por las que nuestra economía se ha mostrado incapaz de alcanzar el nivel de renta per cápita del área del euro a lo largo de las últimas décadas.

El capítulo 2 de este informe examina el pobre desempeño de la productividad en España y muestra que es el reflejo de múltiples factores que interactúan entre sí y sobre los que convendría actuar simultáneamente. Entre ellos destacan aquellos que condicionan el tamaño y la demografía empresarial, así como la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas, los relacionados con el nivel de capital humano en la población, el stock de capital tecnológico y la inversión en innovación, y el marco regulatorio e institucional.

La creación del Consejo de la Productividad, que cuenta entre sus funciones con la elaboración de análisis orientados a la evaluación y diagnóstico de la productividad y la competitividad de la economía española, podría favorecer la adopción de reformas en el futuro. Su eficacia exigiría la independencia y la competencia profesional de los miembros del Consejo, así como los recursos suficientes para poder efectuar análisis rigurosos.

### *1.1 Incrementar el tamaño empresarial y facilitar la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas*

Las empresas de mayor tamaño suelen presentar niveles de productividad más elevados, además de estar más diversificadas que sus competidoras de menor tamaño, no solo en términos de sus productos y clientes, sino también en cuanto a sus fuentes de financiación. De este modo, el elevado peso de las empresas de menor tamaño en España en comparación con otros países de nuestro entorno representa una de las causas de la baja productividad. En 2021, un 76,8 % de las empresas españolas tenían entre uno y cuatro empleados, el mayor porcentaje en la Unión Europea (UE) y muy por encima del que se observaba, por ejemplo, en Alemania (63,2 %), Francia (70,4 %) e Italia (72,5 %). Esta brecha se ha mantenido relativamente estable en las últimas décadas y no se explica solo por la particular composición sectorial de nuestra economía.

En términos de la demografía empresarial, destacan tanto el reducido crecimiento de la productividad en las empresas activas como la escasa aportación de la creación neta de empresas. En el mismo sentido, se observa un menor grado de creación y destrucción de empresas, especialmente en el período más reciente, cuando este mecanismo es uno de los que habitualmente contribuyen de forma más decisiva al avance de la productividad.

Se han identificado múltiples obstáculos que han venido condicionando el tamaño y la demografía empresarial en nuestro país. Entre estos, cabe destacar aquellos relacionados con el elevado volumen y complejidad de la regulación —que, en ocasiones, generan también trabas a la unidad de mercado—, la existencia de umbrales regulatorios asociados de manera arbitraria al tamaño de las empresas, el reducido acceso a fuentes de financiación no bancarias, el funcionamiento ineficiente de los procesos de insolvencia, y procesos de asignación de licitaciones públicas que hacen recaer estas, mayoritariamente, en empresas grandes. La eliminación de estos obstáculos podría tener efectos muy positivos sobre el crecimiento de la productividad.

Tal y como describe el capítulo 2 del Informe, en los últimos años se han aprobado diversas iniciativas que tratan de fomentar el crecimiento empresarial y facilitar la reasignación eficiente de los factores productivos. No obstante, aún es pronto para valorar con rigor si dichas iniciativas serán efectivas a la hora de corregir las deficiencias identificadas.

### *1.2 Favorecer la acumulación de capital humano*

El nivel y la calidad del capital humano son un determinante fundamental del crecimiento económico. A nivel individual, se observa un claro retorno positivo de la educación, que parece estar aumentando con el tiempo. Así, en 2019, alcanzar el Bachillerato o la FP media ofrecía una rentabilidad —en términos de ingresos laborales futuros— del 18 % para los hombres y del 26 % para las mujeres respecto a disponer únicamente de la titulación de la ESO.

A pesar de las mejoras de las últimas décadas, el nivel educativo de la población española sigue siendo inferior a la media europea. España es también uno de los países europeos con mayores tasas de abandono escolar; los resultados que miden la calidad educativa en pruebas internacionales —como las del programa PISA— son mediocres en términos relativos y el nivel formativo de la población adulta —tanto trabajadores como empleadores y autónomos— es bajo.

Las políticas públicas deben promover la permanencia y el éxito de los estudiantes en los niveles educativos inferiores. Para ello, existen diversos programas de acompañamiento que se han mostrado útiles. Además, sería conveniente que el sector público proporcionara a los estudiantes (y sus familias) suficiente información en cuanto a los rendimientos laborales de la formación, de forma que estos puedan adoptar decisiones debidamente informadas. La mejora de la educación económico-financiera de la población, que sigue siendo reducida, también ayudaría a este objetivo.

Por otra parte, resulta fundamental mejorar la capacidad de adaptación de la oferta educativa a los cambios estructurales observados en el mercado de trabajo. En el ámbito de la formación universitaria pública presencial, la oferta parece estar reaccionando de manera muy limitada a las necesidades de la demanda, lo que podría lastrar la capacidad productiva de la economía y limitar la igualdad de oportunidades.

Por su parte, una FP de calidad puede ser una alternativa muy eficaz para reducir tanto el abandono escolar como algunos de los desajustes que se observan actualmente —y que

podrían incrementarse en el futuro— entre la demanda y la oferta de trabajo en el mercado laboral. La FP dual se ha mostrado eficaz a la hora de mejorar la empleabilidad, los niveles salariales y las tasas de retención de los trabajadores. Cumplir los objetivos marcados del Programa de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) de incrementar las plazas ofertadas exigirá, no obstante, asegurar que las empresas tengan los incentivos adecuados para generar dichas plazas. Además, a nivel internacional, no existe evidencia unívoca sobre si el mejor rendimiento a corto plazo de la FP dual se mantiene a lo largo de la vida laboral, en especial en un contexto de cambio tecnológico acelerado. Por tanto, es conveniente acompañar su despliegue con un refuerzo del sistema de formación continua de los trabajadores.

### *1.3 Promover la inversión en capital físico y tecnológico y la innovación*

Un aspecto adicional que ha contribuido al escaso dinamismo de la productividad es el reducido peso de la innovación. En España, el porcentaje de empresas innovadoras es más bajo que en otros países de nuestro entorno, incluso teniendo en cuenta la distribución sectorial y el menor tamaño de las empresas.

Desde el estallido de la crisis sanitaria, en España la recuperación de la inversión en intangibles ha sido más robusta que la de otros componentes de esta variable. Sin embargo, este avance no ha sido suficiente para cerrar de manera apreciable la brecha con respecto al promedio de la UEM. Por otro lado, en 2023 la inversión en maquinaria y equipo se situaba en España más de 8 pp por debajo de su nivel prepandemia, mientras que, en el conjunto de la UEM, se encontraba un 3 % por encima.

Para promover la inversión empresarial y la innovación hay que facilitar el acceso a la financiación externa, desarrollando los mercados de capital riesgo, y revisar la eficiencia y el diseño del sistema de incentivos fiscales a la innovación. Medidas recientes desplegadas en este ámbito, como la Ley de Fomento del Ecosistema de las Empresas Emergentes y la Ley de la Ciencia, la Tecnología y la Innovación, podrían ayudar a lograr dichos objetivos. También es necesario proporcionar un marco regulatorio y un entorno institucional estable.

### *1.4 Mejorar la calidad y la confianza en las instituciones*

El marco institucional, su calidad y, en particular, el grado de confianza que generan las instituciones en los agentes económicos son un determinante fundamental del crecimiento a

largo plazo. En ese sentido, de acuerdo con distintos indicadores, desde la crisis financiera se ha producido en nuestro país una caída en la confianza en las instituciones y en la percepción de su calidad; un deterioro que habría sido más acusado que el observado en otros países de nuestro entorno.

Se hace necesario, por tanto, impulsar la eficacia y la eficiencia de las Administraciones Públicas (AAPP) españolas, incluido el sistema judicial. La futura aprobación de los estatutos de la Agencia Estatal de Evaluación debería permitir el desarrollo de la evaluación *ex ante* y *ex post* —en este último caso, y respecto a la revisión del gasto público, a través de la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF)— de las políticas y los programas de la Administración General del Estado. Sería deseable, además, la extensión de la evaluación de las políticas públicas al resto de las Administraciones.

## 2 Reducir la elevada tasa de paro estructural

Entre el cuarto trimestre de 2019 y el último trimestre de 2023, se crearon en España 1,28 millones de puestos de trabajo. En el mismo período, la tasa de empleo (número de ocupados en relación con la población de 16-64 años) pasó del 63,7 % al 65,9 % y la temporalidad se redujo hasta el 16,5 % (25,4 % a finales de 2021). Con ello se ha producido una considerable convergencia de la ratio de temporalidad hacia el promedio del área del euro, si bien se mantiene cercana al 30 % en el sector público. No obstante, los flujos de salida del empleo al desempleo —que aproximan el grado de estabilidad en el empleo— se mantienen sensiblemente por encima de los observados en el conjunto de la UEM.

El crecimiento del empleo se ha producido con notable heterogeneidad sectorial, ocupacional y geográfica. Así, las tasas de empleo han aumentado más en las comunidades autónomas (CCAA) donde eran menos elevadas, en los grupos de población con niveles de estudios más avanzados y en el sector público. Por su parte, los trabajadores de nacionalidad extranjera explican el 72 % del incremento de la población activa desde principios de 2022 hasta finales de 2023 (788.000 personas) y un 54 % del aumento del empleo en ese período (1,06 millones).

Como resultado, la tasa de paro ha seguido una tendencia descendente desde mediados de 2020. No obstante, a finales de 2023 era todavía del 11,8 %, el doble que la del conjunto de la UE-27. Esta diferencia es especialmente acusada en lo que respecta al desempleo juvenil, la

incidencia del paro de larga duración y la situación laboral de los trabajadores con edades cercanas a la jubilación. A pesar de esta elevada tasa de paro, se observa, además, escasez de mano de obra en determinados sectores.

Una parte importante de las diferencias internacionales que se observan en las tasas de paro está relacionada con las instituciones y con políticas laborales. Entre ellas se suele destacar el diseño de las políticas activas —cuyo objetivo principal debe consistir en aumentar la empleabilidad de los parados— y pasivas de empleo —que han de ofrecer un nivel adecuado de protección a los desempleados, al tiempo que deben proporcionar los suficientes incentivos para el retorno al empleo—, así como otros elementos que influyen tanto en el ritmo de creación de empleo como en su estabilidad —por ejemplo, las distintas modalidades contractuales disponibles, el nivel de los costes de despido o los múltiples factores que condicionan la negociación colectiva—.

Además, hay que tener en cuenta que se están produciendo transformaciones profundas en el mercado laboral, tanto en el ámbito tecnológico como en el demográfico. Los cambios tecnológicos proceden principalmente de los desarrollos de la robótica y de la inteligencia artificial. Los demográficos tienen que ver, sobre todo, con el envejecimiento de la población trabajadora, fruto de la reducción del tamaño de las nuevas cohortes que entran en el mercado de trabajo y del alargamiento de la vida laboral. Ambos fenómenos tienen implicaciones importantes para la demanda y la oferta de trabajo, así como para la eficacia de las políticas de empleo y, en general, de las políticas económicas.

En este contexto, la revisión de las políticas de empleo resulta prioritaria. En concreto, en línea con la nueva Ley de Empleo, los servicios públicos de empleo deberían introducir técnicas de diseño de perfiles profesionales y de emparejamiento de los desempleados con los puestos de trabajo disponibles. En paralelo, se hace necesaria una evaluación continua de los programas de formación e intermediación laboral que permita mejorar tanto su diseño como la asignación de recursos y valorar posibles colaboraciones y sinergias con el sector privado. Por su parte, las prestaciones por desempleo deben ofrecer una adecuada protección a los parados, sin que ello desincentive la búsqueda de empleo y la movilidad laboral, lo que se podría conseguir, por ejemplo, mediante la compatibilidad de las prestaciones con el empleo y con un perfil decreciente en el tiempo.

Adicionalmente, para favorecer la necesaria reasignación sectorial y ocupacional del empleo, resultaría adecuado seguir avanzado en la definición de las causas objetivas de despido y en la reducción de la incertidumbre asociada con estos procesos. Con el mismo propósito, la

negociación colectiva debe permitir que las condiciones laborales puedan adaptarse con una cierta flexibilidad a las distintas circunstancias de las empresas.

Asimismo, el alargamiento de la vida laboral debería fomentarse —más allá del aumento de la edad legal de jubilación— con la eliminación de distintos elementos, que, en la práctica, están contribuyendo a expulsar del mercado laboral a los trabajadores de mayor edad.

Por su parte, el salario mínimo interprofesional (SMI) ha aumentado un 54 % desde 2018, superando el 60 % del salario bruto mediano, con gran disparidad entre provincias, y se estima que en 2024 afectará al 12,7 % de los trabajadores. Alcanzados estos niveles, sería conveniente que eventuales aumentos futuros del SMI tuvieran en cuenta —mediante un análisis *ex ante* detallado— los posibles efectos adversos que podrían suponer, en ausencia de mejoras en la productividad, para el empleo de determinados grupos de trabajadores, empresas y regiones.

Finalmente, en relación con la jornada laboral legal, hay que tener en cuenta que avanzar en su reducción sin contemplar ni la considerable heterogeneidad en la duración de la jornada entre distintos tipos de empresas y sectores ni las ganancias de productividad, que son las que permiten finalmente aumentos salariales y reducciones de la jornada laboral, conllevaría riesgos para el crecimiento del empleo.

### 3 Garantizar la sostenibilidad de las cuentas públicas

Si bien la ratio de deuda pública sobre PIB descendió desde el máximo alcanzado durante la pandemia (120,3 % en 2020) hasta situarse ligeramente por debajo del 108 % a finales de 2023, este nivel es muy elevado desde un punto de vista histórico y se encuentra unos 30 pp (17 pp) por encima de la media aritmética (ponderada) de la UEM.

Por su parte, el déficit de las AAPP se redujo desde el 4,7 % del PIB en 2022 hasta el 3,6 % en 2023. En un contexto en el que los gastos mantuvieron un elevado dinamismo, esta reducción respondió al vigor que siguieron mostrando los ingresos. Desde 2019, el peso de la recaudación por impuestos y cotizaciones sociales sobre PIB aumentó 2,5 pp y se situó ligeramente por encima de la media aritmética de la UE (si bien 3 pp por debajo de la media ponderada).

El elevado dinamismo de los ingresos públicos de los últimos cuatro años se concentra, predominantemente, en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), debido al crecimiento real tanto de la base tributaria (el número de empleados y de pensionistas) como

de la base nominal (los salarios, las prestaciones sociales y otras rentas de los hogares). Esta última se está viendo impulsada por el episodio inflacionista. En efecto, el crecimiento nominal de la base del IRPF puede dar lugar a un incremento de los tipos medios efectivos del impuesto cuando los parámetros que determinan la cuota tributaria no se actualizan plenamente al ritmo de crecimiento de dicha base. Este efecto, denominado «progresividad en frío», provoca que, ante incrementos de la renta en un determinado porcentaje, la cuota tributaria aumente en un porcentaje aún mayor. En conjunto, los tipos medios efectivos del IRPF se habrían elevado de un 12,8 % en 2019 a un 14,7 % en 2023; un 70 % de dicho incremento lo explica el efecto progresividad en frío. Este efecto habría afectado en mayor medida a los declarantes situados en la parte central de la distribución de la renta.

No obstante, el aumento de los ingresos se ha visto más que compensado por un incremento en los gastos. Como consecuencia, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, el déficit estructural de las AAPP habría aumentado: desde un 3,1 % del PIB en 2019 hasta un 3,7 % del PIB en 2023.

### *3.1 Diseñar e implementar un plan de consolidación fiscal de medio plazo*

La necesaria corrección del elevado desequilibrio de las cuentas públicas exige implementar, sin demora, un plan de consolidación presupuestaria de medio plazo.

El plan de consolidación habrá de ajustarse al nuevo marco fiscal de la UE. En concreto, este marco parte de la elaboración de planes presupuestarios, con una duración de hasta siete años si se cumplen determinadas condiciones —la implementación de reformas estructurales que mejoren las perspectivas de crecimiento o inversiones públicas alineadas con los objetivos comunes de la UE—. Las estimaciones del Banco de España apuntan a que el cumplimiento del nuevo marco fiscal obligaría a una reducción anual promedio del déficit estructural primario en España de unos 0,5 puntos de PIB entre 2025 y 2031.

Además, sería deseable que el plan se enmarque en un cuadro macroeconómico prudente y detalle las medidas de ingresos y gastos que permitan la consecución de los objetivos de déficit. Esto incrementaría la confianza en el proceso de consolidación y la certidumbre en torno a las políticas económicas.

En cuanto a su composición, por el lado del gasto público, es imprescindible aumentar su eficiencia, en línea con las recomendaciones del *Spending Review* realizado por la AIReF,

y optimizar su distribución entre partidas para promover un crecimiento económico robusto y equitativo. En cuanto a los ingresos, debe efectuarse una revisión integral del sistema tributario para mejorar su eficacia y eficiencia. El incremento del peso relativo de la imposición sobre el consumo y el medioambiente, que es relativamente bajo en comparación con el de otras economías europeas, la reducción de los cuantiosos beneficios fiscales y la coordinación del sistema fiscal a escala internacional son algunas de las pautas que debería seguir esta reforma.

El plan de consolidación exigirá también el concurso de todas las AAPP. Asimismo, sigue pendiente una reforma del sistema de financiación autonómica que corrija algunas de las limitaciones que este ha mostrado a lo largo de las últimas décadas. Dicha reforma debería cumplir con los principios de suficiencia de los recursos disponibles para las CCAA —sobre la base de algún método de cálculo objetivo de las necesidades reales de gasto—, corresponsabilidad fiscal y transparencia en los distintos parámetros que determinan el funcionamiento del sistema y su evolución. Asimismo, resulta fundamental una aplicación estricta de las reglas fiscales a todos los niveles de gobierno. En este sentido, una eventual condonación de parte de la deuda que las CCAA han acumulado en las últimas décadas podría tener efectos negativos sobre los incentivos a un comportamiento fiscal disciplinado por parte de estas en el futuro. La reforma debería resolver también la falta de estabilidad del sistema, que ha generado un incentivo a promover los procesos negociadores como un medio de incrementar el volumen de financiación adquirida.

### *3.2 Garantizar la sostenibilidad del sistema de pensiones*

La economía española se encuentra inmersa en un proceso de envejecimiento poblacional, que se intensificará en las próximas décadas y que será más acusado que el de otros países de nuestro entorno. De acuerdo con las proyecciones de Eurostat, entre 2023 y 2053 la tasa de dependencia (la ratio entre los mayores de 66 años y el colectivo de entre 16 y 66 años) en España aumentará en 27,2 pp, hasta el 53,8 %, mientras que en el promedio de la UE el incremento será de 16,6 pp, hasta el 45,8 %.

Por su parte, si bien los flujos migratorios han registrado un dinamismo muy elevado en los últimos años, no parece probable que estos puedan evitar el proceso de envejecimiento poblacional ni resolver por completo los desajustes que podrían surgir en el mercado de trabajo en el futuro.

Desde la perspectiva de las cuentas públicas, esta evolución demográfica generará un incremento sustancial del gasto en pensiones en las próximas décadas. De acuerdo con las

proyecciones de la AIReF, dicho gasto escalará, en un escenario central, desde un 13,6 % del PIB en 2021 hasta el 16,2 % en 2050, mientras que el *Informe de Envejecimiento 2024* de la Comisión Europea sitúa esta última cifra en el 17,3 % en su escenario base.

En este contexto, entre 2021 y 2023 se llevó a cabo una nueva reforma del sistema de pensiones, que incluyó, entre otras medidas, el establecimiento por ley de la revalorización de las pensiones con el IPC, la supresión del factor de sostenibilidad, el aumento de los incentivos a prorrogar la edad de jubilación y un incremento de los recursos de la Seguridad Social, a través de un aumento de las cotizaciones a cargo de las empresas y de los trabajadores, que se convierte en la vía de ajuste por defecto (cláusula de salvaguarda) si se producen desequilibrios financieros en el sistema.

El análisis conjunto de los principales cambios normativos introducidos, si bien está sujeto a una considerable incertidumbre, apunta a unas mayores obligaciones de gasto a largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos. A este respecto, en 2025 está prevista la evaluación de la cláusula de salvaguarda introducida por la nueva reforma. Las estimaciones del Banco de España sugieren que, en el caso de ser necesaria su activación, realizar el ajuste correspondiente exclusivamente mediante un incremento de las cotizaciones sociales podría ser perjudicial para el empleo y la competitividad de la economía española.

De cara al futuro, sería deseable analizar en profundidad el efecto de los distintos cambios normativos introducidos. En relación con los incentivos a posponer la edad de jubilación, este informe incluye un análisis según el cual esta bonificación, en una primera aproximación, tendría un efecto limitado en la reducción del gasto en pensiones. También convendría estudiar los efectos sobre el mercado de trabajo y la competitividad de las empresas derivados del incremento de las cotizaciones sociales, así como sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional; analizar medidas alternativas, incluidas las que afectan a las tasas de reemplazo, que se encuentran en niveles superiores a los de la media de los países de nuestro entorno, y examinar la evolución del ahorro privado para la jubilación y su capacidad para complementar las prestaciones del sistema público.

#### 4 Reducir las vulnerabilidades observadas en algunos segmentos de hogares

Los datos de la Encuesta de Condiciones de Vida apuntan a que, en un contexto de fuerte dinamismo del empleo, la desigualdad de la renta en nuestro país se habría situado, en 2022,

en niveles muy similares, e incluso inferiores, a los observados antes del comienzo de la crisis financiera global.

No obstante, se aprecian algunas bolsas de vulnerabilidad en determinados colectivos, que estarían relacionadas, en gran parte, con dificultades de acceso al empleo y a la vivienda. España destaca como la economía europea en la que un mayor porcentaje de inquilinos se encuentran en una situación de riesgo de pobreza o de exclusión social. En concreto, en 2022 se encontraban en esta situación el 45 % de los hogares españoles que residían en una vivienda alquilada, frente al 31 % del promedio de la UE-27.

Por su parte, los datos de la [Encuesta Financiera de las Familias](#) muestran que, en 2002, el 43 % de la riqueza neta total de la economía en manos de los hogares españoles se concentraba en el 10 % más rico de la población, mientras que este porcentaje era del 54,3 % en 2020. En cualquier caso, este es un porcentaje significativamente más reducido que el observado en otros países. En el contexto mundial, por ejemplo, en 2021 el 10 % más rico poseía el 76 % de toda la riqueza.

Por otro lado, se observa que la correlación entre los años de educación de padres e hijos adultos cayó a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, lo que sería indicativo de una mejora de la movilidad intergeneracional y, con ello, de la igualdad de oportunidades. No obstante, se aprecia una notable heterogeneidad, entre municipios y provincias, en el nivel de esta correlación.

Abordar los retos que se derivan de la existencia de estas bolsas de vulnerabilidad entre los hogares españoles requiere de la actuación de las políticas públicas en dimensiones muy diversas. En particular, resulta crucial reducir la elevada tasa de paro estructural de nuestra economía y aumentar la acumulación de capital humano en la población a través de la mejora de la calidad de nuestro sistema educativo.

Asimismo, las políticas de rentas y transferencias pueden desempeñar un papel relevante para mitigar las implicaciones adversas que están asociadas a niveles de desigualdad o vulnerabilidad elevados. En todo caso, es preciso analizar la capacidad de dichas actuaciones para alcanzar los objetivos propuestos y sus implicaciones en términos de eficiencia y equidad. En este sentido, algunos estudios de la AIReF apuntan a que existe margen para mejorar la integración del ingreso mínimo vital, de las distintas rentas de subsistencia locales y regionales y de las prestaciones asistenciales por desempleo.

#### 4.1 Reducir los problemas de accesibilidad a la vivienda

El mercado de la vivienda residencial, tanto en el segmento de compraventa como en el de alquiler, ha presentado durante los últimos años desajustes crecientes entre la oferta y la demanda. Esta situación se explica tanto por la fortaleza de la demanda como por la relativa rigidez de la oferta.

La demanda se ha visto impulsada por el crecimiento demográfico vinculado, en buena medida, a los importantes flujos migratorios del exterior, que se han intensificado desde 2022. Este crecimiento de la población se concentra en determinadas CCAA y en las principales áreas urbanas. El aumento de la demanda se ha visto acompañado, además, por la fortaleza de la procedente de no residentes, ya sea en propiedad o en alquiler —fundamentalmente vacacional—. Todo ello en un contexto macroeconómico favorable en el que, a pesar del endurecimiento monetario iniciado en 2021, las compraventas de vivienda y los flujos de nuevo crédito hipotecario residencial en 2023 se sitúan por encima de los registrados en 2019.

Por su parte, la oferta de vivienda residencial ha crecido más lentamente. Cabe destacar, en particular, la limitada contribución de la vivienda nueva a la oferta agregada de vivienda residencial. Esto se explica, entre otros factores, por la escasez de mano de obra para la construcción, el aumento de los costes de producción y la falta de inversiones para la adquisición y el desarrollo de nuevo suelo urbano disponible para la edificación. La relativa rigidez de la oferta también se explica por la reducida capacidad de rehabilitación de viviendas, la falta de adecuación de las viviendas vacías a las preferencias actuales de los hogares, la incertidumbre regulatoria y el auge de usos alternativos de la vivienda, como el alquiler vacacional o el de temporada.

Estos desajustes entre la oferta y la demanda de vivienda residencial se han traducido en un incremento sostenido de los precios desde 2014, de mayor intensidad en las grandes áreas urbanas y las zonas turísticas, que son aquellas en las que más ha aumentado la demanda.

Los desajustes entre la oferta y la demanda son especialmente acusados en el segmento del alquiler residencial en los centros de las grandes áreas urbanas. Así, los colectivos con menores rentas, como los jóvenes y la población de origen extranjero, habrían concentrado su demanda residencial en el mercado del alquiler. Esta circunstancia se explica, en parte, por el hecho de que estos colectivos carecen del ahorro y el nivel de renta necesarios para acceder a un préstamo hipotecario con el que financiar la compra de vivienda.

A pesar del significativo aumento de la oferta de alquiler residencial por parte de los particulares, el desarrollo de este mercado habría sido insuficiente para absorber la pujanza de la demanda, en un contexto en el que se observa un reducido peso de los agentes profesionales y del alquiler social. La insuficiencia de la oferta y los problemas en el funcionamiento de este mercado se reflejan, por ejemplo, en unos precios del alquiler elevados en comparación con el precio de compraventa, especialmente en las áreas donde se concentran los hogares con menores rentas.

Desde la perspectiva de la estabilidad financiera, las vulnerabilidades y los riesgos asociados a este mercado están contenidos. Ello responde en gran medida a la aplicación de estándares crediticios prudentes por parte de las entidades bancarias en la concesión de préstamos hipotecarios, evitando que se acumularan desequilibrios como los que llevaron a la crisis inmobiliaria y bancaria de 2008-2013. En este sentido, no se detectan señales de alerta relacionadas con la situación del mercado de crédito, ni existen indicios de sobredimensionamiento de la actividad inmobiliaria. Además, de acuerdo con la información más reciente, los indicadores de valoración de la vivienda se situarían, en promedio, en niveles próximos al de equilibrio.

En cambio, los problemas de acceso a la vivienda se han incrementado durante los últimos años. Por colectivos, estas dificultades son de mayor intensidad en los hogares de menor renta y escasa capacidad de ahorro, situación en la que se encuentran, sobre todo, los jóvenes y la población de origen extranjero. Por zonas geográficas, las mayores dificultades se producen en aquellas áreas que registran un mayor dinamismo de la actividad económica y turística.

Entre el conjunto de hogares que han accedido a la vivienda en propiedad con financiación hipotecaria, la proporción de los que realizan un sobresfuerzo en su gasto en vivienda es, sin embargo, reducida. Este hecho reflejaría, al menos en parte, la adecuada selección que realizan los bancos, que condicionan la financiación a los hogares a la disponibilidad de suficiente ahorro y nivel de renta en relación con los precios de compra de la vivienda. En contraste, en el grupo de hogares que residen en una vivienda alquilada, el porcentaje de aquellos que experimentan una situación de sobresfuerzo asociado a su gasto en vivienda es muy elevado, por encima de los del promedio de la UE-27.

Los problemas de acceso a la vivienda tienen implicaciones adversas tanto desde el punto de vista social como económico. En particular, la situación de sobresfuerzo vinculado al gasto en vivienda de los hogares limita su capacidad de ahorro y puede distorsionar, entre otras, sus decisiones de consumo e inversión, las de localización geográfica y natalidad y las relativas a la acumulación de capital humano. Como resultado, los problemas de acceso a la vivienda podrían dar lugar a pérdidas de productividad agregadas y a un menor crecimiento económico.

La magnitud del problema diagnosticado hace difícil vislumbrar que actuaciones aisladas de corto plazo puedan tener el alcance suficiente para reducir de forma significativa las actuales dificultades de acceso a la vivienda. Al mismo tiempo, algunas medidas, como los controles sobre los precios del alquiler, cuya efectividad pudiera ser relativamente limitada en el corto plazo, podrían acabar generando efectos indeseados significativos —en forma, por ejemplo, de reducción de la oferta—.

Por el contrario, sería deseable que las reformas adoptadas contemplaran un horizonte temporal amplio y que involucraran a las distintas AAPP con responsabilidades en materia de vivienda, de forma coordinada y en colaboración con la iniciativa privada. Estas actuaciones deberían poner el foco en el estímulo de la oferta de vivienda, sobre todo en el mercado del alquiler y en el alquiler social, y priorizar la asignación de los recursos disponibles entre los colectivos más vulnerables. Además, deberían considerar otros ámbitos que afectan al mercado de la vivienda, como los relativos al funcionamiento del mercado de trabajo, al dinamismo de la productividad y a las políticas tributarias y de transporte.

## 5 Afrontar la transición ecológica

La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible representan uno de los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad. España ha asumido compromisos ambiciosos en esta materia, alineados con la UE y otras economías avanzadas.

El Banco de España ha venido desarrollando una intensa agenda de investigación para profundizar en las diversas implicaciones de este fenómeno en la economía española. De hecho, el *Informe Anual* del Banco de España de 2021 dedicó un [capítulo](#) específico a esta cuestión, que se complementó en el de 2022 con un [análisis](#) de las implicaciones de la crisis energética.

Estos estudios confirman los elevados costes económicos que supondría no ajustar a escala global la senda actual de emisiones de gases de efecto invernadero (GEI). También subrayan que el retraso en la acción aumenta tanto los costes físicos como de transición del proceso. Por consiguiente, debería adoptarse una estrategia de mitigación ambiciosa, temprana, ordenada y predecible. Esta estrategia debería ser, además, global para resultar eficaz. Los gobiernos deben jugar un papel protagonista en este proceso a través de la imposición medioambiental, de la inversión pública y de la regulación de la actividad económica. En particular, requerirá el despliegue masivo de fuentes de energía renovables, para lo que España disfruta de condiciones climáticas muy favorables. Adicionalmente, exigirá apostar

decididamente por las ganancias de eficiencia energética, lo que, a su vez, contribuirá a reducir el impacto negativo de la transición ecológica sobre la actividad.

Hay que tener en cuenta, además, que el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible tendrán una incidencia muy desigual entre las distintas regiones, ramas de actividad, empresas y hogares, y que pueden tener un impacto especialmente adverso en los colectivos más vulnerables. Por ello, debe prestarse una especial atención a mitigar los efectos distributivos. De otro modo, no solo los costes económicos de la transición ecológica serían más elevados, sino que, además, la velocidad y la ambición de dicha transición podrían verse condicionadas por episodios de contestación social.

## 6 Seguir reforzando la resiliencia del sector bancario español

En el último año, el sector bancario español y el del conjunto de países de la UE se han mostrado resilientes. También se han ajustado, con resultado favorable para su situación financiera, al entorno macrofinanciero marcado por el endurecimiento monetario, que ha puesto fin al período prolongado de tipos de interés bajos en el que las entidades bancarias habían operado durante cerca de una década. A ello ha contribuido, además de la robustez del crecimiento económico, la sólida posición financiera de partida con la que las entidades bancarias afrontaban el ciclo de subidas de tipos de interés, favorecida por el marco regulatorio desarrollado a escala internacional durante los últimos años, cuya vigencia se ha visto reivindicada.

En particular, las entidades bancarias españolas han logrado una mejora significativa de su rentabilidad, impulsada fundamentalmente por el crecimiento del margen de intereses, y favorecida también por una evolución contenida de las pérdidas por deterioro, sobre todo en el negocio nacional.

La buena evolución del margen de intereses se ha sustentado, a su vez, en la traslación asimétrica del alza de los tipos de interés al activo y al pasivo de las entidades. Pese a que se ha observado una cierta contracción del crédito, coherente con su mayor coste tras el endurecimiento monetario, esta no ha tenido entidad suficiente como para lastrar el resultado.

Asimismo, la posición de liquidez del sistema bancario se ha mantenido en niveles muy superiores al mínimo exigido, mientras que la solvencia, aunque ha mejorado ligeramente, no ha acortado la brecha desfavorable que, en promedio, mantiene respecto a la de los principales sistemas bancarios europeos.

Ahora bien, el buen desempeño de las entidades no debe llevar a la complacencia, sobre todo en el escenario de elevada incertidumbre todavía existente.

Es importante reconocer, por un lado, que la mejora del margen de intereses asociada a la subida de los tipos de interés probablemente ha alcanzado ya su punto más elevado. Así, esta partida podría estabilizarse o incluso ajustarse a la baja en la medida en que se produzca un progresivo estrechamiento del diferencial entre los rendimientos de las posiciones de activo y los costes medios de las de pasivo. Por otro lado, el grueso de los efectos adversos del endurecimiento monetario reciente, como es el caso del deterioro de la calidad de la cartera crediticia, se puede manifestar con un cierto desfase.

Por ello, las entidades deben aprovechar la situación favorable de rentabilidad para mejorar la solvencia del sector. Ello contribuiría a preservar su capacidad de intermediación bancaria si se materializaran los riesgos mencionados.

En este contexto, el Banco de España está analizando la posibilidad de establecer un nivel positivo del colchón de capital anticíclico (CCA) cuando se identifique que los riesgos sistémicos cíclicos se sitúan en un nivel estándar, intermedio entre un nivel elevado y un nivel bajo. La activación de este colchón en fases más tempranas proporcionaría más capital liberable en fases cíclicas adversas, lo que ayudaría a sostener el flujo de crédito a la economía real durante las mismas y contribuiría al objetivo de estabilización macroeconómica. El Banco de España informará de sus conclusiones sobre esta cuestión en fechas próximas a la de publicación de este *Informe Anual*.

En paralelo, las entidades deben seguir afrontando los numerosos retos de medio y largo plazo a los que se enfrentan, entre los que destacan los asociados al cambio tecnológico, las interconexiones con el sector financiero no bancario, los riesgos financieros derivados del cambio climático y los ciberriesgos.

## 7 Impulsar una mayor integración en la Unión Europea

La agenda nacional de reformas económicas que España necesita tendrá un mayor rendimiento si viene acompañada, a su vez, de una mayor integración económica a escala europea que permita a la UE en su conjunto abordar los retos a los que nos enfrentamos.

El mundo es hoy más complejo e integrado que el que vio nacer el Mercado Único Europeo o la propia UEM: la competencia económica y geopolítica entre los distintos actores globales es

mayor, lo que hace más necesario que la UE saque el máximo rendimiento de la escala que puede alcanzar si profundiza en su integración. Las vías para lograr este objetivo son un mercado único más integrado y una UEM más completa.

### *7.1 Avanzar hacia una Unión Fiscal y garantizar la estabilidad presupuestaria*

Los actuales retos a los que se enfrenta la UE son comunes a todos los países y, por tanto, requieren acciones conjuntas. Las soluciones nacionales no son suficientes. Esto es particularmente cierto en el caso de los ámbitos de la defensa y la seguridad, las infraestructuras energéticas y la lucha contra el cambio climático o el apoyo a determinadas industrias que provean de capacidades tecnológicas estratégicas a escala global.

Tales necesidades, dado que tienen un carácter de bienes públicos europeos, resulta deseable que sean financiadas con cargo a recursos y políticas comunes. Una financiación nacional resultaría ineficiente —puesto que no internalizaría de manera adecuada las necesidades y prioridades de la UE en su conjunto— y seguramente insuficiente y distorsionadora, al depender del espacio fiscal individual en cada uno de los países o de la introducción de incentivos diferenciales en forma de ayudas de Estado por parte de los países que puedan alterar la competencia dentro del mercado común europeo.

Más allá de asegurar un nivel óptimo y de provisión eficiente de estos bienes públicos europeos, resulta necesario contar, además, con mecanismos de actuación cílicos en el área del euro que aseguren que el tono de la política fiscal agregada sea el adecuado en cada momento. La experiencia histórica ha demostrado que, aisladamente, los mecanismos de coordinación de las políticas fiscales de los distintos Estados miembros —el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC)— no han sido capaces de conseguir este objetivo.

Todo ello sin olvidar que la estabilidad presupuestaria resulta fundamental para el funcionamiento de la UEM. Tras la aprobación de la reforma del PEC, el éxito y la credibilidad del nuevo marco dependerá crucialmente de su aplicación efectiva por parte de todos los países.

### *7.2 Culminar la Unión Bancaria y crear una Unión de los Mercados de Capitales*

Los retos económicos y geopolíticos a los que se enfrenta la UE precisan también de cuantiosas inversiones privadas, en particular en los ámbitos de la transformación digital, la transición

climática y la innovación tecnológica. Para ello habría, por una parte, que ampliar el tamaño de los mercados de capitales en la UE y, por otra, aumentar su integración. Ambos objetivos resultan esenciales para poder canalizar de forma eficiente el sustancial ahorro interno europeo hacia proyectos de inversión rentables que favorezcan el crecimiento. En particular, los mercados de capitales han demostrado que pueden ofrecer productos financieros más adecuados para la financiación de actividades de investigación o de innovación de alta rentabilidad riesgo que la financiación bancaria, que en Europa resulta más preponderante que en otras economías más dinámicas, como Estados Unidos.

Para incrementar la profundidad de los mercados de capitales, un elemento clave es la adecuada promoción del ahorro previsional en la UE y su canalización hacia la inversión productiva, lo que, además, ayudaría a afrontar algunos de los retos asociados al envejecimiento poblacional. En este sentido, el volumen de activos en los que se materializa el ahorro para pensiones de las familias en Estados Unidos (137 % del PIB en 2022) resulta muy superior a los activos previsionales de la UE (que no alcanzan el 30 % del PIB), lo que muestra la distinta escala de los mercados de capitales en Estados Unidos y en Europa. Asimismo, existe mucha heterogeneidad entre los países miembros de la UE.

Además de su escasa profundidad, los mercados de capitales de la UE se encuentran fragmentados, lo que impide alcanzar una escala eficiente y una adecuada distribución entre el sector privado de los riesgos en los distintos países de la UE. La literatura estima que el grado de compartición de riesgos en Estados Unidos duplica el de la UE. Además, los mercados privados de capitales juegan un papel fundamental a la hora de suavizar los *shocks* en Estados Unidos, mientras que en Europa tienen un papel muy limitado.

Reducir la fragmentación de estos mercados exige una amplia variedad de iniciativas y, en cualquier caso, un refuerzo de las actuaciones supervisoras y reguladoras a escala europea que permita acelerar el proceso de integración. La existencia de un activo seguro paneuropeo con suficiente profundidad de mercado puede contribuir a la integración de estos mercados en la medida en que facilitaría que los precios de los activos financieros de renta fija o variable reflejasen de forma más fiel los riesgos fundamentales de los mismos. Se mitigarían así los episodios de fuga hacia la calidad que caracterizan los procesos de fragmentación en momentos de tensión financiera y que acaban distorsionando la formación de precios y pueden llegar a impedir la adecuada transmisión de la política monetaria.

En el ámbito de la Unión Bancaria, se han producido avances significativos en los últimos diez años, con la constitución del Mecanismo Único de Supervisión, el Mecanismo Único de

Resolución y un marco regulatorio único. Sin embargo, tampoco aquí la tarea está culminada. Queda pendiente la creación de un fondo europeo de garantía de depósitos plenamente mutualizado. La ausencia de este pilar hace que los beneficios para todos los europeos en términos de mayor estabilidad financiera y de reforzamiento de la red de seguridad financiera común no se estén materializando por completo. Su implementación, además de dar un impulso a la confianza de los ciudadanos y de los mercados en la Unión Bancaria, contribuiría a una compartición de riesgos más eficiente en el área del euro y, por tanto, a reducir potenciales episodios de fragmentación. Además, desde un punto de vista político-institucional, ayudaría a alinear la responsabilidad financiera con los mecanismos de toma de decisiones en los ámbitos de la supervisión y de la resolución, que ya se encuentran centralizados.

### 7.3 *Profundizar en un mercado común dinámico y competitivo*

Más allá de una mayor integración de los mercados financieros europeos a través de la Unión Bancaria y la Unión de los Mercados de Capitales, el principal motor de integración económica y creador de economías de escala en la UE es el mercado común europeo. Ante los riesgos de fragmentación económica global, la UE debe reducir la fragmentación interna.

El mercado único debe servir también para maximizar a escala europea el rendimiento de una agenda ambiciosa de liberalización y reformas estructurales que permita contrarrestar la sucesión de perturbaciones negativas de oferta que, como la pandemia, la crisis energética o los cambios en los patrones de globalización, han afectado a la economía europea en los últimos años.

Como destaca el informe Letta sobre el futuro del mercado único europeo<sup>1</sup>, la profundización en el mercado único pasa por otorgar un papel preponderante a las políticas europeas en detrimento de las iniciativas nacionales. Asimismo, el diseño de las iniciativas europeas que persigan desarrollar sectores específicos considerados estratégicos debe ser tal que se maximice su eficacia y eficiencia y se eviten efectos distorsionadores.

En resumen, los retos a los que se enfrenta tanto la economía de la UE como la española son muy importantes. Europa se está quedando atrás en términos de dinamismo económico con respecto al resto de grandes economías del mundo y España lleva ya más de una década sin

1 Enrico Letta. (2024). “[Much more than a market](#)”.

conseguir mantener una senda de convergencia sostenida en renta per cápita con el resto de nuestros socios europeos. Revertir estas tendencias requerirá ambición y grandes acuerdos políticos que permitan consolidar las reformas necesarias a lo largo del tiempo. El análisis y las propuestas contenidas en este *Informe Anual 2023* pretenden contribuir al debate social que debería ayudar a alcanzar estos amplios consensos.

**Pablo Hernández de Cos**

Gobernador del Banco de España

Presentación del *Informe Anual 2023*.

30 de abril de 2024.

## Informe anual en breve

### Capítulo 1

#### La resiliencia de la economía española en el contexto europeo

La senda de moderación de la inflación ha proseguido a escala global, impulsada especialmente por las caídas de los precios de la energía, mientras que la actividad económica mundial ha mantenido un cierto dinamismo

- La caída de los precios de las materias primas energéticas y el desvanecimiento de las perturbaciones de oferta adversas registradas en años precedentes condicionaron el devenir de la economía mundial en el transcurso de 2023.
- Los bancos centrales de las principales economías desarrolladas siguieron endureciendo sus políticas monetarias a lo largo de 2023, hasta pausar las subidas de tipos de interés en el segundo semestre del año.
- En este contexto, la actividad económica mundial se desaceleró ligeramente en 2023, aunque mantuvo un dinamismo mayor del inicialmente esperado, salvo en el caso del área del euro, que registró una debilidad más intensa de lo anticipado.
- Las tasas de inflación general han seguido una trayectoria descendente en todas las áreas geográficas, si bien la inflación subyacente ha mostrado un descenso más gradual.
- De cara al futuro, las previsiones disponibles contemplan una cierta estabilización del crecimiento económico mundial, así como una reactivación paulatina de la economía europea y una prolongación de la senda de moderación de la inflación a escala global.

El aumento de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo (BCE) ha elevado el coste de la nueva financiación de los hogares y las empresas en 2023, si bien este encarecimiento se fue ralentizando en la segunda mitad del año y ha tenido un impacto limitado sobre su vulnerabilidad, así como sobre la calidad crediticia de los balances bancarios

- En el transcurso de 2023, el BCE continuó con la normalización del tamaño del balance del Eurosistema y aumentó los tipos de interés oficiales hasta alcanzar, en el caso del tipo de la facilidad de depósito, el 4 % en septiembre, manteniéndolos sin cambios desde entonces.
- En consonancia con la evolución de los tipos de interés libres de riesgo, los tipos de interés aplicados a la nueva financiación para hogares y empresas en España continuaron aumentando a lo largo de 2023. Sin embargo, estos incrementos fueron menos pronunciados durante la segunda mitad del año e incluso se revirtieron en el último trimestre.
- El aumento acumulado de los tipos de interés en las nuevas operaciones de crédito durante el actual ciclo de endurecimiento de la política monetaria ha sido menos intenso que en la Unión Económica y Monetaria (UEM), y menor también de lo que sugerirían las regularidades históricas.
- En cuanto a la oferta y la demanda de crédito, así como al saldo vivo de financiación, todos los segmentos en España experimentaron una contracción durante 2023, excepto el del crédito al consumo, en el que el saldo continuó aumentando.

- El actual ciclo de incremento de los tipos de interés ha tenido un efecto limitado sobre la vulnerabilidad de los hogares y las empresas —en un contexto de avance de sus respectivas rentas—, así como sobre la calidad crediticia de los balances de las entidades bancarias españolas, y ha impactado positivamente sobre el margen de interés de dichas entidades.

**La economía española registró en 2023 un grado de dinamismo elevado —mayor que en el resto del área del euro y por encima de lo esperado a principios de año—, impulsado por la fortaleza tanto del consumo público y privado como de las exportaciones de servicios, frente a la debilidad de la inversión**

- El dinamismo de la actividad en España mostró una notable resiliencia a lo largo de 2023, que se reflejó en un crecimiento del PIB del 2,5 %, por encima tanto del crecimiento contemplado en las previsiones disponibles a principios de año (1,6 %) como del crecimiento registrado en el conjunto de la UEM (0,4 %).
- Las sorpresas al alza en las exportaciones turísticas y en el consumo público, junto con el efecto arrastre positivo que se produjo por las revisiones estadísticas que afectaron al año 2022, fueron los principales factores que subyacen a las sorpresas en el crecimiento del PIB.
- El mayor impulso proveniente de la demanda nacional y la mayor resiliencia ante la crisis energética explican el mayor dinamismo de la actividad económica en España con respecto al conjunto de la UEM.
- La creación de empleo en España mantuvo un elevado dinamismo, en un contexto de retrocesos en la productividad aparente del trabajo y de un cierto tensionamiento en el mercado laboral.
- El gasto de los hogares fue el principal soporte del crecimiento del PIB, mientras que la inversión mostró una acusada debilidad.
- La demanda externa neta constituyó un soporte de la actividad, debido a la fortaleza de las exportaciones —especialmente en el caso de los servicios turísticos— y a la atonía de las importaciones, lo que redundó en un incremento del superávit por cuenta corriente de la economía española.
- El consumo público y las prestaciones sociales representaron un soporte adicional de la actividad, aunque la retirada parcial de algunas medidas de apoyo frente a la crisis energética y el vigor de los ingresos públicos dieron como resultado un tono ligeramente contractivo de la política fiscal.
- Los elevados ritmos de avance de las ramas de los servicios vinculados al turismo explican en torno a la mitad del crecimiento total en 2023, lo que contrasta con la atonía registrada en las ramas industriales y prolonga la tendencia secular hacia una mayor terciarización de la economía española.

**La inflación general en España ha prolongado su senda de moderación iniciada en el tercer trimestre de 2022 —incluso con una mayor intensidad de lo esperado debido a las caídas no anticipadas en los precios de la energía—, mientras que la inflación subyacente y la remuneración por asalariado sorprendieron ligeramente al alza en el transcurso de 2023**

- La reducción de los precios de la energía ha contribuido de manera decisiva a la senda de desaceleración de la inflación en España, aunque los precios de los alimentos y la inflación subyacente han mostrado una mayor resistencia a la baja.
- En comparación con las previsiones disponibles a finales de 2022, la senda de desaceleración de la inflación a lo largo de 2023 fue más acusada de lo inicialmente previsto, debido, principalmente, a las caídas no anticipadas que registraron los precios de la energía.

- La remuneración por asalariado aumentó de forma significativa en 2023 —por encima de lo previsto—, si bien el impacto correspondiente sobre las presiones inflacionarias internas se vio amortiguado por la ralentización de los excedentes unitarios.

De cara al futuro, se prevé que la economía española continúe registrando un notable grado de dinamismo y se prolongue la senda de moderación de la inflación

- La reactivación paulatina de la economía europea, la moderación de la inflación y la consiguiente recuperación de las rentas reales de los agentes, junto al impulso fiscal proveniente del programa *Next Generation EU* (NGEU), actuarán como factores de soporte de la actividad en España a lo largo de los próximos años. No obstante, la incertidumbre acerca de las perspectivas económicas es muy elevada.
- Un elemento de incertidumbre especialmente relevante de cara a las perspectivas de la economía española procede de la vulnerabilidad relacionada con la sostenibilidad de las finanzas públicas, particularmente en un contexto de reactivación de las reglas fiscales a escala europea.
- Asimismo, la ausencia de convergencia hacia el nivel de renta per cápita del conjunto del área del euro que muestra la economía española pone de relieve la necesidad de abordar una serie de retos estructurales vinculados a las deficiencias que esta ha venido presentando persistentemente en los últimos años (véase el capítulo 2 de este Informe).

## Capítulo 2

### Retos estructurales de la economía española

La capacidad de crecimiento de la economía española en los próximos años se verá condicionada por un conjunto de retos estructurales de gran envergadura

- Los retos estructurales que ha de afrontar la economía española están relacionados con el escaso dinamismo de la productividad —vinculado, a su vez, a la necesidad de mejorar la dotación de capital humano y tecnológico y el marco institucional—, el envejecimiento de la población y la sostenibilidad de las cuentas públicas, y la transición ecológica, en un contexto en el que persisten algunas bolsas de vulnerabilidad en determinados colectivos.
- Abordar con éxito estos desafíos requiere de un diagnóstico riguroso de la situación en los diferentes ámbitos, así como del diseño e implementación de una estrategia integral de reformas estructurales ambiciosas, con vocación de permanencia, y que descansen en amplios consensos.
- El programa *Next Generation EU* (NGEU) y el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) suponen una palanca única para el desarrollo de esta estrategia, mediante una selección rigurosa de los proyectos de inversión financiados a cargo del NGEU y una implementación ambiciosa del resto de las reformas e hitos que están pendientes en el PRTR.

#### Productividad, tamaño y demografía empresarial

- En las últimas décadas, la economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad, que ha sido significativamente más acusada que la registrada en otros países desarrollados.
- Entre los factores que explican el escaso avance de la productividad agregada en el período más reciente, destaca la reducida aportación de la creación neta de empresas —con respecto a la de otros países de nuestro entorno—, debido a un menor grado de rotación.
- No obstante, otros elementos, como el reducido tamaño y el escaso crecimiento de las empresas activas en España, también limitan el dinamismo de la productividad agregada en nuestro país, mientras que la asignación de recursos entre empresas y sectores habría desempeñado un papel menos relevante en los años más recientes.
- La reciente iniciativa para crear el Consejo de la Productividad de España podría suponer una palanca importante para mejorar el diagnóstico de la productividad de la economía española y la propuesta de políticas para impulsarla, si bien su eficacia exigiría la independencia y la competencia profesional de los miembros del Consejo, así como los recursos suficientes para poder efectuar análisis rigurosos.

#### Capital humano

- A pesar de la mejora que se ha producido durante las últimas décadas, el nivel formativo de la población española sigue siendo inferior a la media europea, por lo que es imprescindible desarrollar medidas estructurales que sigan impulsando la permanencia en el sistema educativo.
- En el ámbito de la formación universitaria pública presencial, la oferta parece estar reaccionando de manera muy limitada a las necesidades de la demanda.
- Es preciso asegurar que las empresas españolas tengan los incentivos adecuados para generar suficientes plazas de FP dual.

## Inversión en capital e innovación

- El peso reducido de la innovación y del capital tecnológico en la economía española es un factor destacado a la hora de explicar el escaso dinamismo relativo de la productividad en España en las últimas décadas.
- En este contexto, si bien la inversión en intangibles ha registrado un notable dinamismo en los años más recientes, este avance no ha sido suficiente para cerrar la brecha que existe con respecto al promedio de la UEM.
- Para promover la inversión empresarial y la innovación sería deseable proporcionar un marco regulatorio y un entorno institucional estable, facilitar el acceso a la financiación externa, y revisar la eficiencia y el diseño del sistema de incentivos fiscales a la innovación.

## Marco institucional

- De acuerdo con distintos indicadores disponibles, desde la crisis financiera, se ha producido una caída en la confianza en las instituciones y en la calidad institucional que afecta de forma negativa al crecimiento a largo plazo.
- Se hace necesario impulsar la eficacia y la eficiencia de las AAPP españolas, lo que contribuiría a elevar la productividad y ejercería un efecto arrastre positivo sobre las decisiones de gasto, inversión e innovación del sector privado.

## Envejecimiento poblacional

- A lo largo de las últimas décadas, las dinámicas demográficas en España se han caracterizado por una caída significativa tanto de la tasa de fecundidad como de la tasa de mortalidad. Como resultado de ello, la esperanza de vida en nuestro país ha aumentado hasta situarse por encima de la registrada en otros países de nuestro entorno, si bien este no es el caso cuando se considera la esperanza de vida en condiciones de buena salud.
- En este contexto, se ha producido un considerable proceso de envejecimiento poblacional, que se intensificará en las próximas décadas y que será más acusado que el de otros países europeos.
- Los flujos migratorios han registrado un dinamismo muy elevado en los últimos años, pero no parece probable que estos puedan evitar el proceso de envejecimiento poblacional en el que se encuentra inmerso nuestro país, ni resolver por completo los desajustes que podrían surgir en el mercado de trabajo español en el futuro.

## Desigualdad y bolsas de vulnerabilidad de los hogares

- En los últimos años, en un contexto de fuerte dinamismo del empleo, la desigualdad de la renta ha disminuido de forma significativa en nuestro país. No obstante, se observan algunas bolsas de vulnerabilidad en determinados colectivos, que estarían relacionadas, en gran parte, con dificultades de acceso a la vivienda.
- Respecto a la igualdad de oportunidades, la correlación entre los años de educación de padres e hijos adultos ha caído a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, lo que indica una mejora de la movilidad intergeneracional y, con ello, de la igualdad de oportunidades.

## Cuentas públicas

- El desequilibrio de las cuentas públicas sigue siendo muy elevado, tanto en términos históricos como en una comparativa internacional, e incluso se habría agravado desde 2019, debido a que el notable crecimiento de los ingresos públicos se ha visto más que compensado por un acusado incremento en los niveles de gasto público.
- Una de las partidas de gasto más relevantes de las AAPP y que ha aumentado con mayor intensidad en los últimos años es la ligada al sistema de pensiones. Además, el análisis conjunto de los principales cambios normativos introducidos entre 2021 y 2023, si bien está sujeto a una considerable incertidumbre, apunta a unas mayores obligaciones de gasto a largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos.
- En este contexto, las dinámicas macroeconómicas y fiscales de la economía española ponen de manifiesto la necesidad de implementar, sin demora, un plan de consolidación presupuestaria de medio plazo que refuerce la sostenibilidad de las finanzas públicas.
- Asimismo, es imprescindible que la economía española aproveche las fases expansivas de la actividad para construir márgenes de actuación fiscal que le permitan contrarrestar el efecto recesivo sobre la actividad de eventuales perturbaciones macrofinancieras adversas que puedan materializarse en el futuro.
- En este sentido, el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo requerirá, en los próximos años, ajustes fiscales significativos en algunos países a través de la elaboración, por parte de los Estados miembros, de planes presupuestarios a medio plazo en los que se determine una senda de gasto plurianual.

## Transición ecológica

- La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible es uno de los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad, especialmente en un contexto en el que la península ibérica podría verse sensiblemente afectada por los riesgos físicos asociados al cambio climático.
- La transformación energética de la economía precisará no solo del despliegue masivo de fuentes de energía renovables y de mejoras de las interconexiones energéticas dentro de la UE, sino también de una apuesta decidida por las ganancias de eficiencia energética.
- La transición ecológica también supone un reto considerable para los bancos centrales y el sistema financiero, en la medida en que este profundo cambio estructural podría afectar de forma muy significativa a la conducción de la política monetaria y suponer considerables riesgos para la estabilidad financiera.

## Capítulo 3

### El mercado de trabajo español: situación actual, tendencias estructurales y políticas de empleo

La principal característica del comportamiento reciente del mercado de trabajo español ha sido el considerable dinamismo del empleo

- Entre el cuarto trimestre de 2019 y el último trimestre de 2023 se han creado en España 1,28 millones de puestos de trabajo, de los cuales 783.000 en 2023, y la tasa de empleo (en relación con la población de 16-64 años) ha aumentado en 2,2 puntos porcentuales (pp) (del 63,7 % al 65,9 %).
- El crecimiento del empleo se ha producido con una notable heterogeneidad sectorial, ocupacional y regional.
- El empleo en el sector público ha crecido más que en el sector privado. En 2019-2023, el empleo asalariado en el sector público en España aumentó en 340.000 personas, a una tasa anual media del 2,4 %, frente al 1,7 % en el sector privado.
- La recuperación de los flujos migratorios ha contribuido de forma notable al dinamismo reciente del empleo. De los 1,06 millones de nuevos trabajadores ocupados en 2022-2023, un 54 % tiene nacionalidad extranjera.
- Frente al considerable dinamismo del número de ocupados, el crecimiento de las horas efectivamente trabajadas ha sido sensiblemente menor y el promedio de horas trabajadas por ocupado ha disminuido.
- En contraste con el empleo, la productividad del trabajo apenas ha aumentado. Este factor, junto con el crecimiento de la remuneración por asalariado, ha impulsado la tasa de crecimiento de los costes laborales unitarios (CLU) por encima de la observada en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

La tasa de desempleo en la economía española sigue siendo excesivamente elevada, pese a lo cual el mercado de trabajo muestra síntomas de tensionamiento

- La tasa de paro de la economía española era a finales de 2023 del 11,8 %, la más baja registrada desde finales de 2008, pero duplicando aún la del conjunto de la UE-27.
- Una parte importante de las diferencias que en el plano internacional se observan en relación con las tasas de paro tienen que ver con las propias instituciones y políticas que afectan directamente al funcionamiento del mercado laboral.
- La falta de mano de obra es percibida por las empresas como uno de los principales factores que limitan su actividad productiva.
- El origen del tensionamiento del mercado de trabajo es heterogéneo por sectores y ocupaciones.

Una nueva ola de cambios tecnológicos va a modificar la división y organización del trabajo con efectos favorables para la productividad, pero desfavorables para el empleo en determinados sectores y ocupaciones

- El desarrollo de la robótica y de la inteligencia artificial podría permitir la automatización de tareas productivas a lo largo de toda la distribución de ocupaciones, incluso en las de mayor nivel de cualificación profesional.
- Hasta el momento, la demanda de trabajo ha aumentado relativamente más en aquellas ocupaciones potencialmente más expuestas a los desarrollos de la robótica y de la inteligencia artificial.

- La exposición a las nuevas tecnologías y su grado de complementariedad con respecto al trabajo humano determinarán quiénes serán los trabajadores desplazados y quiénes se beneficiarán de un mayor aumento de su productividad.
- La complementariedad con la robótica y la inteligencia artificial será mayor en aquellos trabajadores que entiendan cómo operan las nuevas tecnologías y que sean capaces de proporcionar valor añadido a las tareas realizadas por robots y algoritmos. Por el contrario, aquellos trabajadores que se limitan a la realización de un número reducido de tareas —ya sean o no rutinarias o manuales— serán, previsiblemente, desplazados por las nuevas tecnologías.
- Los cambios demográficos están provocando, y lo seguirán haciendo en el futuro, una profunda transformación de la composición por grupos de edad de la población trabajadora.
- Los cambios demográficos y tecnológicos interactúan entre sí, de manera que los impactos económicos de estos dos procesos estructurales estarán estrechamente interconectados.
- El envejecimiento de la población trabajadora española incide negativamente en el ritmo de avance de la tasa agregada de empleo y de la productividad y, por tanto, en el crecimiento económico potencial.
- El envejecimiento de la población también actúa sobre la demanda de trabajo a través de cambios en las pautas de consumo de los hogares y de la aparición de nuevas actividades relacionadas con la llamada *silver economy*.
- Los flujos migratorios, el alargamiento de la vida laboral y las políticas educativas y de empleo pueden contribuir a reducir algunos de los efectos adversos del envejecimiento de la población.

**La elevada tasa de paro y los cambios tecnológicos y demográficos en curso obligan a una revisión exhaustiva de las políticas de empleo**

- Las políticas de empleo deben considerarse en su conjunto: la eficacia de cada una de ellas en la consecución de sus objetivos depende de su complementariedad con el resto.
- Las políticas activas y pasivas de empleo constituyen un pilar fundamental del estado de bienestar. Sin embargo, estas políticas han sido hasta la fecha poco eficaces.
- En España, el grado de cobertura/protección de los desempleados a través de las políticas pasivas ha sido relativamente bajo en el contexto europeo. Sin embargo, la tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo y su duración son relativamente elevadas comparadas con las del resto de países.
- Igualmente, tanto la participación de los trabajadores en las políticas activas como el gasto en ellas son reducidos cuando se ponen en relación con la tasa de paro y con los países de nuestro entorno.
- Los cambios tecnológicos y demográficos en curso, que van a dar lugar a una profunda reasignación sectorial y ocupacional del empleo, hacen prioritario mejorar el funcionamiento de las políticas activas y pasivas de empleo.
- Hay otros aspectos del marco institucional del mercado laboral español que también deberían reconsiderarse para facilitar un ajuste eficiente de la oferta y de la demanda de trabajo.
- El alargamiento de la vida laboral debería fomentarse mediante la eliminación de distintos elementos que, en la práctica, están contribuyendo a expulsar del mercado laboral a los trabajadores de mayor edad.
- La negociación colectiva debe ajustarse para permitir una adaptación más flexible de las condiciones laborales a las distintas circunstancias de las empresas.

- La regulación de los costes de despido debe proporcionar un nivel de protección adecuado a los trabajadores y, al mismo tiempo, facilitar la movilidad sectorial y ocupacional del empleo.
- La duración máxima de la jornada de trabajo presenta una tendencia secular decreciente y seguirá reduciéndose en el futuro.
- La reducción de la jornada legal de trabajo debe tener en cuenta la considerable heterogeneidad que existe entre empresas y sectores y sus efectos sobre el empleo.

## Capítulo 4

### El mercado de la vivienda en España: evolución reciente, riesgos y problemas de accesibilidad

La fortaleza de la demanda de vivienda, junto con una relativa rigidez de la oferta, se ha traducido en un crecimiento sostenido de los precios de compraventa y alquiler de vivienda desde 2014

- La compraventa de viviendas muestra una fortaleza notable a pesar de la desaceleración observada desde el último trimestre de 2022, en un contexto macroeconómico favorable y de endurecimiento monetario desde principios de 2022.
- El crecimiento demográfico es un factor fundamental para explicar el dinamismo de la demanda de vivienda residencial, en régimen tanto de alquiler como de propiedad.
- Este crecimiento de la población se explica, en buena medida, por los importantes saldos migratorios del exterior, que se han intensificado desde 2022.
- La creación neta de hogares se concentra en determinadas comunidades autónomas y en las principales áreas urbanas, donde se observan los mayores aumentos de los precios de compraventa y alquiler.
- El aumento de la demanda de vivienda habitual se ve acompañado, además, por la fortaleza de la demanda que proviene de no residentes, ya sea para vivienda en propiedad o en alquiler —fundamentalmente vacacional—.
- Desde el inicio del endurecimiento monetario se ha reducido el recurso al crédito hipotecario para la adquisición de vivienda, si bien el flujo de nuevo crédito hipotecario residencial se situó en 2023 por encima del de 2019.
- Las entidades bancarias habrían mantenido unos estándares crediticios prudentes en la concesión de préstamos hipotecarios. Estas prácticas han evitado la acumulación de desequilibrios como los que llevaron a la crisis inmobiliaria y bancaria de 2008-2013.
- La prudente asignación del crédito de los últimos años, junto con las dinámicas de los precios de la vivienda y del mercado laboral, habría contribuido a un notable desplazamiento de la demanda de vivienda de los colectivos con menores niveles de renta hacia un mercado del alquiler con un tamaño relativo reducido en el contexto de la UE-27.
- A pesar del significativo aumento de la oferta de alquiler por parte de los particulares, el desarrollo de este mercado habría sido insuficiente para absorber la pujanza de la demanda, en un contexto de un reducido peso de los agentes profesionales y el alquiler social.
- La contribución de la vivienda nueva a la oferta agregada de vivienda ha sido limitada. Esto se explica, entre otros factores, por la escasez de mano de obra para la construcción, el aumento de los costes de producción y la falta de inversiones para la adquisición y el desarrollo de nuevo suelo urbano disponible para la edificación.
- La rigidez de la oferta de vivienda residencial también se explica por la reducida capacidad de rehabilitación de viviendas, la falta de adecuación de las viviendas vacías a las preferencias actuales de los hogares, la incertidumbre regulatoria y el auge de usos alternativos de la vivienda, como el alquiler vacacional o el de temporada.
- El menor dinamismo de la oferta de vivienda en el período reciente, en comparación con la robustez de la demanda, ha supuesto un importante soporte al crecimiento de los precios de compraventa y de alquiler de vivienda.
- No obstante, el crecimiento acumulado de los precios es heterogéneo y presenta una mayor intensidad en la vivienda nueva, las grandes áreas urbanas y las zonas turísticas.

A pesar del notable dinamismo de la actividad en el mercado de la vivienda residencial, las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera asociados a este mercado están contenidos

- No se detectan indicios de sobredimensionamiento de la actividad inmobiliaria. Así, tanto la proporción de empleados en el sector de la construcción sobre el empleo total como la ratio de inversión residencial sobre el PIB son reducidas en términos históricos.
- Tampoco se detectan señales de alerta relacionadas con la situación del mercado de crédito. En general, los estándares crediticios relacionados con las garantías de los préstamos y con su plazo de vencimiento se sitúan en niveles prudentes.
- Los indicadores de la capacidad de devolución de los préstamos en relación con la renta de los prestatarios también se sitúan en niveles prudentes, aunque se ha observado un cierto deterioro en el período más reciente.
- Los últimos datos disponibles —correspondientes al cuarto trimestre de 2023— apuntan a que el indicador promedio de valoración de la vivienda se situaría en un nivel próximo al de equilibrio.

Los problemas de acceso a la vivienda se han incrementado durante los últimos años y se concentran en determinados tipos de hogares y áreas geográficas

- Por colectivos, estas dificultades son de mayor intensidad en los hogares de menor renta y escasa capacidad de ahorro, situación en la que se encuentran, sobre todo, los jóvenes y la población de origen extranjero.
- Los problemas de acceso a la vivienda son el resultado de un crecimiento de los precios inmobiliarios mayor que la evolución de las rentas de estos colectivos, cuyos flujos de ingresos presentan una mayor incertidumbre, vinculada a su situación en el mercado de trabajo.
- Por zonas geográficas, las mayores dificultades se producen en las áreas con un mayor dinamismo de la actividad económica y turística.
- Entre el conjunto de los hogares que han accedido a la vivienda en propiedad con financiación hipotecaria, la proporción de los que realizan un sobresfuerzo en su gasto en vivienda es reducida.
- El esfuerzo contenido de los hogares hipotecados reflejaría, al menos en parte, la adecuada selección que realizan los bancos, que condicionan la financiación a los hogares a la disponibilidad de suficiente ahorro y nivel de renta en relación con los precios de compra de la vivienda.
- En cambio, en el grupo de hogares que residen en una vivienda alquilada, el porcentaje de aquellos que experimentan una situación de sobresfuerzo asociado a su gasto en vivienda es muy elevado y se sitúa por encima del promedio de la UE-27.
- Los hogares con menor renta, que no pueden acceder a la vivienda en propiedad, se enfrentan a un elevado coste del alquiler en relación con el precio de compraventa. Esto se explica, en parte, por los problemas de funcionamiento de este mercado.

Los efectos sociales y económicos adversos asociados a las dificultades de acceso a la vivienda justifican la adopción de medidas de política económica dirigidas a corregir estos problemas

- La situación de sobresfuerzo vinculado al gasto en vivienda de los hogares limita su capacidad de ahorro y puede distorsionar, entre otras, sus decisiones de consumo e inversión, las de localización geográfica y natalidad, así como las relativas a la acumulación de capital humano.

- Como resultado de todo ello, los problemas de acceso a la vivienda podrían tener implicaciones negativas no solo en el corto plazo, sino también en el largo plazo, y dar lugar a pérdidas de productividad agregadas y a un menor crecimiento económico.
- La magnitud del problema diagnosticado hace difícil vislumbrar que actuaciones aisladas de corto plazo puedan tener el alcance suficiente para reducir de forma significativa las actuales dificultades de acceso a la vivienda.
- Al mismo tiempo, el diseño de las políticas públicas debiera evitar que algunas actuaciones, cuya efectividad pudiera ser relativamente limitada en el corto plazo, acaben generando efectos indeseados significativos que dificulten el funcionamiento de este mercado en el medio y largo plazo.
- En la medida en que los actuales problemas de acceso a la vivienda son el resultado de desequilibrios acumulados a lo largo de muchos años, su resolución debe ser planteada como la combinación de múltiples políticas en distintos ámbitos y de naturaleza estructural.
- Sería deseable que las medidas adoptadas:
  - contemplaran un horizonte temporal amplio en términos de diseño, implementación y evaluación de las políticas públicas;
  - involucraran a las distintas Administraciones Pùblicas con responsabilidades en materia de vivienda, de forma coordinada y en colaboración con la iniciativa privada;
  - pusieran un foco especial en el estímulo de la oferta de vivienda, especialmente en el caso del mercado de alquiler y el alquiler social, priorizando la asignación de los recursos disponibles entre los colectivos más vulnerables, y
  - prestaran atención a otros ámbitos que afectan al mercado de la vivienda, como los relativos al funcionamiento del mercado de trabajo, al dinamismo de la productividad de la economía y a las políticas tributarias y de transporte.



# Capítulo 1

---

## **La resiliencia de la economía española en el contexto europeo**

## Índice

**Ideas principales** 49

**1 Introducción** 50

**2 Contexto económico global y de la Unión Económica y Monetaria** 53

**3 La política monetaria del Banco Central Europeo y su traslación a las condiciones de financiación** 60

**4 La economía española** 70

**Bibliografía** 95

Recuadros

**1.1** Una cuantificación de los determinantes de las sorpresas en la previsión de crecimiento del PIB en 2023 97

**1.2** La vulnerabilidad de los hogares y las empresas ante el endurecimiento de las condiciones de financiación 101



# Capítulo 1

## Ideas principales

- La senda de moderación de la inflación ha proseguido a escala global, impulsada especialmente por las caídas de los precios de la energía, mientras que la actividad económica mundial ha mantenido un cierto dinamismo.
- El aumento de los tipos de interés oficiales del Banco Central Europeo (BCE) ha elevado el coste de la nueva financiación de los hogares y las empresas en 2023, si bien este encarecimiento se fue ralentizando en la segunda mitad del año y ha tenido un impacto limitado sobre su vulnerabilidad, así como sobre la calidad crediticia de los balances bancarios.
- La economía española registró en 2023 un grado de dinamismo elevado —mayor que en el resto del área del euro y por encima de lo esperado a principios de año—, impulsado por la fortaleza tanto del consumo público y privado como de las exportaciones de servicios, frente a la debilidad de la inversión.
- La inflación general en España ha prolongado su senda de moderación iniciada en el tercer trimestre de 2022 —incluso con una mayor intensidad de lo esperado debido a las caídas no anticipadas en los precios de la energía—, mientras que la inflación subyacente y la remuneración por asalariado sorprendieron ligeramente al alza en el transcurso de 2023.
- De cara al futuro, se prevé que la economía española continúe registrando un notable grado de dinamismo y se prolongue la senda de moderación de la inflación.

## 1 Introducción

El comportamiento de la economía mundial se ha caracterizado, a lo largo de 2023 y en el tramo transcurrido de 2024, por la prolongación de la senda de desaceleración de la inflación. Por un lado, las caídas de los precios de las materias primas energéticas —más acusadas de lo inicialmente previsto— y la resolución gradual de los cuellos de botella en el comercio internacional tras la pandemia han contribuido a la moderación de los precios. Por otro lado, el endurecimiento de la política monetaria global y su mantenimiento en territorio restrictivo, así como su traslación a las condiciones de financiación, también han contribuido al alivio de las presiones inflacionistas.

En este contexto, si bien la actividad económica experimentó una leve ralentización a nivel global en el conjunto de 2023, lo cierto es que mantuvo un mayor dinamismo del esperado inicialmente, en parte como consecuencia del considerable vigor que mostraron los mercados de trabajo en la mayor parte de las economías mundiales y, en algunas regiones, del apoyo proporcionado por la política fiscal. No obstante, la heterogeneidad por áreas geográficas fue significativa, contrastando, por ejemplo, la aceleración registrada en Estados Unidos y China con la acusada desaceleración experimentada en el área del euro, que mostró una notable debilidad —más acusada de lo esperado a principios del año—. Entre las economías europeas, destacó especialmente la atonía de la economía alemana, que incluso experimentó una ligera contracción.

De cara a 2024, se espera que el dinamismo de la actividad económica global permanezca en niveles similares a los actuales, con tasas de crecimiento relativamente moderadas en términos históricos y una cierta heterogeneidad por áreas geográficas. Así, se prevé una ligera desaceleración del crecimiento en China y otras economías emergentes, frente a una leve aceleración en el caso de Estados Unidos y el área del euro, si bien esta última continúa siendo una de las regiones donde la debilidad de la actividad económica es más acusada. Asimismo, con respecto a la inflación, se espera una continuación de la senda de moderación a nivel mundial, que sería no obstante algo menos intensa que en los últimos trimestres. De acuerdo con estas perspectivas económicas a escala global, el endurecimiento acumulado de la política monetaria habría contribuido a contener las presiones inflacionistas, a la par que seguiría teniendo un coste relativamente limitado en lo que se refiere a reducir el dinamismo de la actividad y del mercado laboral. En este escenario, los mercados financieros internacionales descuentan que los bancos centrales de las principales economías avanzadas —incluyendo el Banco Central Europeo (BCE)— no tardarán en reducir sus tipos de interés oficiales tras mantenerlos inalterados desde el segundo semestre de 2023<sup>1</sup>.

1 En este contexto, conviene singularizar el caso del Banco de Japón, que, en su reunión de marzo, endureció el tono de su política monetaria mediante decisiones como la subida de sus tipos de interés —primera desde 2007—, hasta situarlos en terreno ligeramente positivo —por primera vez desde 2016—, y el abandono de su estrategia de control sobre la curva de tipos dirigida a mantener en niveles bajos las tasas de interés a largo plazo. Estas decisiones se produjeron en un entorno en el que el repunte de los precios registrado en los últimos años habría contribuido a que, de acuerdo con su *Informe de Proyecciones* de enero de 2024, el objetivo de estabilidad de precios del 2% se lograra de manera sostenible y estable hacia el final del período de proyección.

En el caso de la economía española, la actividad ha venido mostrando una resiliencia notable en los últimos trimestres, pese al endurecimiento de las condiciones de financiación y la atonía de la actividad en el área del euro. En particular, la desaceleración registrada en el ritmo de avance del PIB en el conjunto de 2023 fue menor que la contemplada en las previsiones disponibles a principios de año (véase recuadro 1.1). Además, el crecimiento del PIB fue significativamente más vigoroso que el correspondiente al conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM), debido, al menos en parte, a que el nivel de PIB se encontraba más alejado de sus niveles previos a la pandemia a finales de 2022 y a que el impacto de la crisis energética —vinculada a la invasión rusa de Ucrania— sobre la economía española habría sido menos intenso que en el caso de otras economías europeas. De este modo, a finales de 2023 el PIB se situó en torno a un 3 % por encima del registrado a finales de 2019, tanto en España como en la UEM, pese a la mayor contracción experimentada durante la pandemia en el caso de la economía española. No obstante, en términos per cápita, el PIB se situaba en España un 0,3 % por encima de su nivel de finales de 2019 —en un contexto de elevados flujos de inmigración registrados en los dos últimos años—, por debajo de lo observado en el conjunto de la UEM, donde se encontraba un 2 % por encima de su nivel previo a la pandemia.

El elevado dinamismo del consumo público y del gasto de los hogares, junto con el buen desempeño de las exportaciones netas, habrían constituido los principales soportes de la actividad en España, mientras que la inversión de las empresas viene experimentando una notable debilidad. Por un lado, las decisiones de gasto de los hogares se estarían apoyando en la fortaleza del empleo<sup>2</sup>, que, unida a la desaceleración de la inflación, favoreció el avance de la renta real, en un entorno de crecimiento de la población y recurso al crédito para consumo. Por otro lado, pese a la ralentización de nuestros principales mercados de exportación, la contribución de las exportaciones netas al avance del PIB fue positiva en 2023, debido al elevado dinamismo de las llegadas de turistas internacionales en un contexto de acusada debilidad de las importaciones. Por último, los aumentos percibidos en los niveles de incertidumbre por parte de las empresas y el endurecimiento de las condiciones de financiación habrían incidido negativamente sobre sus decisiones de inversión, pese al incremento de sus excedentes. En cualquier caso, el avance de las rentas de los hogares y de los excedentes empresariales habrían mitigado el aumento de la vulnerabilidad de los hogares y las empresas asociado a las subidas acumuladas en los tipos de interés desde 2021, en un escenario en el que el sector privado no financiero ha prolongado su senda de desendeudamiento (véase recuadro 1.2). Asimismo, el desapalancamiento del sector privado y el incremento del superávit por cuenta corriente en 2023 han propiciado una notable reducción del saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) de España frente al resto del mundo. Sin embargo, el déficit estructural de las Administraciones Públicas (AAPP) se mantendría aún por encima del registrado en 2019, en un contexto de deuda pública aún elevada —107,7 % del PIB a cierre de 2023—.

De cara al futuro, las perspectivas de crecimiento de la economía española se mantienen relativamente favorables a lo largo del horizonte 2024-2026<sup>3</sup>. Por un lado, la disipación gradual

<sup>2</sup> Para más detalles sobre la evolución reciente del mercado laboral en España y sus retos futuros, véase el capítulo 3 de este Informe.

<sup>3</sup> Véase Banco de España (2024d).

del impacto negativo del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad contribuirá a la reactivación paulatina de la economía europea como factor dinamizante de la demanda externa y el crecimiento de la economía española. Por otro lado, la moderación de la inflación y la consiguiente recuperación de las rentas reales de los agentes, unidas al impulso fiscal proveniente del programa *Next Generation EU* (NGEU), actuarán como factores de soporte de la demanda interna.

De cualquier manera, la ausencia de convergencia hacia el nivel de renta per cápita del conjunto del área del euro que muestra la economía española pone de manifiesto la necesidad de abordar una serie de retos estructurales vinculados a las deficiencias que esta ha venido presentando persistentemente en los últimos años. Entre ellas, cabe destacar el escaso dinamismo de la productividad y los elevados niveles de deuda y déficit públicos (véase el capítulo 2 de este Informe), la elevada tasa de desempleo estructural en un contexto de desafíos significativos para el mercado laboral asociados al envejecimiento de la población y a la transición digital (véase el capítulo 3) y las dificultades crecientes de acceso a la vivienda por parte de los hogares (véase el capítulo 4).

## 2 Contexto económico global y de la Unión Económica y Monetaria

En el transcurso de 2023, la evolución de la economía mundial estuvo condicionada por la caída de los precios de las materias primas energéticas y por el desvanecimiento de las perturbaciones de oferta adversas registradas en años precedentes.

- La senda de desaceleración de los precios de las materias primas contribuyó de forma significativa al proceso desinflacionista a lo largo de 2023. En lo que respecta a las materias primas energéticas, el precio del petróleo (brent) se redujo desde un máximo de 120 dólares/barril en junio de 2022 a unos 80 dólares/barril a finales de 2022, para posteriormente oscilar en torno a ese nivel en el curso de 2023, en línea con lo esperado por los futuros a principios de año<sup>4</sup>. En el caso del gas natural, el elevado nivel de inventarios en la Unión Europea (UE), junto con un incremento del suministro procedente de países alternativos a Rusia, contribuyeron a una caída del precio desde 75 euros/MWh en enero de 2023 hasta 28 euros/MWh a finales de año, reducción significativamente más acusada de lo anticipado en los mercados de futuros a principios de año (véase gráfico 1.1.a). En cuanto a las materias primas agrícolas, sus precios también cayeron con una intensidad levemente más acusada de lo inicialmente cotizado en los mercados de futuros.
- A lo largo de 2023, la progresiva relajación de los cuellos de botella de las cadenas globales de valor favoreció, junto con la reducción de los precios de la energía, una notable desaceleración de los precios de los bienes industriales. Este alivio en el tensionamiento de las cadenas de suministros y de los precios industriales estuvo también apoyado por la moderación de la demanda de este tipo de bienes, en un contexto en el que la cesta de consumo de los hogares continúo reorientándose hacia los servicios. No obstante, desde mediados de diciembre de 2023, las tensiones originadas en Oriente Medio por la guerra en Gaza han provocado un nuevo episodio de disrupciones en el flujo internacional de comercio a través del mar Rojo, ocasionando un incremento de los plazos y costes del transporte marítimo. Hasta el momento, estas disrupciones han tenido un impacto relativamente limitado sobre los cuellos de botella de las cadenas de suministros, de acuerdo con el índice elaborado por el Banco de España, que se mantiene por debajo de los máximos registrados durante la pandemia (véase gráfico 1.1.b)<sup>5</sup>.

La actividad económica también se vio afectada por el endurecimiento de la política monetaria de las principales economías avanzadas en el transcurso de 2022 y 2023.

- En un contexto de desaceleración de la inflación a nivel global —como se analiza más adelante—, los bancos centrales de las principales economías desarrolladas siguieron endureciendo sus políticas monetarias durante 2023, hasta pausar las subidas de tipos de

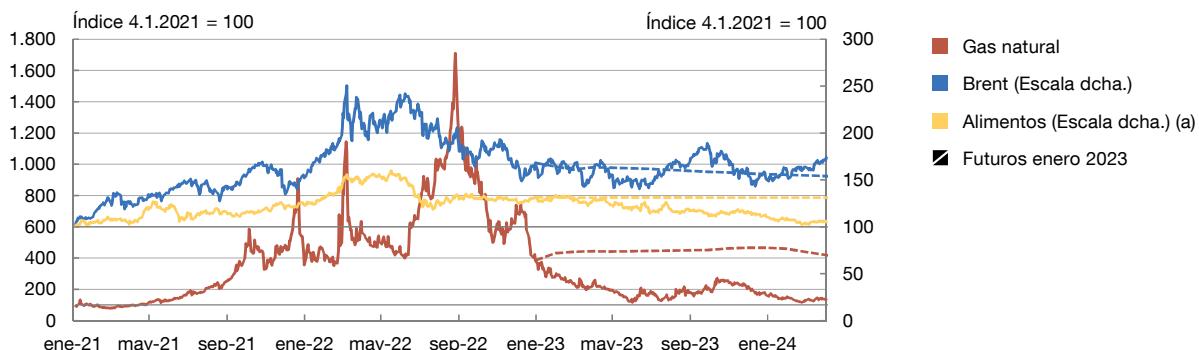
<sup>4</sup> Para más detalles sobre los factores que explican la evolución de los precios del petróleo a lo largo de 2023, véase Alonso (2024).

<sup>5</sup> Para un análisis del impacto de la crisis del mar Rojo sobre los cuellos de botella, véase Viani (2024). Para más detalles acerca del indicador de cuellos de botella, véase Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani (2024).

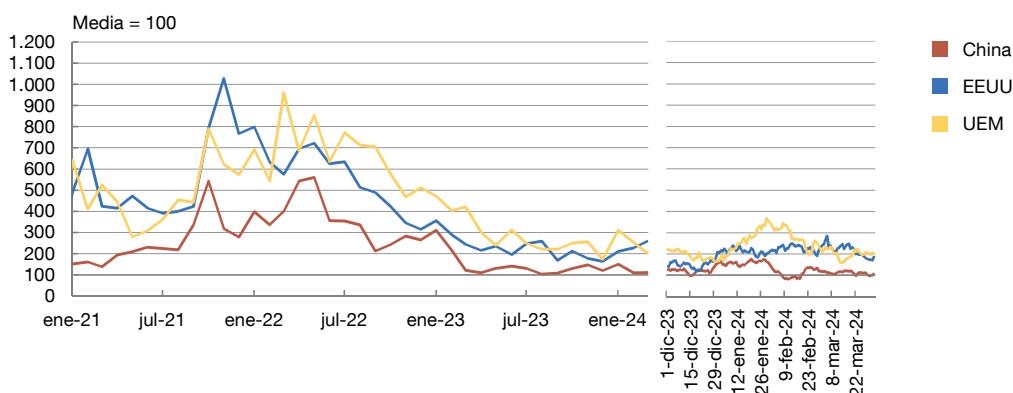
Gráfico 1.1

**La actividad económica global estuvo condicionada por la caída de los precios energéticos, la normalización de los cuellos de botella y el endurecimiento de la política monetaria**

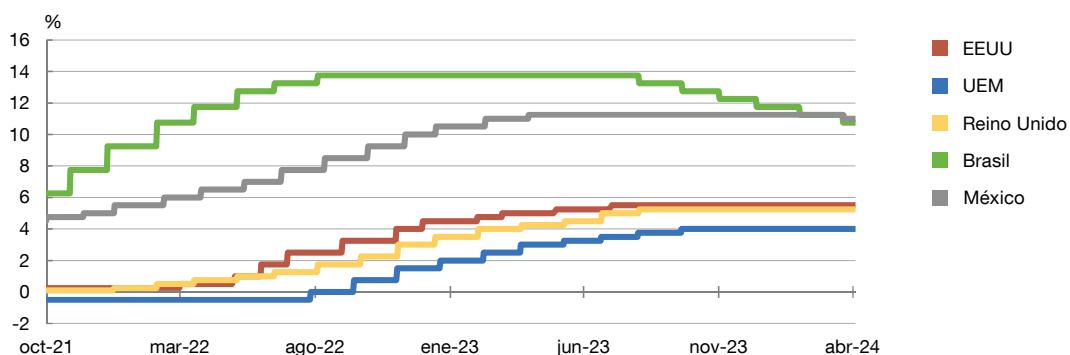
#### 1.1.a Precios de gas, petróleo y alimentos



#### 1.1.b Índice de cuellos de botella en los suministros: crisis del mar Rojo (b)



#### 1.1.c Tipos de interés oficiales



**FUENTES:** Banco de España (basado en Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani, 2024), estadísticas nacionales y Refinitiv.

a Bloomberg Agriculture Spot Index.

b El índice de cuellos de botella mide la proporción de noticias en los periódicos que reportan problemas de suministros y tiene media 100 hasta diciembre de 2021 (Burriel, Kataryniuk, Moreno y Viani, 2024). El índice relativo a la UEM se calcula como el promedio de los índices nacionales de Alemania, Francia, Italia y España.



interés en el segundo semestre del año. En particular, entre enero y septiembre de 2023, el BCE elevó el tipo de interés de la facilidad de depósito en 200 puntos básicos (pb) hasta el 4 %, la Reserva Federal aumentó el tipo de interés oficial en 100 pb hasta el rango 5,25 %-5,50 % y el Banco de Inglaterra lo elevó en 175 pb, hasta el 5,25 % (véase gráfico 1.1.c). Desde entonces, los bancos centrales de las principales economías avanzadas han mantenido los tipos de interés oficiales inalterados<sup>6</sup>, si bien los mercados financieros internacionales descuentan que iniciarán la senda de bajadas a lo largo de 2024<sup>7</sup>.

- En el caso de las economías emergentes, que, en términos generales, comenzaron antes el proceso de endurecimiento de la política monetaria y en las que este fue más intenso, los avances en el proceso desinflacionario permitieron iniciar también antes las reducciones de los tipos de interés oficiales. Así, por ejemplo, algunos bancos centrales de América Latina y de Europa del Este redujeron sus tipos de interés oficiales en el segundo semestre de 2023.

La actividad económica mundial se desaceleró ligeramente en el transcurso de 2023, aunque mantuvo un dinamismo mayor del inicialmente esperado y mostró una notable heterogeneidad entre áreas geográficas, destacando la atonía que caracterizó el crecimiento económico en la UEM.

- La economía mundial creció un 3,2 % en 2023, de acuerdo con las estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) de abril de 2024, por debajo del 3,5 % registrado en 2022. Esta leve desaceleración de la actividad económica mundial mostró una significativa heterogeneidad por áreas geográficas, contrastando la aceleración registrada en Estados Unidos y en China con la acusada desaceleración observada en Reino Unido y el área del euro (véase gráfico 1.2.a).
- En el área del euro, el avance del PIB se desaceleró de forma considerable, al reducirse su tasa de crecimiento del 3,4 % en 2022 al 0,4 % en 2023, significativamente por debajo de lo previsto a principios de año. La acusada debilidad experimentada en el conjunto de la UEM enmascara una notable heterogeneidad entre países. Por un lado, la debilidad fue especialmente acusada en los del centro y norte de Europa, con retrocesos del PIB en países como Austria, Finlandia y Alemania, entre los que destaca particularmente este último, dado su elevado peso en el conjunto de la UEM. Por otro lado, otras grandes economías como Francia e Italia registraron sendas desaceleraciones hasta registrar tasas de crecimiento ligeramente inferiores al 1 % en 2023. Finalmente, algunos países del sur de Europa, como España, Grecia y Portugal, experimentaron ritmos de crecimiento más elevados, en el entorno del 2 %, si bien fueron también inferiores a los del año anterior.
- Esta heterogeneidad en los ritmos de desaceleración dentro de la UEM puede explicarse, al menos en parte, por el impacto diferencial de las consecuencias derivadas de la guerra en Ucrania. En particular, pese a que el encarecimiento de la energía habría tenido un

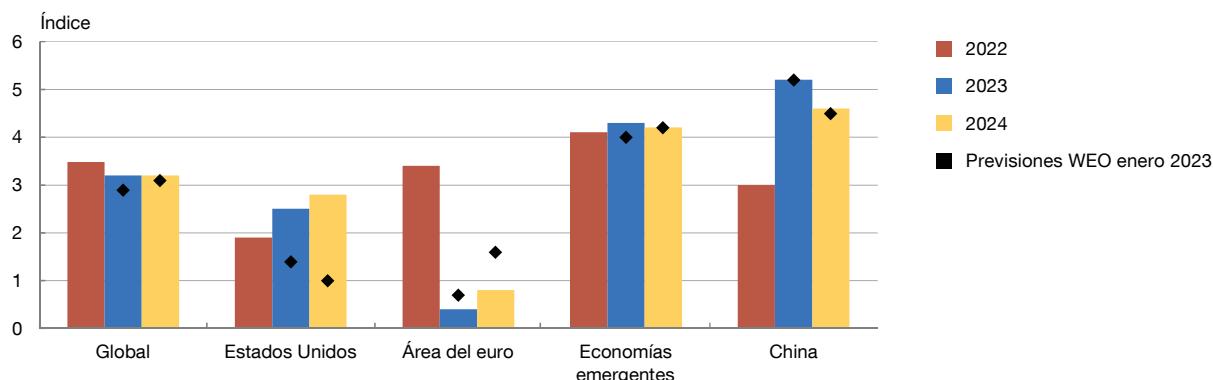
6 Cabe destacar la excepción del Banco de Japón, que, en su reunión de marzo, elevó moderadamente sus tipos de interés por primera vez desde 2007, hasta situarlos en terreno ligeramente positivo por primera vez desde 2016.

7 En este contexto, si bien el euro se apreció ligeramente frente al dólar en el conjunto de 2023, las posibles divergencias en el proceso de reducción de los tipos de interés podrían condicionar la evolución de los tipos de cambio a lo largo de 2024.

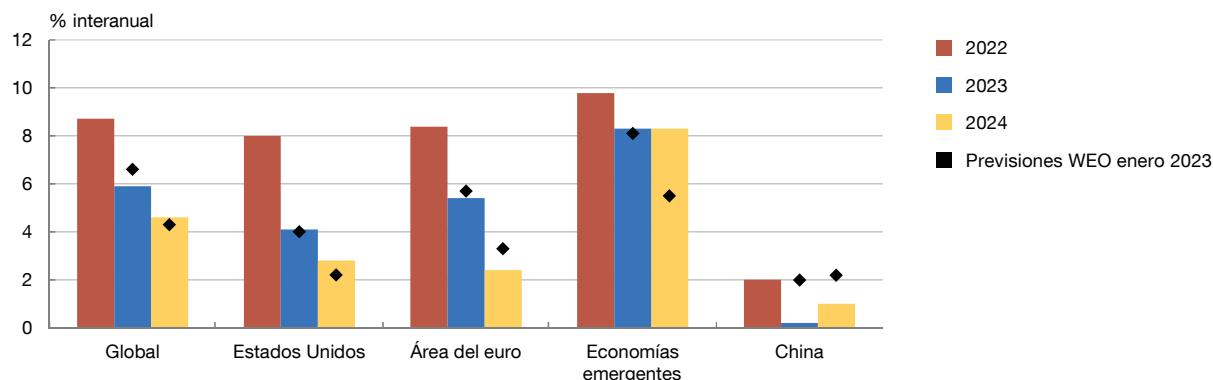
Gráfico 1.2

**La actividad económica mundial se desaceleró ligeramente en 2023, aunque mostró una notable heterogeneidad entre áreas, al tiempo que la inflación general sigue cayendo**

1.2.a Previsiones de crecimiento del PIB del World Economic Outlook (WEO) de abril de 2024 (a)



1.2.b Previsiones de inflación del WEO de abril de 2024 (a) (b)



FUENTES: FMI (WEO de enero de 2023, abril de 2023 y abril de 2024) y estadísticas nacionales.

a Dato final para 2022 y previsión para el resto.

b Las previsiones de China son las referentes al WEO de abril de 2023 y abril de 2024.



impacto negativo sobre el dinamismo de la actividad en todas las economías, este habría sido más acusado en aquellas economías más dependientes de las materias primas procedentes de Rusia y en cuya estructura productiva tienen un mayor peso las industrias intensivas en el uso de energía, como es el caso de Alemania. Otros factores explicativos de la desaceleración de la actividad económica en el conjunto de la UEM serían el impacto del endurecimiento acumulado de la política monetaria y su transmisión a la economía real, así como el deterioro de la confianza.

- En Estados Unidos se produjo una aceleración de la actividad y se registró un crecimiento del PIB del 2,5 % en 2023, por encima del 1,9 % de 2022 y de lo previsto a principios de año. Esto se debió, principalmente, al dinamismo de la demanda interna —tanto en lo que se refiere al consumo privado como a la inversión—, explicado, a su vez, por la resiliencia

del mercado laboral, por el tono expansivo de la política fiscal y por un mayor uso de los colchones de ahorro generados durante la pandemia<sup>8</sup>.

- En el caso de otras economías desarrolladas, la evolución fue también dispar. Por un lado, en Reino Unido el crecimiento del PIB se moderó desde el 4,3 % en 2022 hasta el 0,1 % en 2023, debido, entre otros factores, a los efectos de la elevada inflación y el tono restrictivo de la política monetaria para atajarla. Por otro lado, en Japón la actividad se aceleró desde el 1 % registrado en 2022 hasta el 1,9 % en 2023, en un entorno con un tono más expansivo de las políticas económicas.
- En cuanto a las economías emergentes, cabe destacar la aceleración registrada en el caso de China, cuyo PIB creció un 5,2 % en el conjunto de 2023 —por encima de lo esperado—, frente al 3 % de 2022. En cualquier caso, tras el repunte del crecimiento a principios de año propiciado por la reapertura de la economía china, la actividad se desaceleró sustancialmente en el segundo trimestre —como consecuencia principalmente de la crisis del sector inmobiliario<sup>9</sup>— y se estabilizó en el segundo semestre, gracias al apoyo de las políticas económicas y al dinamismo del consumo. Además, los riesgos asociados a la evolución del mercado inmobiliario siguen siendo relevantes, como apunta la liquidación a finales de enero de este año del promotor inmobiliario Evergrande, si bien no se han observado, por el momento, episodios de contagio a otras entidades.
- Por su parte, en América Latina se observó una desaceleración de la actividad (con un crecimiento del 2,5 % en 2023, frente al 4,2 % en 2022), aunque menor que la esperada a principios de año. En particular, el relativamente elevado dinamismo de las dos principales economías de la región, Brasil y México —por encima de lo esperado a comienzos de año—, contrastó con un crecimiento más débil de lo previsto en el resto de la zona<sup>10</sup>.

De cara al futuro, las previsiones disponibles contemplan una cierta estabilización del crecimiento económico mundial, aunque con una notable heterogeneidad por áreas geográficas.

- En los primeros meses de 2024, los indicadores apuntan a una estabilización de los ritmos de avance de la actividad económica a escala global, si bien se mantienen disparidades significativas entre regiones, tanto en lo relativo a la evolución reciente como a las perspectivas a futuro de acuerdo con las últimas previsiones disponibles.
- En el área del euro, según el ejercicio de proyecciones del BCE publicado en marzo de este año, se prevé un ligero repunte del PIB en 2024, debido al aumento de la renta disponible real —en un contexto de crecimientos salariales y moderación de la inflación—. Por el contrario, se prevé que la inversión se contraiga en 2024, como consecuencia del impacto negativo de las condiciones financieras restrictivas, aunque las expectativas de relajación

8 Para un análisis comparativo del uso de los colchones de ahorro, véase, por ejemplo, De Soyres, Moore y Ortiz (2023).

9 Véanse Banco de España (2023c) y Alonso, Santabárbara y Suárez-Varela (2023).

10 Véase Banco de España (2024a).

gradual de las mismas y el impulso asociado al despliegue de los proyectos financiados con fondos NGEU sustentarán su posterior recuperación.

- En Estados Unidos, de acuerdo con las previsiones del FMI publicadas en abril de este año, se espera una leve aceleración de la tasa de crecimiento del PIB en el conjunto de 2024 hasta el 2,7 % —frente al 2,5 % registrado en 2023—, debido a la resiliencia de la demanda interna y al efecto arrastre del dinamismo registrado en el tramo final de 2023, y a pesar de los efectos acumulados de la política monetaria restrictiva y de una política fiscal menos expansiva.
- En cuanto a las economías emergentes, según las últimas previsiones del FMI, cabe destacar la ralentización prevista en el caso de la economía china, mientras que en América Latina se espera una cierta estabilización en el grado de dinamismo de la actividad, con tasas de crecimiento similares a las registradas en 2023 —con la excepción de Argentina, que registraría un descenso—.

Las tasas de inflación general han seguido una trayectoria descendente a escala global, si bien la inflación subyacente ha mostrado un descenso más gradual.

- A lo largo del año 2023, las tasas de inflación general se moderaron de forma generalizada a nivel global, pasando de un promedio mundial del 8,9 % en septiembre de 2022 hasta un 4,2 % en diciembre de 2023. Las tasas de inflación subyacente también se moderaron a escala global al caer desde el 6,7 % en octubre de 2022 hasta el 4,8 % en diciembre de 2023, aunque mostraron una mayor resistencia a la baja y el descenso fue más gradual (véase gráfico 1.2.b).
- A pesar de la fuerte desaceleración de la inflación, esta permaneció en niveles elevados en las diferentes áreas geográficas. En el área del euro, la tasa de inflación general pasó de un máximo del 10,6 % en octubre de 2022 al 2,9 % en diciembre de 2023, mientras que la tasa subyacente se moderó del 5,7 % en marzo de 2023 al 3,4 % en diciembre<sup>11</sup>. En Estados Unidos, la inflación general disminuyó desde el máximo del 9,1 % en junio de 2022 hasta el 3,4 % en diciembre de 2023, y la subyacente se redujo del 6,6 % en septiembre de 2022 al 3,9 % en diciembre de 2023. En América Latina, la tasa de inflación promedio se redujo del 10,2 % en junio de 2022 al 5 % en diciembre de 2023, si bien la inflación subyacente registró una mayor resistencia a la baja. En cambio, en China, la inflación se mantuvo mucho más reducida que en otras áreas y fue disminuyendo a lo largo del año, hasta situarse en el -0,3 % en diciembre de 2023, debido, sobre todo, al descenso de los precios de los alimentos.
- Además de la moderación de los precios de la energía y, en menor medida, del impacto del endurecimiento de la política monetaria, otros factores contribuyeron a reducir las tasas de

<sup>11</sup> Por países, el descenso de la inflación general fue especialmente acusado en Italia, Bélgica o Países Bajos, con tasas inferiores al 1 % en diciembre de 2023, y más moderado en otros, como Francia, donde superaba el 4 % al final del año.

inflación de forma generalizada a nivel global. En concreto, cabe destacar los efectos base que se produjeron en 2023 tras los fuertes incrementos de precios en 2022 y, en algunas regiones como el área del euro, las medidas fiscales aprobadas para contener la inflación, si bien el carácter transitorio de ambos fenómenos contribuirá a una reducción más lenta de la inflación en el futuro, como se anticipa en las proyecciones.

- Los primeros datos de inflación de 2024 se han caracterizado, en términos generales, por sorpresas a la baja en el componente energético —aunque de menor magnitud que las registradas a principios de 2023— y por cierta resistencia a la baja por parte de la inflación de los servicios.
- De cara al futuro, se espera una continuación de la senda de moderación de la inflación en todas las áreas geográficas, que sería no obstante algo menos intensa que en los últimos trimestres. En cualquier caso, tanto en el área del euro —de acuerdo con las previsiones del BCE de marzo— como en Estados Unidos —según las proyecciones de la Reserva Federal— se prevé que la inflación general alcance el nivel objetivo del 2 % en torno a la segunda mitad de 2025 y se mantenga alrededor de esta cifra en 2026.

### 3 La política monetaria del Banco Central Europeo y su traslación a las condiciones de financiación

El BCE aumentó los tipos de interés oficiales en el transcurso de 2023 —en el caso del tipo de la facilidad de depósito, hasta el 4 % en septiembre— y los ha mantenido sin cambios desde entonces.

- En un contexto en el que las expectativas de inflación se iban ajustando hacia el objetivo del 2 % a medio plazo, el BCE fue ralentizando el ritmo de subidas de sus tipos de interés, en línea con su enfoque dependiente de los datos. En concreto, tras el aumento acumulado de 250 pb en los tipos de interés durante 2022, el BCE realizó dos subidas más de 50 pb en sus reuniones de febrero y marzo de 2023 y continuó con incrementos más moderados, de 25 pb, en las siguientes cuatro reuniones (véase gráfico 1.3).
- Desde septiembre de 2023, el BCE ha mantenido los tipos de interés oficiales inalterados, al considerar que se habían alcanzado niveles que, mantenidos durante un período lo suficientemente largo, contribuirían al retorno de la inflación a su objetivo del 2 % a medio plazo.
- Más recientemente, en su reunión de abril, el Consejo de Gobierno (CG) indicó que sería apropiado reducir el nivel de restricción de la política monetaria si su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, la dinámica de la inflación subyacente y la intensidad de la transmisión de la política monetaria refuerza su confianza en que la inflación está convergiendo hacia el objetivo de forma sostenida. En cualquier caso, las decisiones futuras dependerán de los datos y el BCE no se comprometerá de antemano con una senda concreta de tipos.

Adicionalmente, el BCE continuó con la normalización del tamaño del balance del Eurosistema a lo largo de 2023.

- Por un lado, el balance<sup>12</sup> continuó reduciéndose a través de los reembolsos de los fondos de la tercera serie de las operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico, de modo que el saldo de estas operaciones ha caído en 2,1 billones de euros desde el pico alcanzado a finales de 2021.
- Por otro lado, el BCE también ha comenzado a reducir la cartera del Programa de Compras de Activos (APP, por sus siglas en inglés). En particular, a partir de marzo de 2023 el BCE dejó de reinvertir íntegramente el principal de los activos a un ritmo de reducción de 15 mm de euros mensuales<sup>13</sup> y puso fin a las reinversiones en julio. En

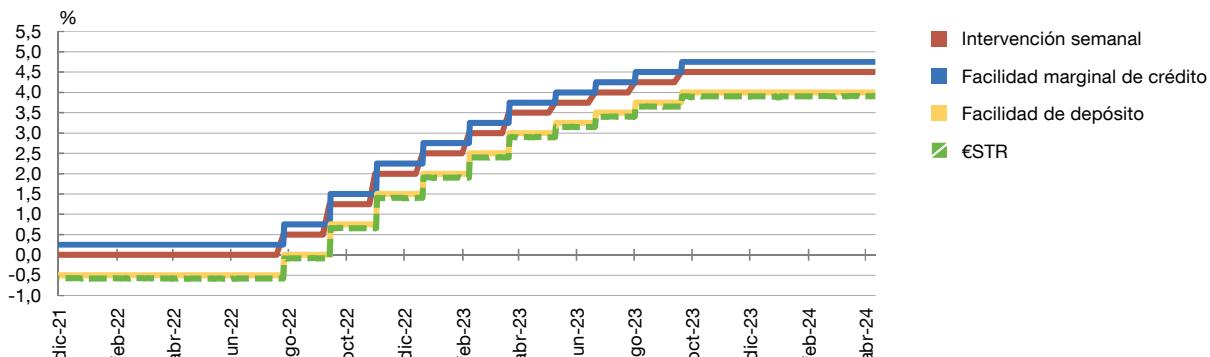
12 Para una explicación más detallada sobre qué es el balance de un banco central y cuáles son las implicaciones de su reducción, véase Nuño (2024).

13 En concreto, las tenencias de valores adquiridos bajo el APP se redujeron en 15 mm de euros por mes hasta julio de 2023.

Gráfico 1.3

**En el transcurso de 2023, el BCE fue ralentizando el ritmo de subidas de los tipos de interés oficiales, hasta alcanzar el 4 % en septiembre, nivel que se mantiene desde entonces**

### 1.3.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Última observación: 11 de abril de 2024.



total, la cartera del APP se ha reducido en más de 248 mm de euros desde marzo de 2023. Más recientemente, en diciembre de 2023, el CG anunció que también comenzaría a reducir la cartera del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP, por sus siglas en inglés) en la segunda mitad de 2024<sup>14</sup>.

- Por último, el 13 de marzo, el CG anunció el resultado de la revisión del marco operativo del BCE<sup>15</sup>. Bajo el nuevo marco, el CG continuará guiando la orientación de su política monetaria a través de cambios en el tipo de interés de la facilidad de depósito (DFR, por sus siglas en inglés)<sup>16</sup>. No obstante, el diferencial de este tipo de interés con respecto al de las operaciones principales de financiación (MRO, por sus siglas en inglés) se reducirá de 50 pb a 15 pb a partir del 18 de septiembre con el objetivo de limitar la volatilidad de los tipos de interés de mercado. Además, el Eurosistema reducirá su huella en el mercado proporcionando liquidez al sistema a través de una variedad de instrumentos en función de la demanda de reservas por parte de las entidades de crédito<sup>17</sup>. En cualquier caso, el CG permanecerá vigilante

<sup>14</sup> La cartera del PEPP comenzará a reducirse a un ritmo promedio mensual de 7.500 millones de euros en julio de 2024, manteniendo la fecha del fin de las reinversiones en línea con lo previamente anunciado: finales de 2024.

<sup>15</sup> El marco operativo del BCE guía los tipos de interés del mercado monetario a corto plazo hacia los niveles deseados por el CG. Para más información sobre los cambios anunciados en el marco operativo del BCE, véase Banco Central Europeo (2024).

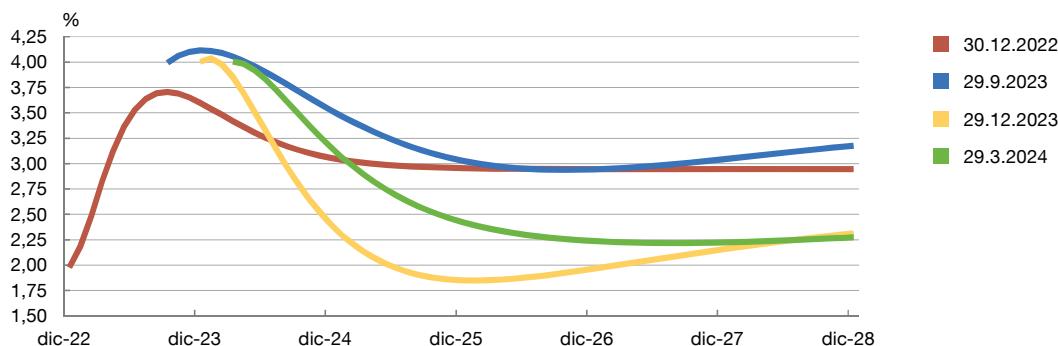
<sup>16</sup> Aunque en los medios de comunicación suele destacarse el tipo de interés de las MRO, en los últimos años el DFR es el tipo de interés del BCE al que están más estrechamente ligados los tipos de interés en el mercado interbancario y, por tanto, en el mercado de crédito para consumidores y empresas. Para más detalle, véase Martínez-Martín (2023).

<sup>17</sup> En particular, se combinarán operaciones de financiación a corto plazo con operaciones de financiación a plazo más largo a tres meses y, más adelante, se añadirán operaciones estructurales de financiación a plazo más largo y con una nueva cartera estructural de valores (en la que incorporará consideraciones de cambio climático, en línea con el objetivo secundario del BCE de apoyar las políticas económicas generales de la UE).

Gráfico 1.4

**En el último trimestre de 2023 se produjo un cambio de expectativas en los mercados financieros, que contemplan un adelanto del momento de las primeras bajadas de los tipos de interés oficiales**

#### 1.4.a Forwards instantáneos ajustados del OIS €STR (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a Forwards instantáneos que se derivan de estimar la curva de tipos de interés con los datos de mercado de los OIS €STR a distintos plazos, utilizando el modelo paramétrico de Svensson (1994) y añadiéndole el diferencial entre el tipo de la facilidad de depósito y el €STR en la fecha de estimación.

durante la transición a un sistema de reservas menos abundantes y revisará los parámetros de su marco operativo en 2026, o antes si fuera necesario.

Los tipos de interés interbancarios continuaron registrando incrementos en 2023 que fueron moderándose en el último trimestre, conforme se consolidaba el cambio en las expectativas de política monetaria, pero repuntaron moderadamente en 2024 y se situaron en niveles inferiores a los máximos de 2023.

- En el último trimestre de 2023 tuvo lugar un cambio de expectativas en los mercados financieros, que pasaron a contemplar un adelanto del momento de las primeras bajadas de los tipos de interés oficiales y unos niveles más bajos de cara a los próximos años (véase gráfico 1.4). No obstante, a principios de 2024 se produjo una corrección al alza, si bien los niveles se sitúan por debajo de los máximos de 2023. Por su parte, el aumento de la incertidumbre sobre la evolución futura de los tipos de interés<sup>18</sup> observado en el último trimestre de 2023 se ha corregido en los primeros meses de 2024 y se ha situado muy por debajo de los niveles históricamente elevados de finales de 2022.
- En línea con la evolución de las expectativas de los tipos de mercado a lo largo de 2023, el euríbor a tres meses, que generalmente sirve de referencia en la financiación concedida a las empresas a corto plazo o a tipo de interés variable, se incrementó en 187 pb desde finales de 2022 hasta mediados de octubre de 2023 y, desde entonces, se ha reducido ligeramente, en 11 pb, hasta el 3,9 % a finales de marzo de 2024.

<sup>18</sup> Medida a partir de la volatilidad de opciones con vencimiento a tres meses que tienen como activo subyacente permutas de tipo de interés a un año y cuyo componente variable es el euríbor a tres meses.

- Por su parte, el euríbor a doce meses, la principal referencia para las hipotecas a tipo de interés variable, aumentó en 94 pb desde finales de 2022 hasta finales de septiembre de 2023. Sin embargo, desde entonces ha experimentado un descenso de 56 pb, hasta situarse en el 3,7 % a finales de marzo de 2024.
- El tipo *swap* a diez años, que se suele tomar como referencia para el coste de financiación de los hogares y las empresas a largo plazo y tipo de interés fijo, se incrementó en 32 pb desde finales de 2022 hasta principios de octubre de 2023. Posteriormente, se redujo en 95 pb, hasta alcanzar el 2,6 % a finales de marzo de 2024.

El coste de la nueva financiación de los hogares y las empresas se incrementó en 2023, si bien estos aumentos fueron progresivamente menos intensos durante la segunda mitad del año, e incluso revertieron en el último trimestre.

- En los nueve primeros meses del pasado año, el tipo de interés de las nuevas operaciones de crédito a hogares aumentó en 90 pb —hasta el 3,9 %— en el segmento de adquisición de vivienda y en 75 pb —hasta el 7 %— en el segmento de consumo y otros fines. Posteriormente, se produjeron descensos de 28 pb y 14 pb, respectivamente, que situaron las tasas de interés en febrero de 2024 en el 3,6 % y el 6,9 %, respectivamente. En cuanto a los préstamos a empresas, la subida acumulada desde finales de 2022 hasta febrero de 2024 fue de 151 pb, hasta el 4,9 % (véase gráfico 1.5.a).
- Por su parte, el coste de la financiación de las empresas en los mercados de capitales registró aumentos desde finales de 2022 hasta octubre de 2023, que fueron de 47 pb en el plazo a diez años y, posteriormente, se redujeron en 43 pb, hasta alcanzar el 4,4 % en marzo de 2024.

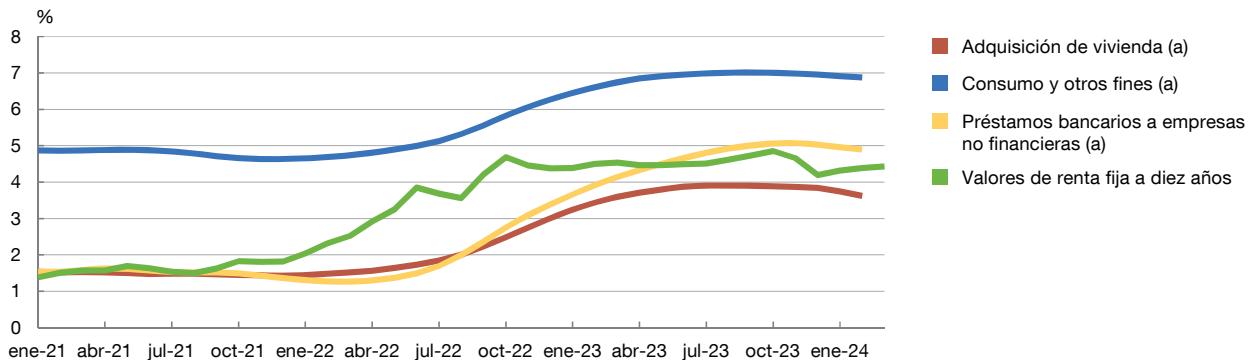
El aumento acumulado de los tipos de interés de las nuevas operaciones de crédito y de la remuneración de los depósitos en España en el ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria ha sido menos intenso que en la UEM y menor también que lo que sugerirían las regularidades históricas.

- Desde finales de 2021 hasta octubre de 2023, los tipos de interés del nuevo crédito en España aumentaron en 246 pb, 237 pb y 355 pb en el segmento de hogares para adquisición de vivienda, consumo y otros fines, y empresas, respectivamente. Estos incrementos fueron, en general, menores que los observados en el promedio del área del euro (véase gráfico 1.5.b). Desde octubre de 2023, los tipos de interés del crédito en España han descendido en todos los segmentos y, en febrero de 2024, se situaban en niveles ligeramente inferiores a los del promedio de la UEM en la mayoría de los segmentos.
- El aumento acumulado en nuestro país de los tipos de interés del nuevo crédito durante el ciclo actual de endurecimiento de la política monetaria ha sido menor que el que sugerirían los patrones históricos, dado el incremento de los tipos de interés de referencia. Esta menor traslación ha sido especialmente acusada en el caso de los préstamos para adquisición de

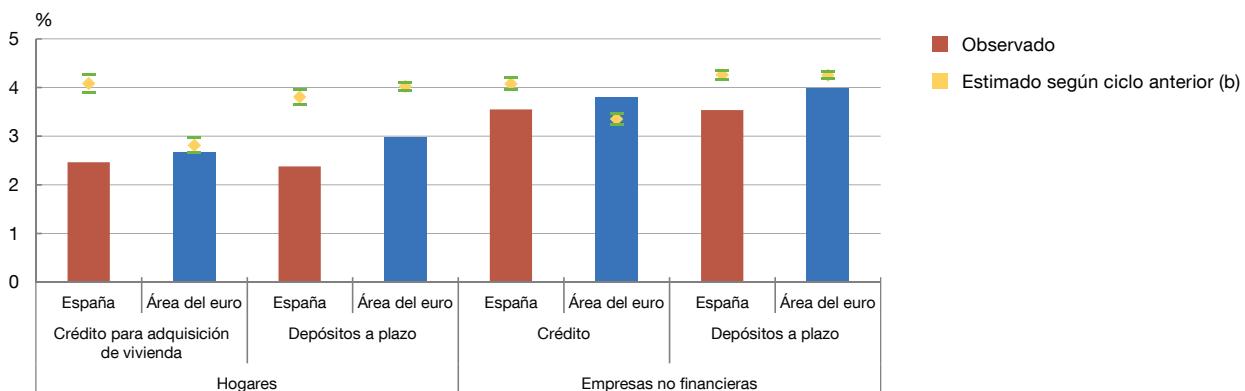
Gráfico 1.5

**El incremento del coste del nuevo crédito perdió intensidad en la segunda mitad de 2023. El aumento acumulado desde diciembre de 2021 hasta octubre de 2023 fue menos intenso en España que en la UEM y menor de lo que sugerían las regularidades históricas**

### 1.5.a Coste de la nueva financiación a hogares y empresas no financieras



### 1.5.b Variación acumulada de los tipos de interés bancarios desde diciembre de 2021 hasta octubre de 2023 (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a Tipos efectivos definición restringida (TEDR), es decir, excluyen los gastos conexos, como las primas por seguros de amortización y las comisiones, y están ajustados por estacionalidad y el componente irregular (alteraciones pequeñas de la serie sin una pauta periódica ni tendencial reconocible).  
 b Tipo de interés bancario que resultaría si el aumento del tipo de interés de mercado en el ciclo actual se hubiera trasladado de forma similar a lo registrado en el ciclo anterior, de acuerdo con lo estimado por modelos estándar de corrección de error para el período enero de 2003-agosto de 2007. Se estima un modelo para tipos de interés a corto (hasta un año) y a largo plazo (más de un año) y se muestra el tipo de interés sintético ponderado por el volumen de nuevas operaciones.



vivienda —cuyos tipos de interés se habrían incrementado, entre diciembre de 2021 y octubre de 2023, en 1,6 puntos porcentuales (pp) menos de lo esperado según las regularidades históricas—, mientras que estas diferencias han sido menos marcadas en los préstamos a empresas —0,5 pp menos de lo esperado según las regularidades históricas—. Esta evolución en España contrasta con la observada en el conjunto del área del euro, donde las subidas registradas han estado en línea con lo esperado de acuerdo con estas regularidades históricas, o incluso han sido mayores, como en el caso de la financiación concedida a las empresas no financieras (véase gráfico 1.5.b).

- La menor traslación del incremento en los tipos de interés de referencia a los tipos de interés del nuevo crédito que se ha observado en nuestro país podría estar relacionada con

algunas características idiosincráticas de las entidades bancarias y la traslación a la remuneración de los depósitos. En particular, de acuerdo con los resultados de un trabajo reciente del Banco de España (Mayordomo y Roibás, 2023), las entidades españolas han trasladado con una menor intensidad las subidas de tipos a la remuneración de sus depósitos, debido, principalmente, a las menores necesidades del sector bancario español de captar fondos a través de depósitos para ofrecer crédito y, en menor medida, al mayor nivel de concentración. A su vez, aquellas entidades que han registrado un menor incremento en la remuneración del total de sus depósitos habrían trasladado en menor medida el incremento de los tipos de interés de mercado al coste de sus préstamos, especialmente aquellos destinados a la adquisición de vivienda<sup>19</sup>. De esta forma, el menor coste de financiación vía depósitos, que constituyen la principal fuente de financiación de los bancos españoles, se habría traducido en una oferta de crédito a tipos de interés menos elevados que en el resto de la UEM.

La oferta y la demanda de crédito en España siguieron contrayéndose en 2023, tanto en el segmento de financiación a empresas como en el de crédito a hogares.

- Según la Encuesta sobre Préstamos Bancarios (EPB), los criterios de concesión y condiciones generales aplicadas a los nuevos préstamos en España se han endurecido de manera continuada desde mediados de 2022<sup>20</sup>. No obstante, desde el último trimestre de 2023, la oferta de crédito habría dejado de contraerse en la mayoría de los segmentos (véase gráfico 1.6). Asimismo, la Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación (SAFE, por sus siglas en inglés) muestra un empeoramiento desde abril de 2022 en la percepción de las pymes españolas sobre la oferta de crédito bancario.
- Tanto en España como en el área del euro, el endurecimiento de los criterios de concesión de los préstamos bancarios habría sido mucho más acusado que el registrado en el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de 2005. Según las respuestas de las entidades financieras a la EPB, la diferente evolución con respecto a 2005 se explicaría por una mayor percepción del riesgo de los bancos, que sería coherente con la importancia de las perturbaciones de oferta negativas en el actual episodio inflacionario, a diferencia de las perturbaciones de demanda positivas que prevalecieron durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria de 2005.
- La EPB muestra una reducción de la demanda de crédito en España en 2023, especialmente intensa en el segmento de crédito a hogares para adquisición de vivienda, que habría continuado a principios de 2024. El descenso de la demanda, tanto en España como en el área del euro, obedeció principalmente al aumento de los tipos de interés. En el caso de los

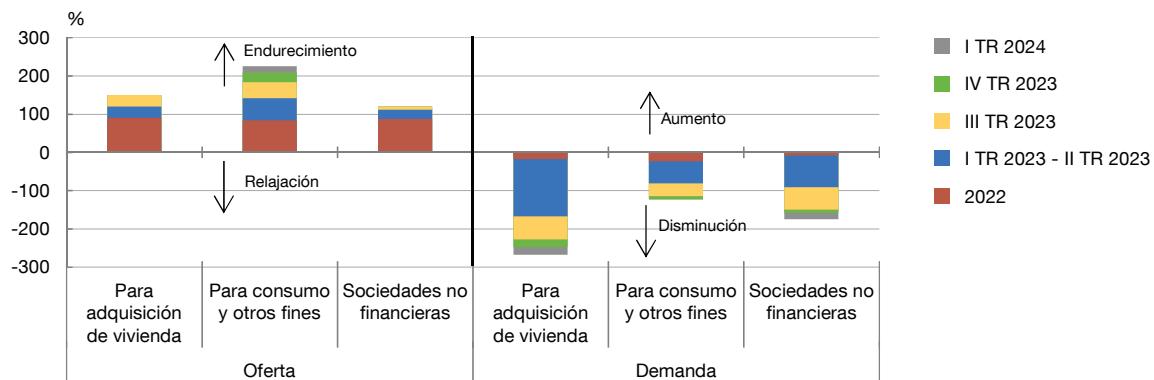
19 Para más detalles sobre los posibles factores que explicarían las diferencias entre España y la UEM en la velocidad de traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios, véase Mayordomo y Roibás (2023).

20 La evolución de los criterios de concesión en el segmento de consumo y otros fines podría reflejar el endurecimiento de los criterios del crédito concedido para otros fines —distintos del consumo—, que se contrajo durante 2023 debido a la caída de los préstamos para empresarios individuales. Por el contrario, el crédito al consumo ha mostrado tasas de crecimiento interanual positivas y un dinamismo robusto durante el ciclo de endurecimiento de la política monetaria, que estaría asociado a la financiación del consumo de bienes duraderos.

Gráfico 1.6

**La oferta y la demanda de crédito en España siguieron contrayéndose en 2023, si bien en el último trimestre del año la oferta de crédito dejó de hacerlo en la mayoría de los segmentos**

1.6.a Variación acumulada de los criterios de aprobación y de la demanda de préstamos bancarios en España (a)



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a) Porcentaje de entidades que señalan un endurecimiento (aumento en el caso de la demanda) menos el de las que señalan una relajación (disminución en el caso de la demanda).



hogares, la menor confianza de los consumidores y el deterioro de las perspectivas del mercado de la vivienda también habrían contribuido a la reducción de la demanda; en el caso de las empresas, lo habría hecho la reducción de la inversión en capital fijo. Por su parte, la información de la SAFE refleja también un descenso de las solicitudes provenientes de empresas a lo largo de 2023 y en el primer trimestre de 2024. En el caso de las pymes, el porcentaje de empresas que solicitaron préstamos bancarios alcanzó un mínimo histórico desde el inicio de la encuesta en 2009.

El saldo vivo de la financiación obtenida por las empresas y los hogares para adquisición de vivienda continuó reduciéndose en 2023, mientras que el del crédito al consumo siguió elevándose<sup>21</sup>.

— La contracción del saldo de crédito a empresas en España se acentuó en el transcurso de 2023, y en octubre registró el mayor descenso interanual desde principios de 2015, cercano al 5 %. Sin embargo, en los meses más recientes, el ritmo de descenso se ha moderado; en febrero de 2024, la contracción fue del 3,4 %. La transmisión de la política monetaria a los flujos netos de crédito ha sido más intensa que en el pasado, de acuerdo con las sorpresas negativas arrojadas por modelos de previsión del crédito<sup>22</sup>. En el área del euro, aunque se ha observado un perfil de moderación similar, el saldo vivo de crédito partía de tasas de

21 Para más detalles sobre los factores que explicarían esta evolución del crédito, así como para más información sobre el comportamiento heterogéneo para distintos segmentos de hogares, véase Banco de España (2024c).

22 Estas sorpresas podrían estar relacionadas con posibles no linealidades en la transmisión de la política monetaria a la oferta de crédito. De hecho, según García-Posada y Paz (2024), la velocidad y la intensidad de los aumentos en las tasas de interés ocurridos desde 2021 habrían dado como resultado un endurecimiento de los criterios de concesión de crédito superior al observado en otros períodos de endurecimiento.

crecimiento superiores y no se registró una contracción interanual de este hasta el mes de septiembre.

- La financiación obtenida por las empresas mediante valores de renta fija también siguió disminuyendo en 2023 en España, pero en los últimos meses del año se moderó el ritmo de descenso interanual y, en los primeros meses de 2024, las caídas se situaron por debajo del 1 %. En el área del euro no se han registrado descensos en términos interanuales en el saldo de este tipo de financiación, si bien se ha producido una desaceleración en su ritmo de crecimiento.
- El saldo de crédito hipotecario continuó contrayéndose en 2023, aunque de manera más moderada en los últimos meses. Este comportamiento se debió al reducido dinamismo de las nuevas operaciones y a las elevadas amortizaciones, que reflejaron incentivos a amortizar hipotecas a tipo variable en un contexto de alzas en los tipos de interés de referencia. En el área del euro, la tasa de avance interanual del saldo vivo de crédito hipotecario se moderó en 2023 y llegó a presentar un ligero descenso al comienzo de 2024.
- El crédito al consumo presentó un notable dinamismo, asociado a la financiación de adquisición de bienes duraderos —por ejemplo, automóviles—. Este patrón es similar al observado en el área del euro. Por su parte, se acentuó la contracción del crédito a los hogares para otros fines distintos del consumo y la adquisición de vivienda, debido a la caída de los préstamos a empresarios individuales.
- La reducción de los saldos de financiación captada por los hogares y las empresas, junto con el crecimiento nominal de las rentas, favoreció el descenso de las ratios de endeudamiento de ambos sectores institucionales, que se situaron en niveles cercanos a los de comienzos de siglo y por debajo de las registradas en la zona del euro. En concreto, en términos de PIB, dichas ratios se situaron en el último trimestre de 2023 en torno al 65 % y el 47 % para empresas y hogares, respectivamente, 3 pp y 7 pp por debajo de las cifras registradas en el conjunto del área del euro (véase gráfico 1.7).

Desde el inicio del ciclo de endurecimiento de la política monetaria en julio de 2022, el margen de interés de las entidades bancarias españolas ha aumentado de forma notable<sup>23</sup> y la calidad crediticia de sus balances ha registrado un deterioro muy limitado.

- El margen de interés a escala consolidada aumentó un 37,1 % en 2023 con respecto al dato anualizado del primer semestre de 2022. Esta evolución se debe a que, hasta ahora, la transmisión del aumento de los tipos de interés de referencia ha sido más pronunciada sobre los activos bancarios —entre los que los préstamos a tipo variable mantienen una posición preponderante— que sobre los pasivos bancarios<sup>24</sup>. La contención de los costes

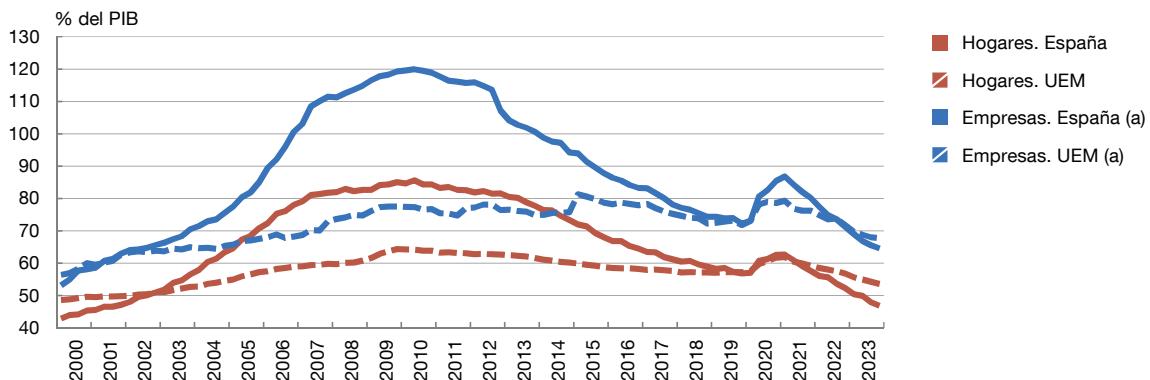
23 Banco de España (2023a).

24 El coste medio del pasivo de las entidades españolas se situó en diciembre de 2023 en el 2,6 %, 1,9 pp por encima del coste soportado en junio de 2022, justo antes del inicio de la subida de los tipos de interés.

Gráfico 1.7

**Las ratios de endeudamiento de los hogares y de las empresas han seguido descendiendo y se sitúan ya en niveles cercanos a los de comienzos de siglo y por debajo de las registradas en la zona del euro**

#### 1.7.a Ratio de endeudamiento de hogares y de empresas no financieras



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

a Se excluyen de la deuda los préstamos entre empresas.



del pasivo de las entidades españolas ha estado favorecida por la importancia de los depósitos minoristas y por una posición de liquidez favorable.

- La reducción del volumen de préstamos al sector privado residente habría contribuido a moderar, en 2023, el crecimiento del margen por intereses de los negocios en España en relación con el activo total de las entidades bancarias en junio de 2022, en aproximadamente 6 pb. Además, las tenencias de valores de renta fija en el balance de los bancos antes del inicio del ciclo de subidas de tipos de interés han visto reducido su valor, especialmente en el caso de aquellas entidades con mayor proporción de este tipo de activos clasificados a valor razonable. Por su parte, las pérdidas por deterioros financieros a escala consolidada aumentaron, en 2023, un 22,9 % en términos interanuales, debido, principalmente, a su evolución en el negocio en el extranjero —aunque también aumentaron en el caso del negocio en España—.
- Las ratios de crédito dudoso y en vigilancia especial del crédito bancario al conjunto del sector privado en España se situaron en el 3,4 % y el 7,6 %, respectivamente, en diciembre de 2023. Estos niveles son similares a los registrados doce meses antes en el caso del crédito dudoso y ligeramente superiores (0,5 pp) en el caso del crédito en vigilancia especial. Atendiendo al desglose entre hogares y empresas, ambas carteras de crédito han mostrado cierto deterioro, aunque muy contenido<sup>25</sup>. En línea con estos desarrollos, el encarecimiento

25 En el caso del crédito a hogares, la ratio de dudosos aumentó en 0,1 pp entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023 —hasta alcanzar un 2,9 %—, mientras que la ratio en vigilancia especial aumentó en 0,7 pp en el mismo período —hasta situarse en el 6,1 %—. La ratio de préstamos dudosos a las empresas no financieras mostró un ligero descenso entre diciembre de 2022 y diciembre de 2023 —de 0,1 pp—, hasta situarse en el 4,6 %. Sin embargo, se produjo un aumento en la ratio de crédito en vigilancia especial entre esas dos fechas de 0,4 pp, hasta el 10,1 %.

del coste de la nueva financiación de los hogares y las empresas también ha tenido un impacto limitado sobre su vulnerabilidad (véase recuadro 1.2).

- En conjunto, el crecimiento del margen de intereses ha dominado los cambios en otros elementos de la cuenta de resultados y ha propiciado una evolución muy favorable de la rentabilidad de los bancos españoles en 2023. Las rentabilidades sobre el total activo y sobre el capital se situaron el año pasado en el 0,8 % y el 12,4 %, respectivamente, 15 pb y 230 pb superiores a las registradas en el cierre de 2022.
- No obstante, la dinámica expansiva de la rentabilidad bancaria no ha redundado en un fortalecimiento significativo de la solvencia del sector. En particular, la ratio de capital CET-1 se situó en el 13,2 % al final de 2023, apenas 17 pb por encima de su nivel en 2022.
- En un futuro, el impacto de la subida de los tipos de interés sobre la rentabilidad bancaria podría ser algo más negativo de lo observado hasta el momento. Así, es esperable una moderación del margen de interés una vez que se haya completado el ciclo de subida de los tipos de interés, debido a que el aumento en el coste del pasivo se produce con cierto retraso en relación con el de los ingresos por intereses<sup>26</sup>.
- Además, no puede descartarse la materialización de escenarios macroeconómicos adversos caracterizados por menores ritmos de avance de la actividad o mayor persistencia de unos tipos de interés elevados que podrían acarrear un cierto deterioro adicional en la calidad del crédito<sup>27</sup>.
- Las últimas pruebas de resistencia realizadas muestran una capacidad de resistencia agregada elevada del sector bancario español<sup>28</sup>. No obstante, en un entorno de incertidumbre elevada y con riesgos para el crecimiento que continúan orientados a la baja, sigue vigente la recomendación a las entidades de que dediquen una parte de la mejora presente de su rentabilidad a reforzar, a través de sus políticas de provisiones y capital, su capacidad de absorber pérdidas futuras.

26 La evidencia de períodos anteriores señala un cierto elemento temporal en las ganancias de margen de interés bancario derivadas de subidas de los tipos de interés de referencia (Pérez-Montes y Ferrer, 2018).

27 Para más detalles sobre estos riesgos, así como sobre la evolución de la rentabilidad y la solvencia bancaria, véase Banco de España (2024b).

28 Véanse Banco de España (2023a) y Banco de España (2023d) para un resumen de los resultados de los bancos españoles en las pruebas FLESB (*Forward Looking Exercise on Spanish Banks*) del Banco de España y en las pruebas de la Autoridad Bancaria Europea de 2023.

## 4 La economía española

En un contexto caracterizado por el endurecimiento de las condiciones de financiación y la ralentización de la actividad en el área del euro, el dinamismo de la actividad en España ha mostrado una notable resiliencia en los últimos trimestres —en comparación tanto con las previsiones disponibles a principios de 2023 como con el resto de la UEM—, si bien el desempeño del crecimiento per cápita ha sido más modesto.

- A lo largo de 2023, la economía española acusó el efecto de diversos factores limitantes de la actividad, entre los que cabe destacar el impacto progresivamente más intenso del endurecimiento acumulado de las condiciones de financiación y la marcada desaceleración de la eurozona. Además, el agotamiento del impulso asociado con la reapertura de la economía tras la pandemia habría contribuido a la desaceleración de la actividad en España. De este modo, el ritmo de avance del PIB se ralentizó en el conjunto de 2023, hasta situarse en el 2,5 % en promedio anual, frente al 5,8 % registrado en 2022.
- La tasa de crecimiento del PIB en 2023 se situó significativamente por encima de la anticipada a principios de año por el Banco de España y por el consenso de los analistas. Diversos factores han contribuido a ello. En particular, cabe destacar el efecto arrastre positivo sobre la tasa de crecimiento promedio en 2023 de la revisión de la Contabilidad Nacional que el Instituto Nacional de Estadística (INE) publicó en septiembre<sup>29</sup> y un dinamismo mayor de lo esperado inicialmente en el caso del consumo privado, del consumo público y de las exportaciones de servicios turísticos —todo ello en un momento en el que los flujos migratorios y el crecimiento de la población registraron ritmos de avance por encima de lo inicialmente previsto— (véase recuadro 1.1).
- El ritmo de avance del PIB en España fue también superior al registrado en la UEM, que mostró un crecimiento del 0,4 % en 2023, por debajo del 3,4 % observado en 2022 y del avance del 1 % previsto en el ejercicio de proyecciones macroeconómicas del BCE de marzo de 2023.
- Desde una perspectiva temporal más amplia, a finales de 2023 el PIB superaba en aproximadamente un 3 % su nivel de finales de 2019 tanto en España como en el conjunto de la UEM, pese al mayor retroceso registrado en el caso de España durante la pandemia. Sin embargo, en términos per cápita, el PIB se situaba apenas un 0,3 % por encima de su nivel de finales de 2019 en España, muy por debajo de lo observado en el conjunto de la UEM, donde se encontraba un 2 % por encima de su nivel previo a la pandemia (véase gráfico 1.8).

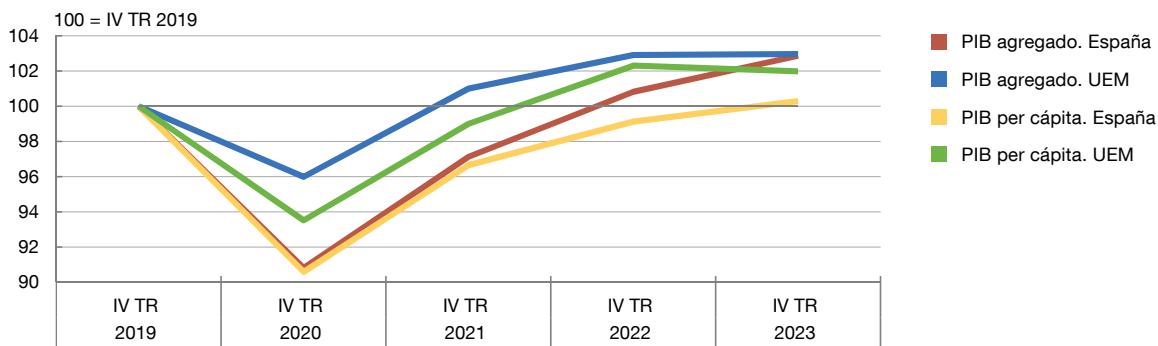
El mayor dinamismo de la actividad económica en España con respecto al conjunto de la UEM en el transcurso de 2023 se explica, principalmente, por un mayor impulso proveniente de la demanda nacional y por una mayor resiliencia ante el *shock* energético.

<sup>29</sup> Fernández, González Minguez, Izquierdo y Urtasun (2023).

Gráfico 1.8

**El dinamismo de la actividad en España, más intenso en términos agregados que en términos per cápita, ha mostrado una cierta resiliencia en los últimos trimestres y ha sido superior al del resto de la UEM**

#### 1.8.a Evolución del PIB agregado y del PIB per cápita en España y la UEM



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.



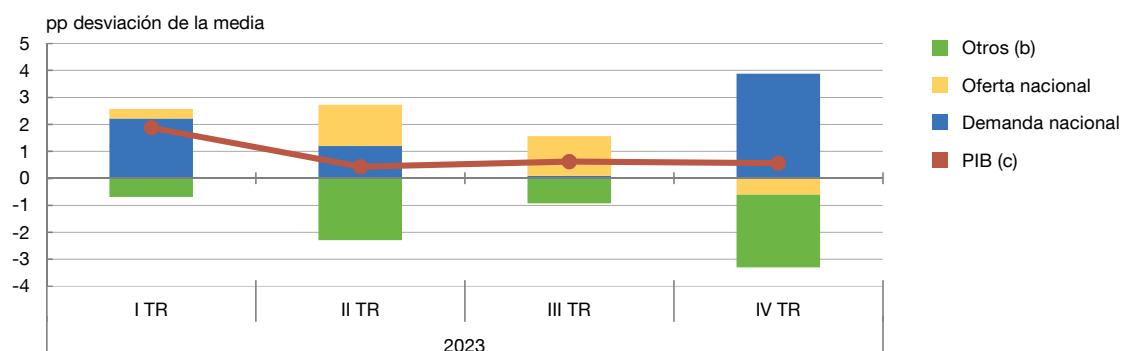
- Los factores explicativos de las diferencias en el crecimiento entre España y la UEM de 2023 se pueden identificar mediante un modelo econométrico que permite distinguir entre perturbaciones de demanda —por ejemplo, *shocks* sobre la política fiscal o las decisiones de gasto de los agentes— y perturbaciones de oferta —por ejemplo, *shocks* sobre los precios internacionales de materias primas como las energéticas o sobre la productividad—. Este modelo permite, además, identificar por separado estas perturbaciones según sean de naturaleza nacional o internacional, apoyándose en que los precios internacionales se fijan en mercados globales y, por tanto, no se ven afectados inmediatamente por la evolución de las variables nacionales<sup>30</sup>.
- De acuerdo con esta estrategia de modelización, los resultados obtenidos apuntan a que más de la mitad de la diferencia entre España y la UEM en el crecimiento del PIB a lo largo de 2023 se explicaría por el papel de las perturbaciones nacionales de demanda (véase gráfico 1.9.a).
- La relevancia de los factores de demanda nacionales sería coherente, entre otros desarrollos, con el elevado dinamismo del consumo de los hogares en España en el transcurso de 2023, tal y como se discute más adelante. En concreto, respecto al resto de la UEM, el impulso proveniente de la convergencia del consumo de los hogares hacia sus niveles previos a la pandemia habría sido más intenso en España, dado que era el país de

<sup>30</sup> En particular, se considera un modelo macroeconómico de vectores autorregresivos estructurales similar al utilizado en Leiva-León, Martínez-Martín y Ortega (2022), estimado a partir de una muestra que abarca el periodo 2002-2023 para cada área considerada. El modelo estima la contribución de las perturbaciones de demanda y oferta apoyándose en restricciones de signos bajo el supuesto de que las perturbaciones de demanda mueven la actividad económica del área considerada y los precios en el mismo sentido, mientras que las de oferta los mueven en el sentido contrario. Además, se utilizan series de precios nacionales e internacionales para distinguir entre perturbaciones de origen internacional —que afectan a todas las variables del modelo de forma contemporánea— y de origen nacional —que solo afectan a las variables nacionales—.

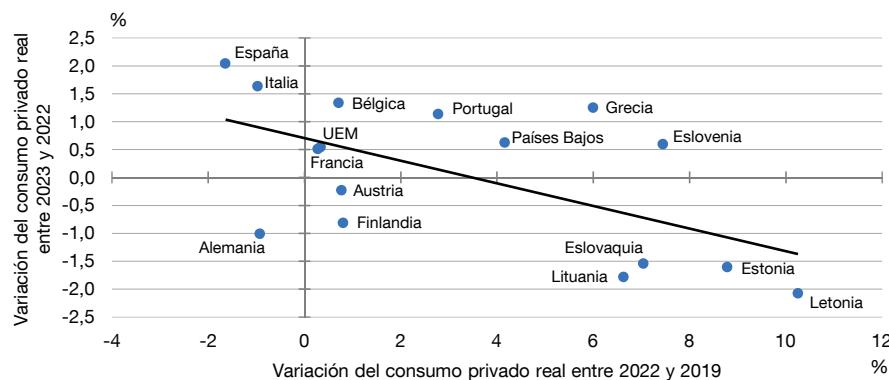
Gráfico 1.9

**La economía española registró tasas de crecimiento del PIB superiores a las del área del euro en 2023, debido principalmente a factores de naturaleza nacional, tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta**

#### 1.9.a Diferencia de crecimiento entre España y el área del euro (a)



#### 1.9.b Crecimiento del consumo privado en 2023 en comparación con la brecha del consumo en 2022 respecto al nivel prepandemia



FUENTES: Eurostat y elaboración propia.

- a La descomposición se basa en un modelo macroeconómico de vectores autorregresivos estructurales con restricciones de signo y de exclusión en impacto basado en Leiva-León, Martínez-Martín y Ortega (2022). La muestra de estimación abarca el período 2002-2023.
- b Demanda y oferta globales, márgenes y mercado de trabajo.
- c Las líneas representan la diferencia (España menos la eurozona) de las desviaciones de la serie respecto a su media histórica. Esta diferencia es muy similar a la diferencia entre las series brutas, pero permite capturar más adecuadamente el distinto comportamiento de las dos áreas económicas.



la UEM que presentaba una mayor brecha negativa entre los niveles de consumo de 2022 y los de 2019 (véase gráfico 1.9.b).

- Por otro lado, cabe destacar el notable dinamismo del consumo público en nuestro país durante el último año, en contraste con la atonía que caracterizó su evolución en el caso de la UEM. En particular, en 2023, en términos reales, el consumo público avanzó un 3,8 % en España, frente al crecimiento del 0,7 % registrado en el conjunto de la UEM.
- Respecto al papel de los *shocks* relacionados con la oferta, estos habrían sido también más favorables para el dinamismo de la actividad en España, lo que explica en torno a un tercio de la diferencia de crecimiento en 2023 respecto al conjunto de la UEM (véase gráfico 1.9.a).

- Esto sería también coherente con una serie de desarrollos recientes en relación con la oferta. Por un lado, destaca la más temprana y más acusada desaceleración de los precios energéticos en España a lo largo de 2023. Así, la traslación de los precios internacionales de las materias primas energéticas a los índices de precios nacionales —y, por tanto, a la inflación— ha sido muy diferente en España y la UEM en el período reciente. Por ejemplo, los precios del componente de gas y electricidad en el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) se situaron a finales de 2023 por debajo de los niveles de 2021, mientras que en la UEM continuaban entre un 40 % y un 50 % por encima. Esto se debió, fundamentalmente, a dos razones. Primero, la economía española se encontraba menos expuesta al riesgo de corte de gas ruso, como resultado de unas fuentes de aprovisionamiento más diversificadas, lo que redujo la incertidumbre sobre este suministro y la necesidad de sustitución de fuentes energéticas en la industria<sup>31</sup>. Segundo, el fuerte aumento de la generación de electricidad por medio de energías renovables —del 42 % en 2022 al 50 % en 2023— presionó a la baja los precios mayoristas de la electricidad en mayor medida en España que en la UEM; además, la velocidad de traslación de estas bajadas a los precios minoristas es también mayor en España, dada su idiosincrasia en los mecanismos de fijación de dichos precios<sup>32</sup>.
- Por otro lado, las diferencias entre la economía española y el resto de las economías europeas en su composición sectorial y en su posición en las cadenas globales de valor también explicarían, al menos en parte, el mayor impulso a la actividad procedente de los factores de oferta en nuestro país. En particular, la economía española se benefició del mayor peso en su estructura productiva de los servicios, que crecieron a un ritmo superior al de las ramas industriales; en particular, aquellas más dependientes de la energía como insumo intermedio<sup>33</sup>.

La creación de empleo en España mantuvo un elevado dinamismo en el conjunto de 2023, en un contexto de un cierto tensionamiento en el mercado laboral.

- El avance del empleo registró un elevado dinamismo en 2023. En el conjunto del año, el empleo, medido en términos de horas trabajadas, se incrementó un 1,9 % —un 3,2 % en términos de personas—. No obstante, se observa una desaceleración en la segunda mitad de 2023 (véase gráfico 1.10.a).
- Las elevadas tasas de crecimiento del empleo —medido en términos de personas ocupadas— en el conjunto del año se situaron por encima de los ritmos de avance del PIB y redundaron, por tanto, en retrocesos de la productividad aparente del trabajo, que ha venido registrando caídas en términos interanuales desde el cuarto trimestre de 2022 (véase gráfico 1.10.b).

31 Véanse Balteanu y Viani (2023) y Quintana (2022).

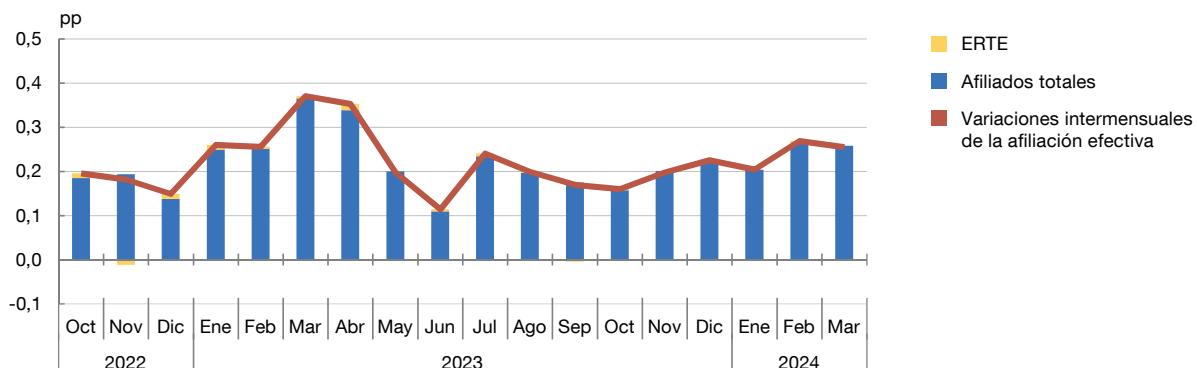
32 En particular, el sistema de precios dinámicos para la factura regulada (PVPC) vigente en España en 2023 implicó que los precios mayoristas de la electricidad se trasladaran de forma instantánea al consumidor, a diferencia de los que ocurrió en la mayoría de los países europeos. No obstante, la reforma del PVPC que toma en consideración los precios del mercado de futuros de la electricidad y ha entrado en vigor a principios de 2024 en España aproximará la velocidad de traslación a la de la UEM.

33 Para más detalles, véase Fernández-Cerezo, Kataryniuk y Rodríguez (2023).

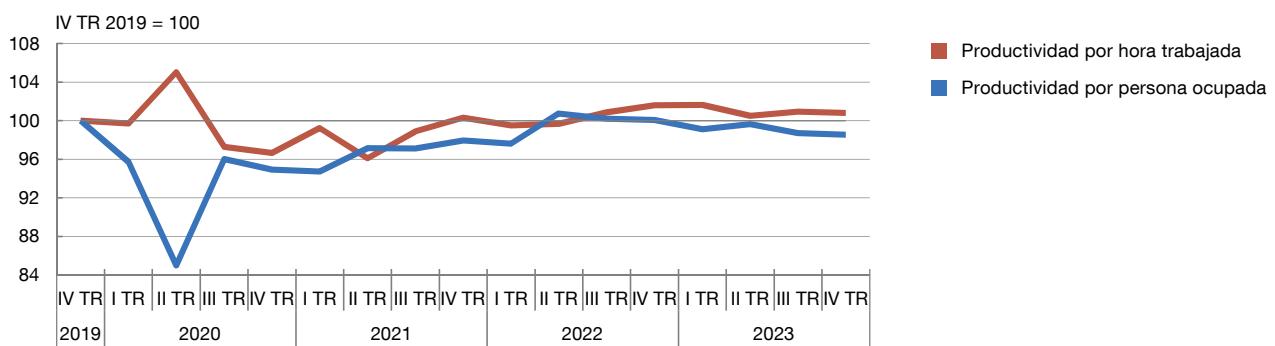
Gráfico 1.10

El empleo exhibió un dinamismo elevado en 2023, lo que permitió que superase sus niveles prepandemia. Sin embargo, esta fortaleza de la ocupación se tradujo en un retroceso de la productividad aparente del trabajo

## 1.10.a Evolución mensual de la afiliación efectiva (a)



## 1.10.b Evolución de la productividad desde 2019, por hora y por persona ocupada



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

a Tasas mensuales desestacionalizadas.



- Pese al fuerte crecimiento del empleo, la tasa de paro se redujo 1,1 pp, hasta alcanzar el 11,8 % en el cuarto trimestre de 2023. Esta evolución reflejó la fortaleza de la población activa —que aumentó un 2,5 %—, impulsada por un intenso incremento de la población extranjera y de la población en edad de trabajar (1,7 %).
- Además, la ratio de temporalidad tendió a estabilizarse en 2023, tras el fuerte descenso del año previo. Aun así, la ratio de temporalidad agregada se situó en el 17,1 % en el promedio de 2023, con un recorte acumulado de 8 pp frente al promedio de 2021, aunque con elevadas diferencias entre el sector público (30,4 %) y el privado (13,8 %). No obstante, esta menor temporalidad, respecto al período anterior a la reforma laboral de 2021, coexiste con unos indicadores de rotación laboral elevados<sup>34</sup>.
- El intenso incremento de la ocupación fue de nuevo compatible con una reducción de la jornada laboral media, que aún no habría recuperado su nivel previo a la pandemia. Este

34 Véase el capítulo 3 de este Informe.

descenso refleja el impacto de factores tanto de índole coyuntural —por una mayor incidencia de bajas por enfermedad e incapacidad laboral, asociada en parte a las secuelas del COVID-19— como de carácter tendencial —vinculados a los aumentos de la participación femenina, del peso del sector servicios o de la parcialidad<sup>35</sup>—.

- En este contexto, el mercado de trabajo mostró síntomas de cierto tensionamiento, y se han observado aumentos en la tasa de vacantes y en la incidencia de problemas de disponibilidad de mano de obra en las empresas. Este tensionamiento del mercado laboral podría explicarse, al menos en parte, por un cierto fenómeno de atesoramiento del trabajo de las empresas<sup>36</sup> (para más detalles sobre estos aspectos, véase el capítulo 3 de este Informe).

El dinamismo registrado en el gasto en consumo de los hogares fue el principal soporte del crecimiento del PIB en el transcurso de 2023, mientras que la evolución de la inversión se caracterizó por una notable debilidad.

- El consumo de los hogares fue uno de los principales soportes del crecimiento a lo largo de 2023. Su avance, del 1,8 % en términos medios anuales, permitió que este agregado recuperase los niveles previos a la pandemia a finales del año. Cabe destacar el elevado dinamismo de las matriculaciones de vehículos, que se situaban a finales de 2022 un 35 % por debajo de los niveles previos a la pandemia y registraron un crecimiento del 14 % en 2023 (véase gráfico 1.11). Desde una perspectiva temporal más amplia, se observa que, tras el inicio de la pandemia, ha ganado peso el gasto en bienes duraderos —por ejemplo, en partidas como las relacionadas con el equipamiento del hogar— en detrimento del resto.
- Entre los factores que han contribuido al avance del consumo, además de la existencia de una cierta demanda embalsada tras la pandemia —por ejemplo, en el caso de los vehículos de motor—, cabe destacar la fortaleza del mercado de trabajo y el dinamismo de las rentas laborales y de las entradas de inmigrantes. En concreto, el vigor de las cifras de creación de empleo y el repunte de los salarios, unidos a la senda de moderación de la inflación, habrían redundado en una cierta mejora en el poder adquisitivo de los hogares. Estos desarrollos habrían contribuido a amortiguar el impacto negativo sobre el consumo del endurecimiento de las condiciones de financiación, en un entorno en el que los saldos de crédito al consumo registraron, no obstante, un cierto dinamismo.
- En efecto, pese a dicho endurecimiento, y de acuerdo con la información proveniente de la Encuesta sobre las Expectativas de los Consumidores del BCE, los hogares españoles —en particular, aquellos con un menor colchón de activos líquidos— habrían incrementado

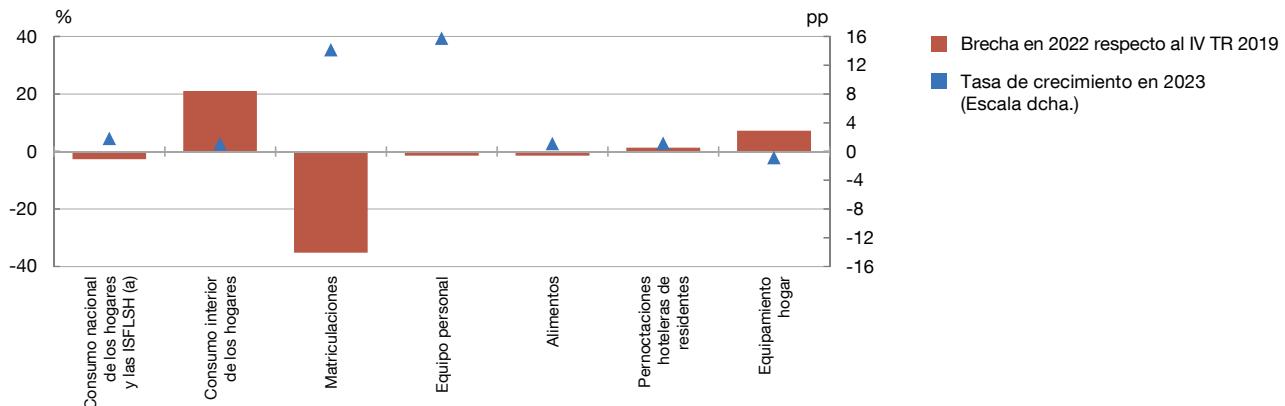
35 Cuadrado (2023).

36 Este concepto se refiere al mantenimiento de trabajadores en plantilla durante períodos de menor actividad en previsión de futuras necesidades de mano de obra. La menor predisposición a despedir se justificaría por las mayores dificultades de contratación y por la incertidumbre acumuladas durante la pandemia y las posteriores perturbaciones de oferta.

Gráfico 1.11

**El consumo fue el principal motor del crecimiento en 2023. Destacó el avance en aquellas partidas de gasto que partían de niveles más alejados a los previos a la pandemia**

1.11.a Evolución del gasto de los hogares (promedio anual, crecimiento en 2023 y nivel de partida en relación con el observado en el cuarto trimestre de 2019)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a. Instituciones sin fines de lucro al servicio de los hogares.



su recurso al crédito al consumo —de forma más intensa que en la UEM— y habrían aumentado sus horas de trabajo para mantener sus niveles de consumo<sup>37</sup>.

- El notable avance de las rentas de los hogares permitió que en 2023 las familias compatibilizaran el avance de su consumo con un incremento de la tasa de ahorro, que aumentó hasta niveles superiores a su promedio histórico. Además, los hogares habrían destinado parte de este ahorro a la amortización anticipada de préstamos, lo que refleja los incentivos a amortizar hipotecas a tipo variable, en un contexto de alzas en los tipos de interés.
- La inversión en equipo experimentó un retroceso moderado en 2023, mientras que la inversión en intangibles registró una cierta atonía<sup>38</sup>. Así, al comparar la brecha en las tasas de inversión entre 2019 y 2022 con la inversión en 2023 para los países de la UEM, se observa que España es la única economía que registró retrocesos en la inversión pese a presentar una brecha negativa respecto a los niveles prepandemia (véase gráfico 1.12).
- Entre los factores que habrían lastrado el dinamismo de la inversión en España, cabe destacar la elevada incertidumbre sobre las condiciones económicas —de acuerdo con la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE)<sup>39</sup>—, el impacto acumulado del aumento de los tipos de interés del crédito a empresas —que se habría intensificado a lo largo del año en mayor medida que en el caso del crédito al consumo—

37 Martínez Carrascal (2024).

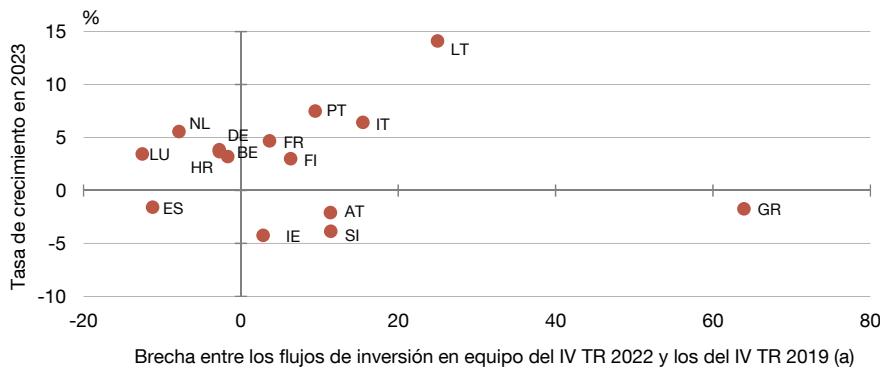
38 Para un análisis más detallado sobre la evolución de la inversión en equipo y de la inversión en intangibles desde el inicio de la pandemia, véase el capítulo 2 de este Informe.

39 Fernández-Cerezo e Izquierdo (2023).

Gráfico 1.1.2

**España es la única economía de la UEM que registró retrocesos en la inversión en equipo pese a presentar una brecha negativa respecto a los niveles de 2019**

#### 1.12.a Inversión en equipo



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

a Excepto para Bélgica, país para el que no se dispone de series trimestrales de este agregado y para el que se presenta la brecha entre el nivel de la inversión en equipo en el conjunto de 2022 y en el año 2019.



y el retraso en la ejecución de los proyectos NGEU respecto a lo inicialmente previsto (para más detalles, véase el recuadro 1.1).

- La inversión residencial aumentó ligeramente en 2023 con respecto a 2022, en un contexto en el que el impacto del aumento de los tipos de interés estaría siendo más intenso sobre el mercado hipotecario que sobre la demanda de vivienda, que se ha visto impulsada por flujos de inmigración elevados. De hecho, el porcentaje que representan las compras de vivienda por parte de ciudadanos extranjeros alcanzó en 2023 el 19 %, registro cercano al máximo de la serie histórica. No obstante, el endurecimiento en las condiciones crediticias habría contribuido, al menos en parte, a un deterioro en el acceso a la vivienda en propiedad, especialmente en el caso de los jóvenes (véase el capítulo 4 de este Informe).

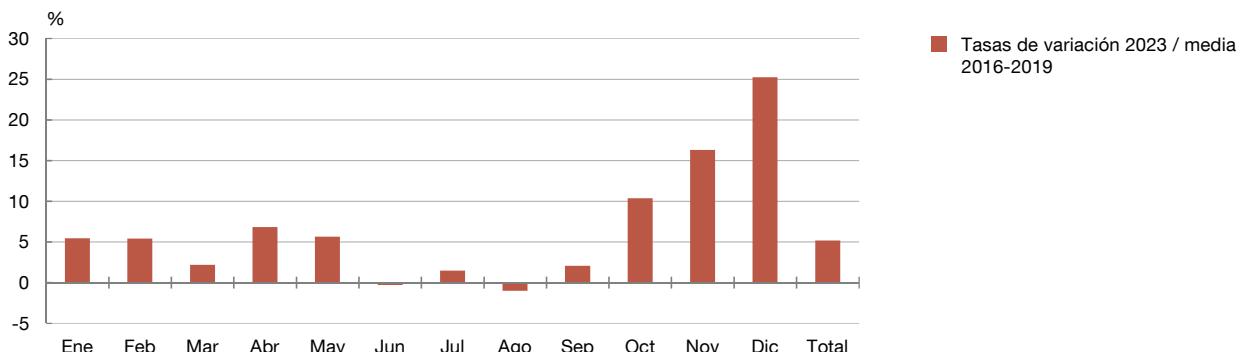
La aportación de la demanda externa neta constituyó un soporte de la actividad, en un año en el que las exportaciones españolas mostraron una notable fortaleza —especialmente en el caso de los servicios turísticos— y las importaciones registraron una cierta debilidad, lo que aumentó de manera significativa el superávit por cuenta corriente.

- Por el lado de las ventas al resto del mundo, destacó el vigor de las exportaciones de servicios turísticos, en un escenario en el que las llegadas de turistas extranjeros superaron en 1,9 % los niveles previos a la pandemia en el conjunto de 2023, hasta registrar un récord histórico y situarse por encima de los 85 millones. Además, la aportación de las exportaciones turísticas al avance del producto se benefició de la llegada de visitantes extranjeros con mayor capacidad adquisitiva, tal y como refleja la evolución del gasto medio diario en términos reales, que registró un aumento del 2,2 % en 2023 respecto a 2019. Entre los factores que explican el elevado dinamismo del turismo internacional en 2023, una vez

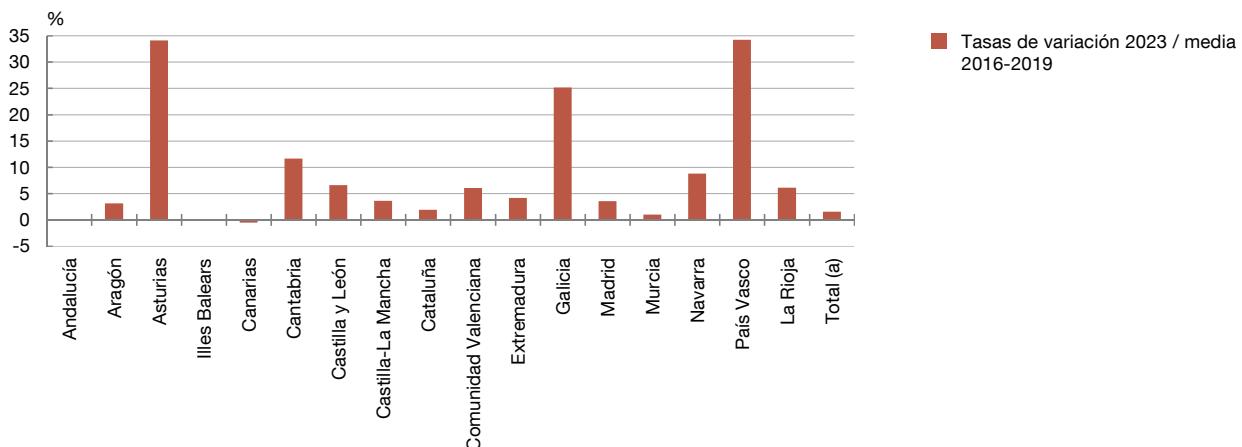
Gráfico 1.13

**El turismo receptor de España se estaría diversificando tanto temporal como geográficamente respecto al período prepandemia**

**1.13.a Llegadas de turistas extranjeros, por meses. Tasas de variación de 2023 frente a la media del período 2016-2019**



**1.13.b Pernoctaciones en hoteles de viajeros extranjeros, por regiones. Tasas de variación de 2023 frente a la media del período 2016-2019**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.

a Ceuta y Melilla, aunque sí se encuentran dentro del total, no se muestran desglosadas por su escaso peso relativo en el total de pernoctaciones.



recuperados los niveles previos a la pandemia, cabe destacar el posible impacto positivo sobre las llegadas de turistas de los conflictos geopolíticos de Oriente Medio<sup>40</sup> y, sobre todo, la mayor diversificación en términos de los destinos entre las diferentes regiones españolas y la mayor afluencia de turistas extranjeros en la temporada de otoño e invierno (véase gráfico 1.13)<sup>41</sup>.

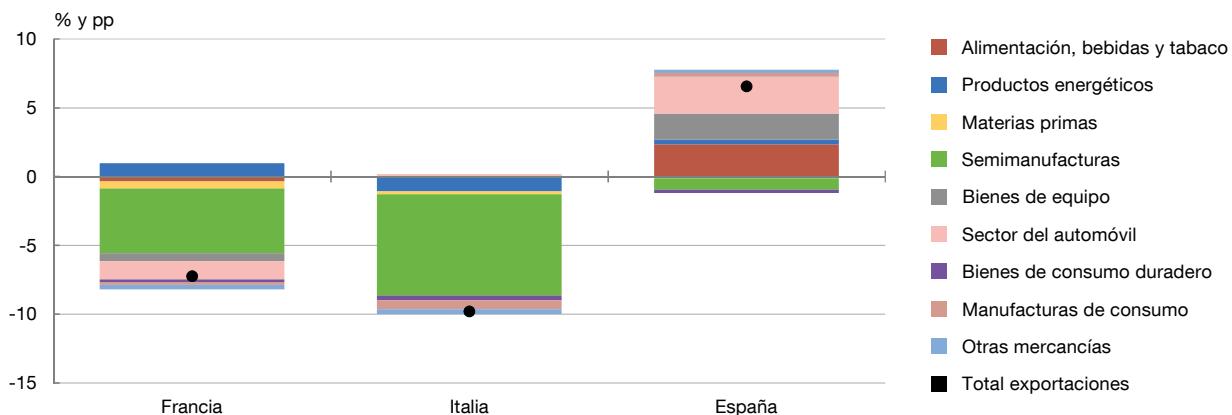
40 En el pasado, los conflictos en países del Mediterráneo han supuesto un aumento de los flujos turísticos superior al estimado utilizando los determinantes tradicionales de estos flujos. Para más detalles sobre los factores que se encuentran detrás del dinamismo reciente del turismo en España, véase Hernández de Cos (2023).

41 Por ejemplo, las llegadas entre octubre y diciembre de 2023 se situaron un 17% por encima de las correspondientes a esos meses en el período 2016-2019, frente al 1% por encima en el caso de los meses de verano. Para más detalles, véase García Esteban y Jiménez-García (2024).

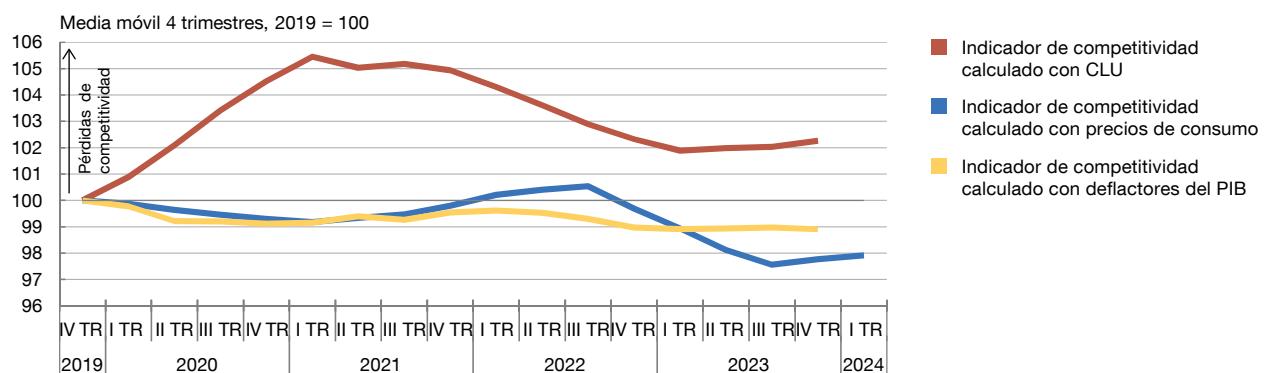
Gráfico 1.14

**Las exportaciones españolas de bienes a Alemania habrían registrado un notable dinamismo en 2023, en un contexto de leve mejora en los indicadores de competitividad respecto al área del euro**

1.14.a Contribución de cada producto a la variación nominal en 2022-2023 de las exportaciones a Alemania



1.14.b Indicadores de competitividad de España frente al resto de la zona del euro (a)



FUENTES: Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, Eurostat, Banco Central Europeo y OCDE.

a Se presentan tres indicadores armonizados de competitividad: uno calculado con CLU, otro calculado con precios de consumo y otro elaborado con deflactores del PIB. Un aumento (descenso) de los indicadores refleja una pérdida (ganancia) de competitividad.



- Por su parte, las exportaciones de bienes registraron un retroceso en el conjunto de 2023, en un entorno de ralentización de los países del área del euro, principales destinos de las exportaciones españolas. No obstante, cabe destacar el vigor de las exportaciones a países como Alemania, pese a la atonía registrada en el dinamismo de su actividad económica y en claro contraste con la debilidad de las exportaciones a Alemania de países como Francia e Italia (véase gráfico 1.14.a). La relativamente favorable evolución de los indicadores de competitividad de la economía española frente al conjunto de la UEM en 2023 podría explicar, al menos en parte, este dinamismo. En concreto, la competitividad de la economía española mejoró ligeramente a lo largo de 2023 de acuerdo con el indicador basado en precios de consumo, mientras que los indicadores basados en precios de producción (deflactor del PIB) y costes laborales unitarios (CLU) relativos al resto de la UEM

habrían reflejado una cierta estabilidad en el transcurso de 2023, que comporta una leve mejoría respecto al promedio de 2022<sup>42</sup> (véase gráfico 1.14.b).

- Por el lado de las compras al resto del mundo, el estancamiento de las importaciones de bienes, a pesar del avance de la demanda interna, habría contribuido a la aportación positiva de la demanda externa neta al avance del producto. Entre los factores que podrían explicar dicho estancamiento, cabe destacar el escaso dinamismo de los componentes de la demanda con mayor contenido importador —en particular, la inversión—, los cambios en la composición de la cesta de consumo de los hogares —en la que han ganado peso las marcas blancas, cuya producción se concentra en mayor medida en territorio nacional—, la leve mejoría en los indicadores de competitividad de la economía española y la mayor producción interior de energía en un escenario en el que España cuenta con ventajas comparativas para erigirse como proveedor para los países europeos más dependientes de los hidrocarburos rusos<sup>43</sup>.
- En términos netos, el saldo de los intercambios de bienes y servicios con el exterior mostró una notable mejoría, aumentando 3 pp en relación con el PIB, hasta situarse en el 4,1 % a finales de 2023. De este modo, el superávit por cuenta corriente de la economía española se incrementó de forma significativa en 2023, hasta situarse en niveles similares a los previos a la pandemia (2,6 % del PIB), a pesar del aumento de los tipos de interés y de la fuerte ampliación del déficit energético, que se vieron más que compensados por el aumento en el saldo de bienes no energéticos y servicios.
- El superávit por cuenta corriente refleja tanto el saldo positivo de los intercambios de bienes y servicios con el exterior como la diferencia positiva entre el ahorro agregado y la inversión en España. Es decir, el incremento en el superávit exterior registrado en 2023 sería también el reflejo del repunte en la tasa de ahorro de los hogares y de los excedentes empresariales, en un contexto de notable debilidad de la inversión.
- El mantenimiento de superávits por cuenta corriente de los últimos años ha propiciado una corrección sustancial de la PII deudora neta de España, en una situación de desapalancamiento del sector privado. En particular, el saldo deudor frente al resto del mundo ha descendido en unos 45 pp de PIB desde los máximos alcanzados en 2009, hasta situarse en el 52,8 % en el cuarto trimestre de 2023. No obstante, esta posición deudora continúa siendo comparativamente elevada dentro de la UEM, y la mayor parte corresponde al sector público. En efecto, el saldo deudor frente al exterior de las AAPP es más elevado que en 2009 (13,8 pp más de PIB, hasta situarse en el 39,5 % en 2023).

El consumo público y las prestaciones sociales representaron un soporte adicional de la actividad a lo largo de 2023, si bien la retirada parcial de algunas medidas de apoyo frente a

42 En cualquier caso, conviene destacar que el indicador basado en CLU aún no habría recuperado, a finales de 2023, las pérdidas de competitividad registradas durante la pandemia.

43 García Esteban, Gómez-Loscos y Martín-Machuca (2023).

la crisis energética y el vigor mantenido por los ingresos públicos dieron como resultado un tono ligeramente contractivo de la política fiscal.

- El consumo público, en términos reales, sorprendió notablemente al alza en 2023, con un crecimiento del 3,8 %, frente al -0,2 % del año anterior. De este modo, se situaría 1,1 pp del PIB por encima de su nivel de 2019, lo que implicaría la consolidación de una parte significativa del aumento del consumo público que se produjo en el contexto de la pandemia.
- Las pensiones, impulsadas por su revalorización con el IPC de 2022 y por el aumento adicional de las pensiones mínimas y no contributivas, también contribuyeron a elevar el ritmo de avance del gasto público. En particular, las pensiones crecieron un 10,7 % en 2023, frente al 5,1 % del año anterior. Por otro lado, se estima que los gastos financiados a cargo del programa NGEU se habrían elevado significativamente en 2023 con respecto a 2021 y 2022, si bien con una menor intensidad de lo esperado a comienzos del año<sup>44</sup>.
- En un escenario de desaceleración de la inflación a lo largo del año, algunas medidas desplegadas frente al aumento de los precios expiraron en 2023, aunque otras fueron prorrogadas incluso a lo largo de 2024 (véase cuadro 1.1). La desaparición de algunas medidas de elevado coste y de alcance especialmente generalizado —como la subvención general al precio de los carburantes<sup>45</sup>— contribuyó a un diseño relativamente más eficiente de las medidas en 2023, aunque siguieron predominando las medidas poco focalizadas y con potenciales efectos distorsionadores en los precios. El coste presupuestario de estas medidas se redujo en 2023 —y, consiguientemente, también su impacto sobre la actividad—, pero continuó siendo elevado (1,2 % del PIB, frente al 1,5 % de 2022).
- Respecto a los ingresos públicos, en conjunto, mostraron un avance notable en 2023, del 9 % interanual, 0,5 pp por encima del observado en 2022. No obstante, este dinamismo responde, en parte, al aumento de los intereses recibidos y de las ayudas a la inversión procedentes de la UE. De este modo, el conjunto de ingresos por impuestos y por cotizaciones sociales creció un 7,9 % (1,1 pp menos que el total de ingresos), desacelerándose en 1,6 pp con respecto al año anterior. Esto se produjo en un momento en el que el crecimiento de las bases macroeconómicas de los principales impuestos, el impacto favorable sobre la recaudación del IRPF derivado de la denominada «progresividad en frío»<sup>46</sup> y el efecto neto prácticamente neutral de las medidas de ingresos hubieran justificado un incremento similar al del año anterior. Por tanto, la desaceleración de los ingresos por impuestos y por cotizaciones con respecto a 2022 se debe principalmente a un cambio en el signo de los residuos fiscales —diferencia entre la recaudación observada y la que se deduciría de la evolución de las bases macroeconómicas y de las medidas implementadas—, que habría

44 En conjunto, el gasto total ajustado de medidas temporales y desempleo habría crecido un 8,5 % interanual en 2023, frente al 9,9 % del año anterior. No obstante, teniendo en cuenta el descenso de las medidas temporales y la evolución del desempleo, el gasto total sin ajustar habría crecido un 6,4 %.

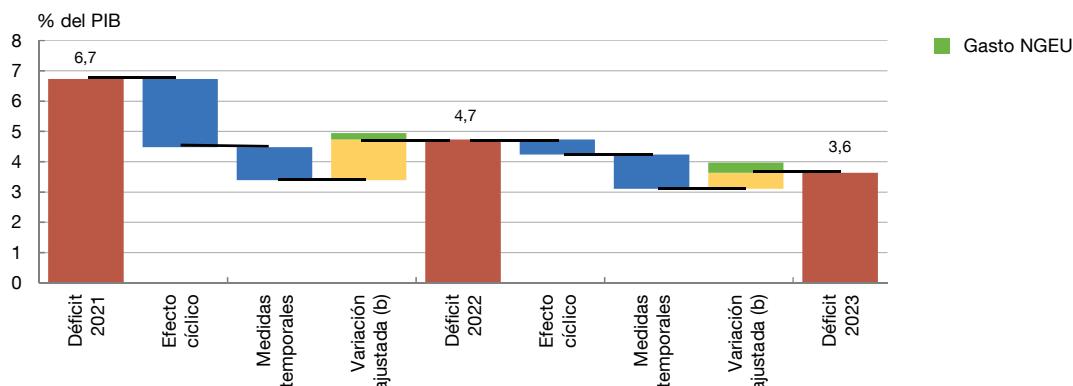
45 García-Miralles (2023).

46 Balladares y García-Miralles (2024).

Gráfico 1.15

**La corrección del déficit de las AAPP españolas se moderó en 2023, con una aportación notablemente menor del ciclo económico y un tono de la política fiscal aproximadamente neutral (a)**

#### 1.15.a Déficit de las AAPP



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

- a El tono de la política fiscal se mide aquí como la variación del saldo público ajustado del efecto cíclico, lo que incluye la variación de medidas temporales. Además, se añade el gasto financiado con los fondos del programa NGEU, sin efectos en el déficit por convención estadística, pero que contribuye al tono expansivo de la política fiscal, mientras que su financiación no, porque no recae sobre los agentes residentes.
- b Variación del déficit ajustada de ciclo y excluyendo medidas temporales.



pasado de ser positivo en los años anteriores a negativo en 2023. Esta evolución apuntaría a una cierta transitoriedad del elevado dinamismo de la recaudación durante la pandemia —por encima del correspondiente a sus bases macroeconómicas—, en línea con la ausencia de evidencia concluyente sobre sus factores determinantes<sup>47</sup>.

- En conjunto, el año 2023 se cerró con un déficit del 3,6 % del PIB, 1,1 pp menor que el registrado al cierre de 2022. Así, el tono de la política fiscal —medido por la variación del saldo ajustado de ciclo y teniendo en cuenta el impulso derivado del NGEU— habría sido ligeramente contractivo, frente al tono expansivo registrado en 2022 (véase gráfico 1.15)<sup>48</sup>.

Por el lado de la oferta, los elevados ritmos de avance de las ramas de los servicios vinculados al turismo —que explican en torno a la mitad del crecimiento total en 2023— han contrastado con la atonía registrada en las ramas industriales, prolongando la tendencia observada en los últimos años hacia una mayor terciarización.

- Entre las ramas de servicios, destaca el avance del valor añadido bruto (VAB) real de aquellas ramas más ligadas al turismo, como las de comercio, transporte y hostelería, y las actividades artísticas y recreativas. En conjunto, el dinamismo registrado en las ramas

47 Para más detalles, véase García-Miralles y Martínez-Pagés (2023).

48 La reducción de la cuantía de las medidas temporales habría contribuido a endurecer el tono de la política fiscal de forma similar tanto en 2022 como en 2023. Sin embargo, en 2022 esto más que se compensó con la evolución expansiva de gastos e ingresos ajustados de ciclo —teniendo en cuenta el impulso del NGEU y excluidas medidas temporales—, mientras que este efecto fue menor en 2023.

vinculadas al turismo y al ocio explica casi el 50 % del crecimiento del VAB total en 2023, aunque su peso en el VAB se sitúa por debajo del 30 %.

- En el caso de la industria y la construcción, el VAB registró avances en el conjunto de 2023 del 1,8 % y del 2,3 %, respectivamente, mientras que el sector primario sufrió un retroceso del 1,9 %. Entre las ramas manufactureras, cabe destacar que aquellas más intensivas en el uso de energía en sus procesos productivos —que son las que están evidenciando una mayor debilidad como consecuencia de la subida de los precios energéticos en 2021 y 2022— han venido presentando un mejor comportamiento relativo en España que en otros países del área del euro<sup>49</sup>. Así, el índice de producción industrial de las ramas electrointensivas<sup>50</sup> registró una caída anual del 4,1 % en España en 2023 (0,1 % en el conjunto del sector manufacturero español), frente a los retrocesos más acusados observados en el área del euro (-7,6 %) y, en particular, en Alemania (-10 %).
- Desde una perspectiva temporal más amplia, en comparación con la situación previa a la pandemia, la estructura productiva de la economía española ha evolucionado hacia una mayor terciarización, como parte del cambio estructural que caracteriza el proceso de desarrollo de las economías<sup>51</sup>. Por un lado, en línea con lo observado en el conjunto de la UEM, entre 2019 y 2023 ganaron peso las ramas de servicios de información y comunicación —al albur del proceso de digitalización acelerado tras la pandemia—, en detrimento de las ramas manufactureras. Por otro lado, a diferencia de lo observado en el conjunto del área del euro, es destacable el notable avance en España del comercio, el transporte y la hostelería, así como el retroceso registrado en el peso de la construcción y la agricultura (véase gráfico 1.16)<sup>52</sup>.

La inflación en España ha proseguido la senda de desaceleración iniciada en el tercer trimestre de 2022, debido, principalmente, a la reducción de los precios de la energía, mientras que los precios de los alimentos han mostrado una mayor resistencia a la baja.

- La inflación, medida por la tasa interanual del IAPC, prosiguió durante el primer semestre de 2023 la reducción iniciada a mediados del año anterior, hasta alcanzar un mínimo en el mes de junio. Posteriormente, aumentó ligeramente, estabilizándose en torno al 3 % en los últimos meses del año (véase gráfico 1.17.a). Así, el crecimiento medio anual del IAPC alcanzó el 3,4 % en 2023, 4,9 pp por debajo del año anterior y 2 pp menor que el registrado en el conjunto de la UEM.

49 Fernández-Cerezo, Kataryniuk y Rodríguez (2023).

50 Se considera la [definición de Destatis](#) de ramas manufactureras electrointensivas: industria del papel, coquerías y refino de petróleo, química, otros productos minerales no metálicos y metalurgia.

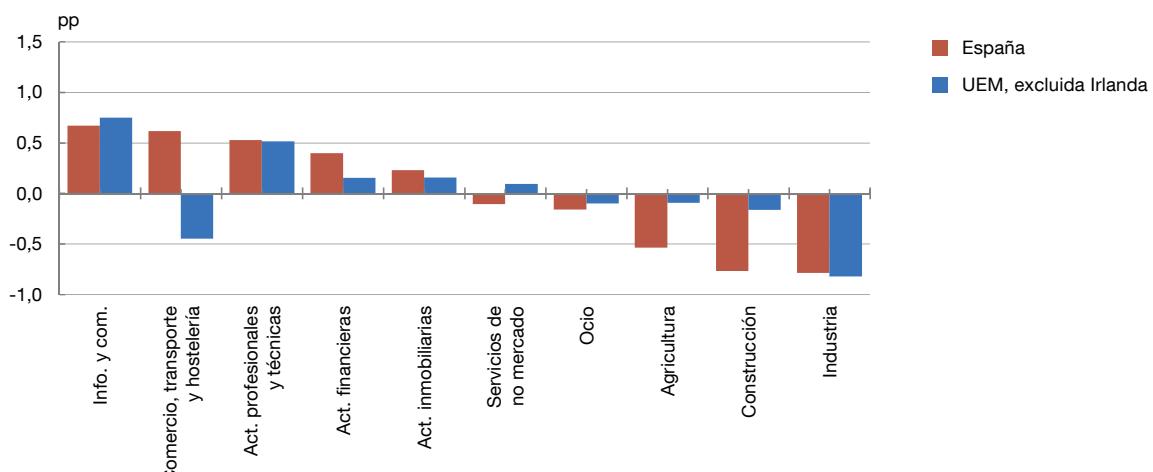
51 González-Díez y Moral-Benito (2019).

52 En particular, el peso de las ramas de comercio, transporte y hostelería en el VAB total aumentó 0,6 pp entre 2019 y 2023 en España, frente a la caída de 0,4 pp de la UEM. En términos de horas trabajadas, el descenso registrado en España (-0,9 pp entre 2019 y 2023) ha sido relativamente similar al registrado en la UEM (-0,6 pp), lo que ha redundado en un aumento significativo de la productividad por hora en España en estas ramas (+7 %), frente al leve aumento registrado en la UEM (+0,5 %). Para una descripción más detallada de la evolución del empleo por ramas desde 2019, véase el capítulo 3 de este Informe.

Gráfico 1.16

## La estructura productiva de la economía española ha evolucionado hacia una mayor terciarización

## 1.16.a Variación de los pesos en el VAB entre 2023 y 2019



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.



- La evolución de la inflación a lo largo de 2023 estuvo marcada por la desaceleración de los precios del componente energético. En concreto, la caída de los precios de consumo energético fue del 16,1 % en la media de 2023, lo que contrasta con el intenso incremento que se había registrado en este componente en 2022 (+27,6 %). Esto se explica tanto por el abaratamiento del petróleo, del gas y de la electricidad en los mercados mayoristas como por los efectos base relacionados con los fuertes incrementos registrados en 2022<sup>53</sup>.
- La evolución de los precios de los alimentos en España también contribuyó a la desaceleración de la inflación general. En concreto, la inflación de los precios de los alimentos alcanzó su máximo desde el comienzo de la UEM en febrero de 2023 (15,7 % en términos interanuales). Desde entonces, inició una senda de paulatina desaceleración que estaría explicada por la menor presión en los costes de los insumos, reflejada en la moderación de los precios de producción interior y de importación de los alimentos y bebidas<sup>54</sup>. No obstante, la incidencia de unas condiciones climatológicas adversas para la producción de determinados alimentos —por ejemplo, frutas, hortalizas y aceite de oliva— habría contribuido a una cierta resistencia a la baja en sus precios en el tramo final de 2023 y en los primeros meses de 2024.

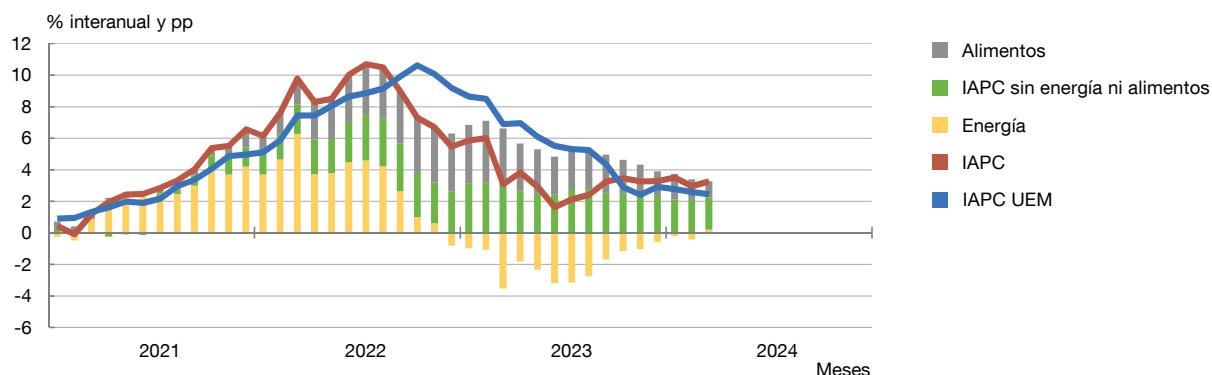
53 Además, a comienzos de 2023 se incorporó la parte relativa al mercado libre a la medición de los precios del gas y de la electricidad.

54 En este sentido, la traslación de la evolución de los precios en los primeros estadios de la producción a los precios de consumo de los alimentos sucede con un retardo de hasta doce meses (Borrallo, Cuadro-Sáez y Pérez, 2022).

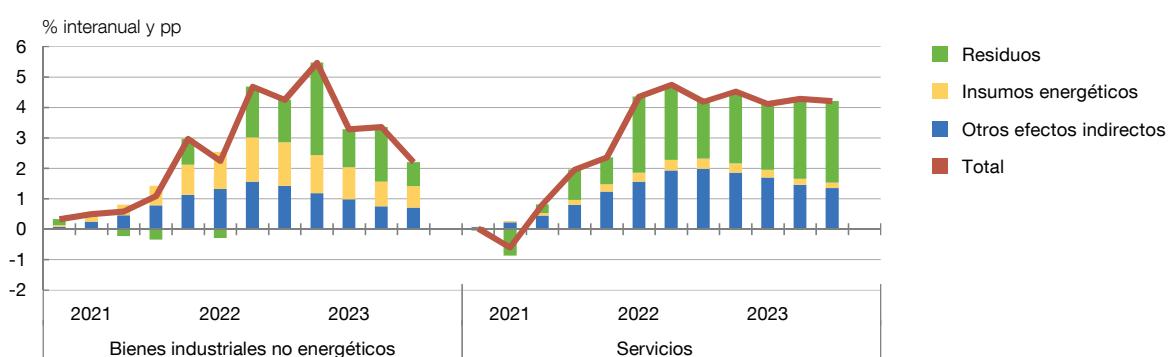
Gráfico 1.17

**En España, la inflación ha proseguido su senda de desaceleración a lo largo de 2023, debido, principalmente, al componente energético**

#### 1.17.a IAPC y contribuciones



#### 1.17.b Efectos directos e indirectos de la energía en la evolución de la inflación de bienes industriales no energéticos y de servicios (a)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Los efectos de un incremento en los precios de la energía sobre los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se estiman según el modelo ONKIO propuesto en Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana (2024). Se considera una perturbación similar a la observada entre 2021 y 2023 en los precios de la energía.



- En todo caso, la evolución de la inflación general en España se ha visto condicionada de forma significativa por las medidas aprobadas (o prorrogadas) por el Gobierno en respuesta al repunte inflacionista. En conjunto, estas medidas han ayudado a contener el nivel de precios en determinados componentes de la cesta de consumo, si bien su impacto sobre la inflación general en 2023 fue reducido, debido a la reversión de algunas de las medidas relacionadas con los precios de la energía<sup>55</sup> (véase cuadro 1.1).
- El diferencial negativo de 2 pp registrado en 2023 entre la inflación en España y en el conjunto de la UEM se debió, principalmente, a la desaceleración de los precios energéticos,

55 Entre las medidas con mayor efecto en la inflación, sobresale la eliminación del descuento de 0,2 €/l en los carburantes a partir de enero del pasado año, lo cual habría añadido 0,4 pp a la inflación de 2023. También destacan, aunque en sentido opuesto, las rebajas del tipo del IVA a determinados alimentos y las subvenciones al transporte, que habrían detraído, cada una, 0,2 pp al incremento de precios en ese mismo año.

Cuadro 1.1

**Las autoridades han presentado un amplio programa de medidas destinado a contrarrestar los efectos del encarecimiento de diversos bienes y servicios sobre las rentas de hogares y empresas. En su conjunto, estas medidas habrían tenido un coste presupuestario de entre 48.300 mm y 57.100 mm de euros durante el período 2021-2025 (entre un 3,5 % y un 4,1 % del PIB)**

Medidas de apoyo a hogares y empresas en respuesta a la crisis energética y a la inflación (a)

	Fecha inicio	Vencimiento esperado	Carácter focalizado	Coste presupuestario durante 2021-2025 (millones de euros)
(1) Medidas de ingresos				[-29.550, -25.850]
IVA: Reducción temporal del tipo de la electricidad	1.7.2021	31.12.2024	No	[-7.000, -6.000]
IEE: Reducción temporal del tipo a la electricidad	1.9.2021	30.6.2024	No	[-5.000, -4.000]
IVA: Reducción temporal del tipo del gas	1.10.2022	31.3.2024	No	[-650, -550]
IVA: Rebaja temporal en el tipo de los alimentos	1.1.2023	30.6.2024	No	[-3.400, -2.900]
IRPF: Deducción rentas trabajo, rebaja autónomos, rebajas regionales (b)	1.1.2023	Permanente	Parcialmente	[-13.500, -12.400]
(2) Medidas de gastos				[22.450, 27.550]
Bonificación al carburante para hogares y profesionales del transporte (c)	1.4.2022	31.12.2023	No	[6.500, 7.500]
Transferencia a empresas afectadas por el alza de precios energéticos (d)	1.4.2022	31.12.2023	Sí	[3.500, 4.500]
Cheque de 200 € a hogares vulnerables (ambos paquetes)	1.7.2022	31.12.2023	Sí	[400, 500]
Aumento del 15 % en las pensiones no contributivas (incluyendo IMV)	1.4.2022	Permanente	Sí	[1.000, 1.600]
Subvención al transporte público (e)	1.9.2022	31.12.2024	No	[4.000, 5.000]
Ampliación de becas a estudiantes	1.9.2022	31.12.2022	Sí	[350, 450]
Subvenciones al sector eléctrico/gas destinadas a rebajar factura (f)	1.9.2023	31.12.2022	No	[6.000, 7.000]
Bono social térmico	1.10.2022	Permanente	Sí	[700, 1.000]
(2-1) Recursos totales				[48.300, 57.100]
(3) Otras medidas sin coste presupuestario directo				
Suspensión del IVPEE (g)	1.7.2021	31.12.2023		
Excepción ibérica	1.10.2021	31.12.2022		
Tope al precio del butano	15.6.2022	31.12.2023		
Tope al incremento de alquileres	1.4.2022	31.12.2023		

**FUENTE:** Banco de España a partir de información del Gobierno de España, la Intervención General de la Administración del Estado, la Agencia Tributaria, el Instituto de Estudios Fiscales, la Encuesta de Presupuestos Familiares y la Encuesta Financiera de las Familias.

- a La estimación del impacto presupuestario de estas medidas está sujeta a incertidumbre y se revisa continuamente en función de la nueva información disponible.
- b Incluye el anuncio del incremento en la deducción por rendimientos del trabajo con efectos desde 2024.
- c Se estima que en torno a un 50 %-60 % de esta bonificación la recibirían los hogares. Se incluye la extensión desde el 1 de enero de 2023 hasta el 31 de diciembre de 2023 para profesionales del transporte.
- d Incluye ayudas a empresas y sectores afectados por el alza de precios de la energía y por la sequía.
- e Incluye subvención Interrail.
- f Incluye el subsidio extraordinario al sector eléctrico (desde el 1 de septiembre de 2022), asunción déficit TUR de gas (desde el 1 de octubre de 2022) y flexibilización de la contratación de electricidad y gas (desde el 1 de enero de 2023).
- g La suspensión temporal del IVPEE no se considera que tenga efecto presupuestario directo, dado que su recaudación se destina legalmente a cubrir costes del sector eléctrico.

que fue más acusada en España que en la zona del euro. Esto fue así, fundamentalmente, porque la traslación de los precios de los mercados mayoristas de la electricidad a los precios de consumo es más rápida en España que en la mayoría de los países europeos, tal y como se ha comentado anteriormente. No obstante, cabe destacar que, en los meses más recientes, el diferencial de precios se ha vuelto positivo, especialmente en los componentes relacionados con la energía y los alimentos.

La inflación subyacente inició a principios de 2023 una senda de desaceleración gradual, pero se mantiene en tasas aún elevadas y con una cierta heterogeneidad entre las diferentes rúbricas.

- La inflación subyacente —medida por el IAPC sin energía ni alimentos— alcanzó una tasa máxima del 5,2 % en febrero de 2023. Posteriormente, inició una senda descendente que la ha llevado hasta el 3,5 % a finales de año. Así, su nivel medio alcanzó el 4,1 % en 2023, 0,3 pp más alta que la del año anterior y 0,8 pp menor que la registrada en el conjunto de la UEM en 2023, si bien esta brecha se fue cerrando en la segunda mitad del año.
- La evolución de la inflación de los bienes industriales no energéticos (BINE) habría estado influída, fundamentalmente, por las oscilaciones registradas en los precios de los insumos energéticos. De este modo, en línea con la moderación de los precios de la energía iniciada a finales de 2022, la inflación de los BINE registró una desaceleración relativamente acusada a lo largo de 2023 (véase gráfico 1.17.b).
- La inflación de los servicios, cuya producción es menos intensiva en el uso de la energía y más dependiente del factor trabajo y de otros insumos no energéticos, habría reflejado, en mayor medida, los denominados efectos indirectos y de segunda vuelta asociados al incremento de los costes de producción —salariales y no salariales— en un contexto inflacionario. Por lo tanto, los precios de los servicios habrían experimentado una senda de desaceleración menos acusada que la correspondiente a los BINE (véase gráfico 1.17.b)<sup>56</sup>.

En comparación con las previsiones disponibles a finales de 2022, la senda de desaceleración de la inflación durante 2023 fue más acusada de lo inicialmente previsto, debido, principalmente, a las caídas no anticipadas que registraron los precios de la energía, que más que compensaron las leves sorpresas al alza en la inflación de los alimentos y de los servicios.

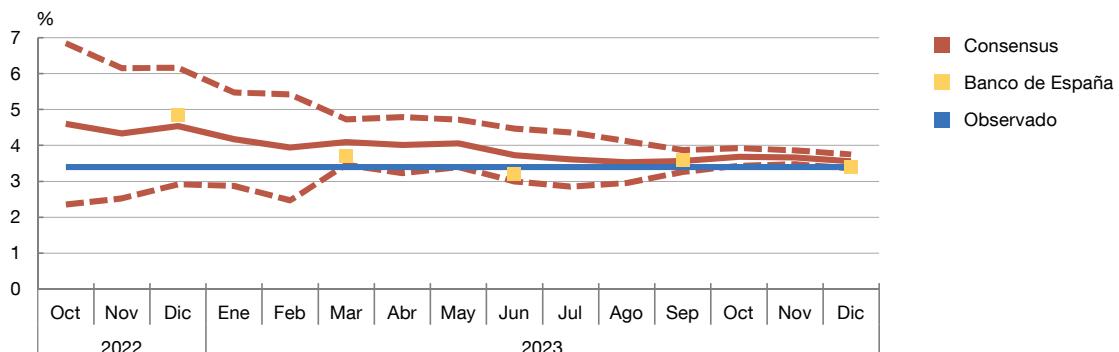
- Las perspectivas sobre la inflación general en España —aproximada por la tasa interanual media del IAPC— en 2023 fueron revisándose a la baja desde finales de 2022. En particular, de acuerdo con el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022, la tasa de inflación prevista para el promedio de 2023 era del 4,9 %, mientras que la mediana de las previsiones de inflación de los analistas se situaba, en esa misma fecha, en el 4,5 %. Sin embargo, estas previsiones fueron revisándose a la baja a lo largo de 2023, hasta situarse, en diciembre de 2023, en el 3,6 % en el caso de la mediana de los analistas y en el 3,4 % en el caso de las proyecciones del Banco de España, coincidiendo con la cifra finalmente registrada (véase gráfico 1.18.a).
- El abaratamiento de los precios de la energía —significativamente más acusado de lo esperado— fue el principal factor detrás de las revisiones a la baja en las previsiones de inflación a lo largo de 2023. En particular, los precios de las materias primas energéticas

<sup>56</sup> Los efectos directos e indirectos de la energía en los precios de los bienes industriales no energéticos y de los servicios se estiman según Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana (2024).

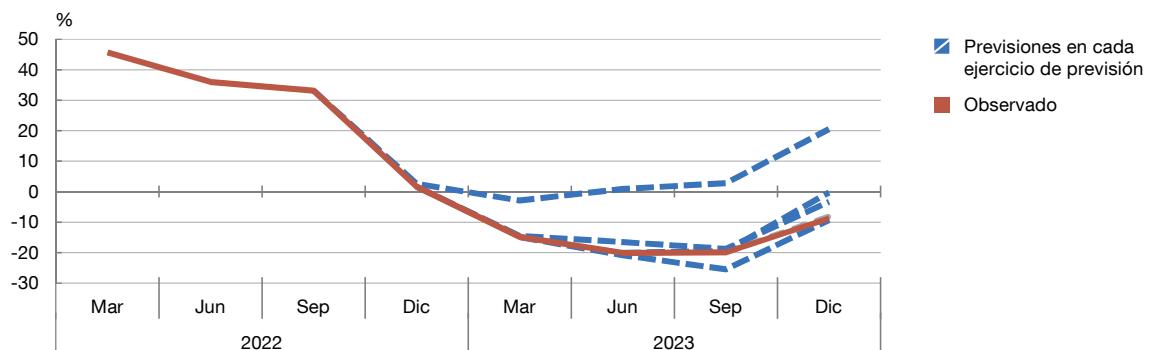
Gráfico 1.18

**La senda de desaceleración de la inflación a lo largo de 2023 fue más acusada de lo previsto a finales de 2022, debido, principalmente, a las caídas no anticipadas que registraron los precios de la energía**

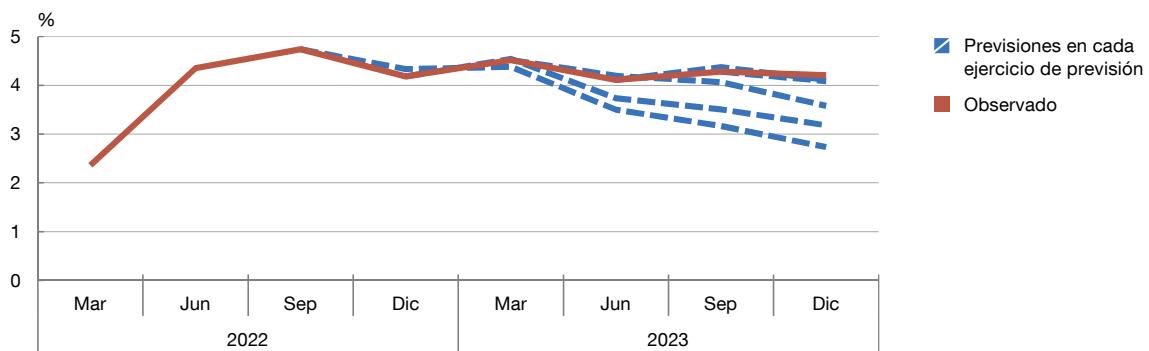
**1.18.a Inflación: tasa promedio del IAPC prevista para 2023 desde finales de 2022 (a)**



**1.18.b IAPC energía: sendas proyectadas al cierre de cada ejercicio de previsión (b)**



**1.18.c IAPC servicios: sendas proyectadas al cierre de cada ejercicio de previsión (b)**



**FUENTES:** Consensus, Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

- a Las líneas punteadas representan el máximo y el mínimo entre las instituciones que forman parte del panel de Consensus.
- b Las líneas punteadas se refieren a las sendas proyectadas en los ejercicios de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022, marzo de 2023, junio de 2023 y diciembre de 2023.



—que alcanzaron su pico en la segunda mitad de 2022— experimentaron en el transcurso de 2023, y fundamentalmente durante los meses de invierno, una caída sustancialmente más intensa de lo anticipado por los mercados de futuros, especialmente en el caso del gas natural. Entre los factores que se encuentran detrás de estos desarrollos, cabe destacar el elevado nivel de inventarios de gas natural de la UE —junto con un incremento del suministro de países alternativos a Rusia—, las temperaturas más suaves de lo esperado durante el invierno —lo que redujo la demanda de energía a escala global— y el incremento hasta cifras récord de la producción de electricidad con fuentes de energía renovables en el caso de España<sup>57</sup> —también relacionado con unas condiciones climatológicas más favorables de lo esperado para la generación de energía renovable—. Como resultado de estos desarrollos, se produjo en España un notable e inesperado descenso de los precios de la electricidad, de modo que los precios de consumo del componente de energía del IAPC descendieron, en el promedio de 2023, un 16,1 %, frente a los ligeros incrementos que se anticipaban a finales de 2022 (véase gráfico 1.18.b).

- En el caso de los precios de los alimentos, si bien algunas medidas no contempladas en las proyecciones de diciembre de 2022 —como la reducción del IVA sobre algunos alimentos esenciales—<sup>58</sup> contribuyeron a contener la inflación de los alimentos en mayor medida de lo anticipado, otros factores presionaron al alza estos precios a lo largo de 2023 con una mayor intensidad de lo esperado a finales de 2022. Por un lado, el encarecimiento de las materias primas agrícolas y de otros insumos de producción se habría trasladado a los precios de producción y de importación de alimentos con una intensidad mayor que la esperada a finales de 2022. Por otro lado, durante la segunda mitad de 2023, las condiciones climatológicas adversas para la producción de determinados productos alimentarios habrían contribuido a ralentizar levemente la desaceleración que se esperaba en los precios de consumo.
- La inflación subyacente —aproximada por la tasa del IAPC sin energía ni alimentos— experimentó, en el transcurso de 2023, una persistencia ligeramente más elevada respecto a lo anticipado a finales de 2022. En un contexto en el que los precios de los BINE evolucionaron en línea con lo previsto a finales de 2022<sup>59</sup>, las leves sorpresas al alza en la inflación subyacente se debieron, fundamentalmente, a una resistencia a la baja más

57 En particular, el porcentaje de electricidad producida con fuentes de energía renovables se situó en el 50,3 % en el conjunto de 2023, por encima del 42 % registrado en 2022.

58 El Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, redujo el tipo del IVA del 4 % al 0 % hasta junio de 2023 para los siguientes alimentos: pan, harinas panificables, leche, queso, huevos, frutas frescas, hortalizas frescas, legumbres, patatas y cereales. Asimismo, se redujo el tipo del IVA del 10 % al 5 % para los aceites y para las pastas alimenticias. Esta medida fue sucesivamente prorrogada por el Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, y por el Real Decreto-ley 8/2023, de 27 de diciembre, y, de acuerdo con la información más reciente, finalizará su vigencia en junio de 2024. Todas estas medidas contribuyeron a reducir los precios de consumo de los alimentos y no estaban contempladas en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022.

59 La ausencia de sorpresas significativas en la evolución de los precios de los BINE, en un momento de acusadas sorpresas a la baja en los precios de la energía, podría apuntar a una traslación de los costes energéticos a los precios de producción y consumo menos intensa de lo esperado a finales de 2022. No obstante, la cuantificación de dicha traslación resulta muy compleja, especialmente en un entorno, como el actual, en el que confluyen factores de diversa índole no anticipados a finales de 2022 y que condicionan el proceso de fijación de precios con efectos de signo opuesto. En particular, además de la evolución de los precios de la energía, cabe destacar algunos cambios metodológicos introducidos por el INE en el cómputo del IAPC y las oscilaciones en los precios del resto de los insumos no energéticos.

intensa de lo esperado en el caso de los precios de los servicios (véase gráfico 1.18.c)<sup>60</sup>, que podría deberse a dos factores principales: por un lado, a la fortaleza registrada en la demanda de servicios —especialmente aquellos relacionados con ocio, turismo y restauración—, que experimentó un dinamismo más acusado de lo inicialmente previsto (véase recuadro 1.1), lo que habría contribuido a una desaceleración menos intensa de lo anticipado en sus precios; y, por otro, al relativamente elevado peso del factor trabajo en las ramas de servicios, unido a un mayor dinamismo de lo que se esperaba en la remuneración por asalariado —tal y como se discute a continuación—.

La remuneración por asalariado aumentó de forma significativa en 2023 —por encima de lo inicialmente previsto y de los salarios pactados en convenio—, si bien el impacto correspondiente sobre las presiones inflacionarias nacionales —medidas por la tasa de aumento del deflactor del valor añadido— se vio amortiguado por la ralentización de los excedentes unitarios.

- El deflactor del valor añadido aumentó en algo más de 1 pp su tasa de crecimiento medio anual, hasta el 5,7 %, aunque exhibió una senda decreciente en 2023. Esta evolución fue el resultado de la apreciable moderación en el ritmo de avance del excedente bruto de explotación (EBE) unitario, frente al repunte de los CLU (véase gráfico 1.19).
- La remuneración por asalariado de la economía de mercado registró un crecimiento del 6,3 % en el promedio de 2023, frente al avance del 4,4 % registrado en 2022. Además, este acusado incremento de 2023 se situó significativamente por encima de lo previsto en diciembre de 2022 —del 4,1 %— y de los incrementos pactados en convenio —que cerraron 2023 con una tasa del 3,5 %—, lo que podría reflejar cambios en la dinámica salarial asociados al tensionamiento del mercado laboral, especialmente en determinados sectores. En un entorno de débil comportamiento de la productividad, este repunte de la remuneración presionó al alza los CLU, que siguieron una trayectoria ascendente a lo largo de 2023<sup>61</sup>.
- La evolución del EBE unitario tuvo su reflejo en la senda observada del margen empresarial medido como la ratio EBE/VAB de la Contabilidad Nacional, el cual experimentó un descenso en 2023 que fue, además, relativamente generalizado entre ramas<sup>62</sup>. Sin embargo, el margen de explotación, aproximado como la ratio entre el resultado económico bruto

60 Nótese que esta mayor resistencia se produjo en un contexto en el que la prórroga y la aprobación de nuevas medidas relacionadas con el transporte público —no anticipadas en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de diciembre de 2022— habrían generado sorpresas a la baja en la inflación de los servicios. En particular, el Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre, estableció la gratuidad en los títulos multiviaje para viajeros recurrentes por carretera, competencia de la Administración General del Estado, y prorrogó los descuentos del 30 % financiados por el Gobierno en los abonos y títulos multiviaje en servicios de transporte colectivo terrestre urbano e interurbano —si bien estos últimos quedaron supeditados al aporte de un 20 % adicional por parte de las CCAA o los ayuntamientos—. En el ejercicio de previsiones de diciembre de 2022 se consideró el supuesto de la extensión del mencionado 30 %, pero no del 20 % adicional aportado por las CCAA o los ayuntamientos.

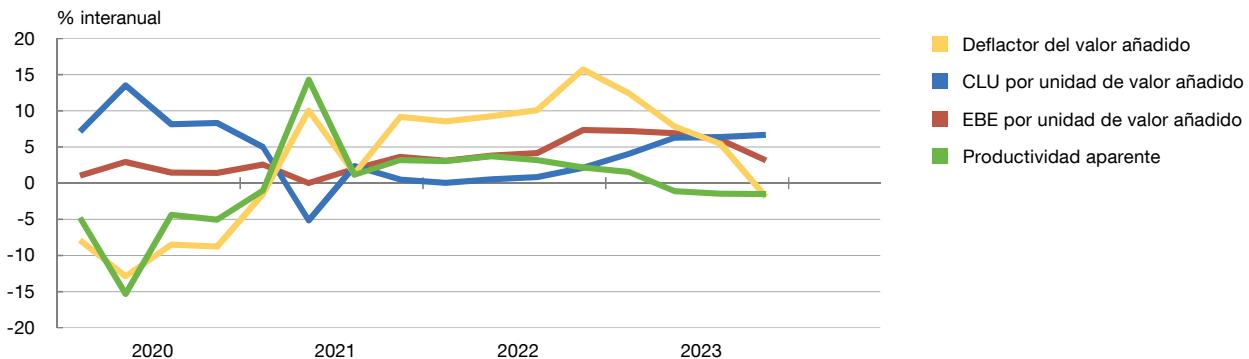
61 Véase el capítulo 3 de este Informe para un análisis de las causas potenciales de una divergencia en la evolución del salario real y de la productividad laboral.

62 Esta evolución fue coherente con la información procedente de la muestra de empresas de la Central de Balances Trimestral del Banco de España. Véase Observatorio de Márgenes Empresariales (2024).

Gráfico 1.19

**Los CLU aumentaron de forma significativa en 2023, en un contexto de caídas de la productividad, mientras que los excedentes unitarios registraron una acusada ralentización**

#### 1.19.a Deflactor del valor añadido. Total economía



FUENTES: Eurostat y Banco de España.



(REB) y la cifra de negocios, mostró un perfil de recuperación intensa a lo largo del año, lo que, unido al avance de la facturación de las empresas, redundó en incrementos en los excedentes empresariales agregados<sup>63</sup>.

- Una vez absorbido el impacto de las perturbaciones por el lado de la oferta sobre los costes de algunos insumos, el tensionamiento del mercado laboral y el repunte de los CLU estarían ganando un mayor peso relativo como factores determinantes de la inflación, con un impacto que podría exhibir un mayor grado de persistencia en un futuro<sup>64</sup>.
- En todo caso, cabe destacar que el incremento registrado en las rentas laborales de los hogares habría contribuido a que el efecto del aumento acumulado de los tipos de interés sobre la vulnerabilidad de estos haya sido limitado, mientras que la evolución favorable de los beneficios corporativos habría limitado ligeramente el aumento del porcentaje de empresas que pueden considerarse vulnerables según su presión financiera en 2023 (véase recuadro 1.2).

De cara a los próximos trimestres, en un entorno en el que las perspectivas económicas y financieras globales son relativamente favorables, se prevé que la economía española continúe registrando un notable grado de dinamismo y se prolongue la senda de moderación de la inflación<sup>65</sup>.

63 El margen sobre la cifra de negocios permite analizar la traslación de los costes de producción a los precios de venta, mientras que el margen sobre el VAB es informativo sobre el reparto de excedentes entre factor capital y factor trabajo. De este modo, la reducción que los costes energéticos y otras materias primas experimentaron en 2023 contribuyó a la recuperación de los márgenes sobre ventas, mientras que la subida de los salarios redundó en una reducción del margen sobre VAB. Para más detalles, véase Banco de España (2024c).

64 Ghomi, Hurtado y Montero (2024).

65 Para más detalles, véase Banco de España (2024d).

- Las perspectivas acerca del entorno económico y financiero global son relativamente positivas, en términos generales. En particular, las previsiones de crecimiento mundial contemplan una cierta estabilización en el grado de dinamismo de la actividad —si bien en tasas de avance que son modestas en términos históricos y con heterogeneidad entre áreas geográficas—, a la par que se prevé una continuación de la senda de moderación de la inflación a escala mundial. En consonancia con estas previsiones, los mercados financieros internacionales descuentan bajadas de los tipos de interés oficiales a lo largo de 2024 por parte de los bancos centrales de las principales economías avanzadas, lo que redundará en unas condiciones financieras más holgadas.
- En el caso de la economía española, la actividad económica estaría mostrando, al inicio de 2024, un grado de dinamismo ligeramente inferior al registrado a finales de 2023, aunque se espera una suave aceleración a lo largo del año, en consonancia con la senda de moderación de la inflación (y la consiguiente recuperación de las rentas reales de los agentes), la reactivación paulatina que se anticipa para la economía europea y el impulso proveniente del despliegue de proyectos financiados a cargo del programa NGEU.
- Respecto a la inflación, tras el leve repunte registrado en el primer mes del año<sup>66</sup>, la inflación general se ha mantenido, en los primeros meses de 2024, en tasas similares a las observadas al cierre del pasado año. Por su parte, la inflación subyacente habría prolongado su senda de desaceleración, mientras que los precios de los alimentos han mostrado una cierta resistencia a la baja. De cara a los próximos meses, se espera que la inflación reanude su senda descendente, como reflejo de una moderación gradual en el componente de alimentos y en la inflación subyacente, que más que compensaría la estabilización que mostrará la contribución del componente energético.
- En todo caso, la incertidumbre acerca de estas perspectivas económicas es muy elevada. La principal fuente de riesgo procede de las perturbaciones vinculadas con los conflictos bélicos de la Franja de Gaza y de Ucrania. En particular, no pueden descartarse escenarios más adversos que el actual, en el que la persistencia de estas tensiones o una eventual escalada de estas diesen lugar a perturbaciones de oferta más negativas que presionaran al alza la inflación y a la baja la actividad. Otra fuente de incertidumbre relevante es la posibilidad de que los efectos del endurecimiento de la política monetaria sobre la actividad y los precios terminen siendo mayores de lo previsto<sup>67</sup>.

Un elemento de incertidumbre especialmente relevante de cara a las perspectivas de la economía española procede de la vulnerabilidad relacionada con la sostenibilidad de las finanzas públicas, especialmente en un contexto de reactivación de las reglas fiscales a escala europea.

<sup>66</sup> Este repunte se debió, principalmente, al impacto de la reversión parcial de algunas de las medidas impositivas implementadas por el Gobierno para mitigar los efectos del repunte inflacionista. En concreto, el IVA de la electricidad y del gas pasó del 5 % al 10 % el 1 de enero de 2024, y el impuesto especial sobre la electricidad, del 0,5 % al 2,5 %.

<sup>67</sup> Dados los considerables retardos entre las acciones de política monetaria y su efecto en la actividad y en la inflación, el impacto máximo de la subida de tipos de interés sobre la economía real se espera que haya superado su pico en el transcurso de 2024. Para más detalles, véase Banco de España (2023b).

- A lo largo de los últimos años se han acentuado los desequilibrios en las cuentas públicas, en términos tanto de déficit estructural como de deuda pública, hasta situarse en niveles muy elevados. La respuesta de la política fiscal a la crisis provocada por la pandemia y al repunte inflacionista asociado a la invasión rusa de Ucrania se tradujo en un deterioro sustancial de las cuentas públicas en España. Una vez superadas las fases más agudas de ambos episodios, la evolución más reciente del consumo público apunta a una incipiente consolidación de parte del aumento del gasto público asociado a estos, que habría redundado en un aumento del déficit estructural desde 2019, pese al notable avance de los ingresos<sup>68</sup>. Por su parte, el reciente descenso de la ratio de deuda pública —desde su máximo del 120 % del PIB alcanzado en 2020— ha descansado en la aportación del crecimiento del producto nominal —impulsado, sobre todo, por la reapertura de la economía en 2021 y por el repunte de los precios en 2022 y 2023—, que habría más que compensado los aumentos de la deuda provocados por el déficit presupuestario y el pago de intereses<sup>69</sup>.
- A este respecto, el mantenimiento de ratios de deuda pública muy elevadas durante períodos prolongados reduce los márgenes de actuación contracíclicos de la política fiscal para hacer frente a perturbaciones macroeconómicas adversas y genera una vulnerabilidad ante cambios del sentimiento inversor de los mercados<sup>70</sup>.
- Además, de cara al futuro, diversos factores ejercerán notables presiones sobre los niveles de gasto de las AAPP y, por ende, sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas. Por un lado, el profundo cambio demográfico en el que la población española está inmersa supondrá, en las próximas décadas, un apreciable aumento del gasto en pensiones, pero también del gasto en sanidad y en cuidados de larga duración. Por otro lado, las nuevas necesidades de inversión vinculadas a las transiciones digital y verde, así como los compromisos adquiridos en términos de gasto en defensa, también impulsarán, de forma notable, las necesidades de gasto público. Finalmente, si bien el endurecimiento de la política monetaria ha tenido un impacto acotado sobre la carga financiera de las AAPP por el momento —debido al alargamiento de la vida media de la deuda desde 2013 y a los crecimientos tan elevados del PIB nominal estos últimos años—, esta podría elevarse de forma significativa en los próximos años, a medida que los vencimientos se vayan refinanciando a tipos de interés más elevados y los ritmos de avance del producto en términos nominales se estabilicen en niveles inferiores a los actuales<sup>71</sup>.

68 En concreto, se estima que el déficit estructural se habría situado en el 3,7 % del PIB en 2023, frente al 3,1 % de 2019 y el 4,2 % de 2022.

69 En particular, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, de la mejora acumulada en la ratio de deuda pública sobre PIB de 13 pp entre 2020 y 2023, la contribución del avance del denominador sería de 30 pp, que más que compensaría las contribuciones del saldo estructural primario y de los pagos por intereses, que, para el acumulado de ese período, elevarían dicha ratio en 8 pp y 7 pp, respectivamente.

70 Para más detalles, véase Hernández de Cos, López-Rodríguez y Pérez (2018).

71 En concreto, la ratio de carga financiera sobre PIB de las AAPP de 2023 se ha elevado solo en 0,3 pp, con respecto al mínimo del 2,1 % registrado en 2021, pero, según los tipos de interés futuros esperados por el mercado incluidos en el último ejercicio de proyecciones del Banco de España, la ratio de carga financiera sobre PIB podría elevarse hasta el 2,8 % en 2026.

- En este contexto, la activación de las nuevas reglas fiscales europeas exigirá el diseño y la implementación de un plan de consolidación fiscal a medio plazo que permita la corrección del déficit público estructural y, por ende, la reducción de la deuda pública. Si bien el impacto económico de dicho plan de ajuste es incierto —pues dependerá críticamente de cómo se diseñe—, su implementación generaría, previsiblemente, un menor grado de dinamismo de la actividad a corto plazo. No obstante, si este plan se acompañara de una composición del gasto y los ingresos públicos más favorable al crecimiento y de las reformas necesarias para mejorar la dinámica de la productividad y el aumento de la tasa de empleo, su efecto positivo sobre el crecimiento potencial de la economía reforzaría la sostenibilidad de las cuentas públicas españolas. De este modo, se reduciría de forma notable la probabilidad de que se materializasen escenarios adversos con consecuencias negativas sobre el crecimiento económico y el bienestar de la ciudadanía. Para más detalles sobre este y otros retos estructurales que condicionarán el devenir de la economía española en los próximos años, véase el capítulo 2 de este Informe.

## Bibliografía

- Aguilar, Pablo, Rubén Domínguez-Díaz, José-Elías Gallegos y Javier Quintana. (2024). "A Production Network Perspective on Inflation Developments". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Alonso, Irma. (2024). "Desarrollos recientes en el mercado del petróleo". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 03. <https://doi.org/10.53479/35994>
- Alonso, Irma, Daniel Santabárbara y Marta Suárez-Varela. (2023). "Los posibles efectos globales de un menor crecimiento en China y sus canales de transmisión". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 06. <https://doi.org/10.53479/35612>
- Balladares, Sofía, y Esteban García-Miralles. (2024). "Progresividad en frío. El impacto heterogéneo de la inflación sobre la recaudación por IRPF". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.
- Balteanu, Irina, y Francesca Viani. (2023). "La dependencia energética de la Unión Europea y de España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 02. <https://doi.org/10.53479/30252>
- Banco Central Europeo. (2024). *Cambios en el marco operativo para la aplicación de la política monetaria* [Nota de prensa]. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240313~807e240020.es.html>
- Banco de España. (2023a). "Capítulo 2. Riesgos y capacidad de resistencia del sector financiero". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 79-115. <https://doi.org/10.53479/33559>
- Banco de España. (2023b). "Capítulo 3. El episodio actual de tensiones inflacionistas en el área del euro, la respuesta de la política monetaria y sus efectos". En Banco de España, *Informe Anual 2022*, pp. 152-200. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29657>
- Banco de España. (2023c). "Recuadro 1.1. La desaceleración de la actividad del sector inmobiliario en China y sus potenciales canales de transmisión domésticos e internacionales". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 65-70. <https://doi.org/10.53479/33559>
- Banco de España. (2023d). "Recuadro 2.1. Adaptación de la cartera de renta fija del sector bancario español ante la subida de los tipos de interés". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 116-120. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/34679>
- Banco de España. (2024a). *Informe de Economía Latinoamericana. 2.º semestre 2023*. <https://doi.org/10.53479/36073>
- Banco de España. (2024b). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2024*. <https://doi.org/10.53479/36417>
- Banco de España. (2024c). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 2.º semestre 2023*. <https://doi.org/10.53479/35992>
- Banco de España. (2024d). «Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)». *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1. <https://doi.org/10.53479/36172>
- Borrallo, Fructuoso, Lucía Cuadro-Sáez y Javier J. Pérez. (2022). "El aumento de los precios de las materias primas alimenticias y su traslación a los precios de consumo en el área del euro". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/22956>
- Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk, Carlos Moreno Pérez y Francesca Viani. (2024). "A New Supply Bottlenecks Index Based on Newspaper Data". *International Journal of Central Banking*. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb24q3a2.pdf>
- Cuadrado, Pilar. (2023). "Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://doi.org/10.53479/29650>
- De Soyres, Francois, Dylan Moore y Julio Ortiz. (2023). "Accumulated Savings During the Pandemic: An International Comparison with Historical Perspective". FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3326>
- Fernández, José Luis, José González Mínguez, Mario Izquierdo y Alberto Urtasun. (2023). "¿Cómo afectan las revisiones de la Contabilidad Nacional a la interpretación de la evolución de la economía española desde la pandemia?". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 08. <https://doi.org/10.53479/35652>
- Fernández-Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2023). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2023". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 10. <https://doi.org/10.53479/30209>

- Fernández-Cerezo, Alejandro, Iván Kataryniuk y Francisco José Rodríguez. (2023). "La mayor resiliencia de la economía española frente al área del euro en 2023: el papel de la composición sectorial". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 03. <https://doi.org/10.53479/33832>
- García Esteban, Coral, Ana Gómez Loscos y César Martín-Machuca. (2023). "El comportamiento reciente de las exportaciones de bienes. Algunos factores explicativos". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 10. <https://doi.org/10.53479/33331>
- García Esteban, Coral, y Blanca Jiménez-García. (2024). "La reactivación del turismo internacional en España: algunos factores explicativos". *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.
- García-Miralles, Esteban. (2023). "Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- García-Miralles, Esteban, y Jorge Martínez-Pagés. (2023). "Los ingresos públicos tras la pandemia: residuos fiscales e inflación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 16. <https://doi.org/10.53479/29732>
- García-Posada, Miguel, y Peter Paz. (2024). "The transmission of monetary policy to credit supply in the euro area". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- Ghomí, Morteza, Samuel Hurtado y José Manuel Montero. (2024). "Análisis de la dinámica reciente de la inflación en España. Un enfoque basado en el modelo de Blanchard y Bernanke (2023)". Documentos Ocasionales, 2404, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/36093>
- González-Díez, Víctor, y Enrique Moral-Benito. (2019). "El proceso de cambio estructural de la economía española desde una perspectiva histórica". Documentos Ocasionales, 1907, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8809>
- Hernández de Cos, Pablo. (2023). *Factores de competitividad del sector turístico*. X Foro de Innovación Turística. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/actualidad-banco-espagna/gob-hotusa-2024.html>
- Hernández de Cos, Pablo, David López-Rodríguez y Javier J. Pérez. (2018). "Los retos del desapalancamiento público". Documentos Ocasionales, 1803, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/6403>
- Leiva-Leon, Danilo, Jaime Martínez-Martín y Eva Ortega. (2022). "Exchange Rate Shocks and Inflation Co-movement in the Euro Area". *International Journal of Central Banking*, 18(1), pp. 239-275. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb22q1a6.htm>
- Martínez Carrascal, Carmen. (2024). "La reacción de los hogares ante el repunte de los precios en España y en la UEM". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 07. <https://doi.org/10.53479/36144>
- Martínez-Martín, Jaime. (2023). "¿Cuál es el tipo de interés del BCE relevante para mi crédito o hipoteca?". *El blog del Banco de España*, 25 de octubre. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/cual-es-el-tipo-de-interes-del-bce-relevante-para-mi-credito-o-hipoteca-.html>
- Mayordomo, Sergio, e Irene Roibás. (2023). "La traslación de los tipos de interés de mercado a los tipos de interés bancarios". Documentos Ocasionales, 2312, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/30254>
- Nuño, Galo. (2024). "¿Cómo afecta a su bolsillo la reducción del balance del banco central?". *El blog del Banco de España*, 27 de febrero. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/como-afecta-a-su-bolsillo-la-reduccion-del-balance-del-banco-central-.html>
- Observatorio de Márgenes Empresariales. (2024). *Informe trimestral 2023 T3*. [https://www.bde.es/f/webbe/INF/MenuHorizontal/Observatorio\\_margenes\\_empresariales/20231218\\_OME\\_T3.pdf](https://www.bde.es/f/webbe/INF/MenuHorizontal/Observatorio_margenes_empresariales/20231218_OME_T3.pdf)
- Pérez-Montes, Carlos, y Alejandro Ferrer. (2018). "The impact of the interest rate level on bank profitability and balance sheet structure". *Revista de Estabilidad Financiera - Banco de España*, 35. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/11231>
- Quintana, Javier. (2022). "Consecuencias económicas de un hipotético cierre comercial entre Rusia y la Unión Europea". *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21148>
- Svensson, Lars E. O. (1994). "Estimation and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994". NBER Working Paper, w4871. National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w4871>
- Viani, Francesca. (2024). "El impacto económico de las tensiones en el mar Rojo. Qué nos dice el índice de cuellos de botella del Banco de España". *El Blog del Banco de España*, 31 de enero. <https://www.bde.es/wbe/es/noticias-eventos/blog/el-impacto-economico-de-las-tensiones-en-el-mar-rojo--que-nos-dice-el-indice-de-cuellos-de-botella-del-banco-de-espagna.html>

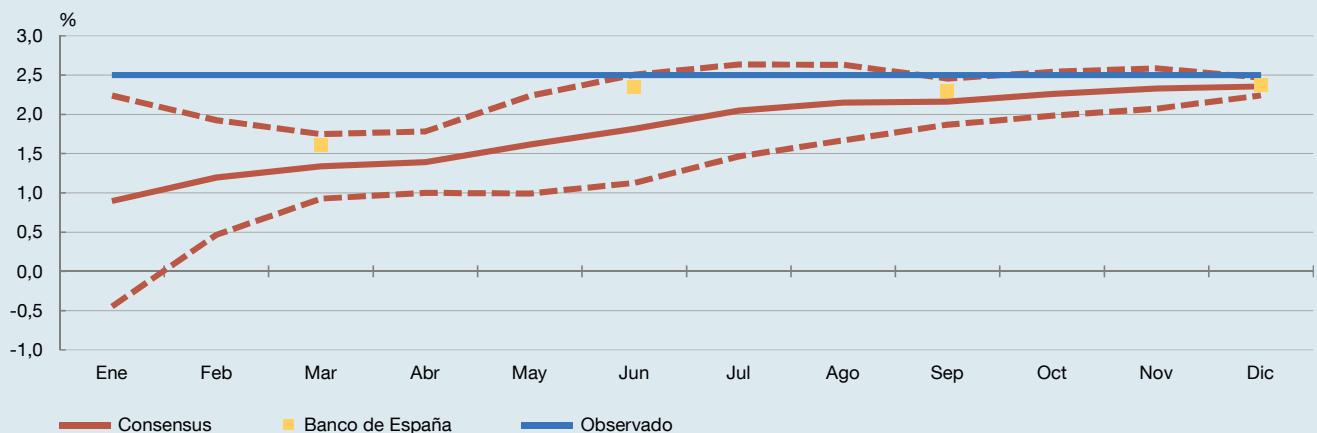
## Recuadro 1.1

## UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023

En 2023, el crecimiento del PIB en España se situó en el 2,5% en promedio anual, un ritmo de avance significativamente superior al previsto por el consenso de los analistas a principios de 2023 (véase gráfico 1). En este contexto, el presente recuadro analiza los diferentes factores que se hallan tras la desviación de 0,9 puntos porcentuales (pp) entre la tasa de crecimiento prevista para el promedio de 2023 en el ejercicio de proyecciones publicado por el Banco de España en marzo de 2023 —del 1,6%<sup>1</sup>— y la tasa finalmente registrada —del 2,5%—. En particular, se cuantifican las contribuciones de los diferentes componentes de la demanda interna y de la demanda externa a las sorpresas registradas en el crecimiento del PIB en 2023, una vez descontado el efecto procedente de las revisiones estadísticas<sup>2</sup> —que reduce la magnitud de dichas sorpresas desde 0,9 pp hasta 0,5 pp, como se verá a continuación—.

En primer lugar, destaca la contribución de la nueva información correspondiente al año 2022 derivada de la publicación por parte del Instituto Nacional de Estadística (INE) de series revisadas de la Contabilidad Nacional. En particular, una parte de las diferencias entre la tasa de crecimiento promedio del PIB en 2023 disponible actualmente y la prevista en marzo de 2023 se debe a los cambios en la tasa de crecimiento de 2022 que se conocieron en el transcurso de 2023. Este resultado, conocido como «efecto arrastre», depende no solo de la revisión llevada a cabo en el crecimiento promedio de 2022, sino también del perfil trimestral a lo largo de dicho año<sup>3</sup>. En este sentido, de acuerdo con la última información disponible, el ritmo de avance del PIB en el promedio de 2022 fue del 5,8% —frente al 5,5% según la información disponible en marzo de 2023—. Además, las tasas de crecimiento intertrimestral en los dos últimos trimestres

Gráfico 1  
Evolución de las previsiones para 2023 a lo largo del año. Tasas de variación del PIB (a)



FUENTES: Consensus y Banco de España.

a Las líneas discontinuas representan el máximo y el mínimo entre las instituciones que forman parte del panel de Consensus.

- 1 Se considera la previsión de marzo de 2023 —en lugar de la correspondiente a diciembre de 2022— porque es la primera en la que se dispuso de información completa sobre el cierre de 2022, lo que permite analizar el papel de la nueva información que se fue conociendo en el transcurso de 2023 referida exclusivamente al año anterior.
- 2 En particular, las series de la Contabilidad Nacional publicadas por el INE son revisadas y complementadas durante los tres años siguientes a medida que se va disponiendo de información adicional. De este modo, a lo largo de 2023 se publicaron revisiones de las series referidas al año 2022. Para más detalles, véase José Luis Fernández, José González Mínguez, Mario Izquierdo y Alberto Urtasun. (2023). “[¿Cómo afectan las revisiones de la Contabilidad Nacional a la interpretación de la evolución de la economía española desde la pandemia?](#)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 08.
- 3 En concreto, tasas de crecimiento más elevadas en la segunda parte del año tienen un impacto mayor sobre la actividad en el año siguiente. Para más detalles, véase José González Mínguez y Carmen Martínez Carrascal. (2019). “[La relación entre las tasas de variación medias anuales y las intertrimestrales del PIB: implicaciones para las proyecciones y el análisis macroeconómico](#)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2019.

## Recuadro 1.1

## UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023 (cont.)

de 2022 también se revisaron significativamente al alza hasta el 0,5% —frente al 0,2% según la información disponible en marzo de 2023— (véase gráfico 2.a). Como consecuencia de estas revisiones, incluso si las tasas de crecimiento intertrimestral a lo largo de 2023 se hubieran mantenido sin cambios respecto a las previstas en marzo de 2023, el crecimiento del PIB en 2023 sería 0,4 pp superior, lo que explicaría casi la mitad de la desviación total de 0,9 pp (véase gráfico 2.b).

En segundo lugar, respecto a la evolución de la demanda interna, el consumo privado registró, en el conjunto de 2023, un grado de dinamismo mayor que el anticipado inicialmente. En concreto, la tasa de crecimiento promedio se situó en el 1,8%, 0,6 pp por encima de lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). Entre los diversos factores que explicarían esta sorpresa, cabe destacar los siguientes. Por un lado, la población creció con más intensidad de lo esperado. Así, en marzo de 2023 se esperaba un crecimiento del 0,5% en el conjunto del año y finalmente dicho crecimiento se situó en el 1,1%, como consecuencia, principalmente, del elevado dinamismo de los flujos migratorios<sup>4</sup>. Por otro lado, el crédito para

consumo y otros fines registró un dinamismo mayor del esperado, lo que actuó como soporte del consumo en un contexto en el que los hogares, en especial aquellos con menor disponibilidad de liquidez, recurrieron en mayor medida al crédito como forma de mitigar los efectos de la inflación sobre sus decisiones de consumo<sup>5</sup>. Por último, el crecimiento de la renta disponible en términos reales fue notablemente mayor de lo esperado —aumentó un 6,5%, frente al 1,8% previsto en marzo—, como consecuencia tanto del elevado dinamismo en los ritmos de creación de empleo —un 3,2%, frente al 1,2% inicialmente previsto— como del mayor aumento de la remuneración por asalariado —del 5,4%, frente al 4,1% esperado— y en un contexto de sorpresas a la baja en los precios de la energía —tal y como se analiza en el epígrafe 4 del capítulo—. Con todo esto, el mayor dinamismo del consumo a lo largo de 2023 respecto a lo contemplado en marzo explicaría en torno a 0,2 pp de la sorpresa positiva en el crecimiento del PIB (véase gráfico 2.b)

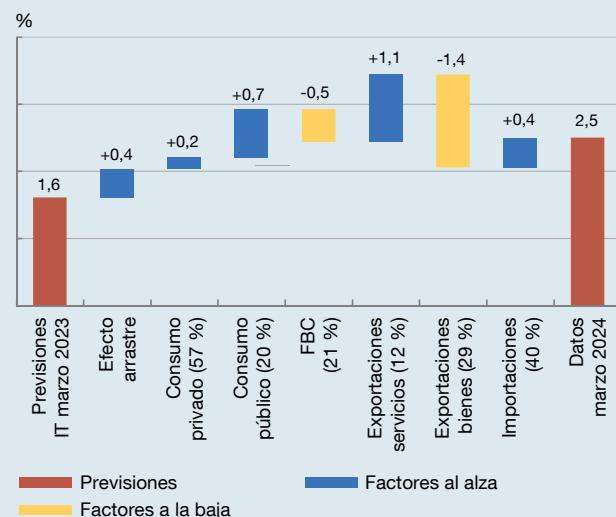
El consumo público también mostró un dinamismo más elevado del inicialmente previsto. En particular, registró un crecimiento del 3,8% en el promedio de 2023, 3,3 pp

Gráfico 2  
Factores explicativos de las revisiones en la tasa de crecimiento del PIB de 2023

2.a Crecimientos trimestrales del PIB en 2022



2.b Revisión respecto a las proyecciones macroeconómicas de marzo de 2023 (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

4 En particular, de acuerdo con la información de la Encuesta de Población Activa (EPA), en 2023 llegaron en torno a 1,3 millones de inmigrantes —por encima de los 900.000 que se esperaban según las proyecciones del INE y de los 500.000 en el promedio 2016-2019—.

5 Véase Carmen Martínez Carrascal. (2024). “La reacción de los hogares ante el repunte de los precios en España y en la UEM”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 07

## Recuadro 1.1

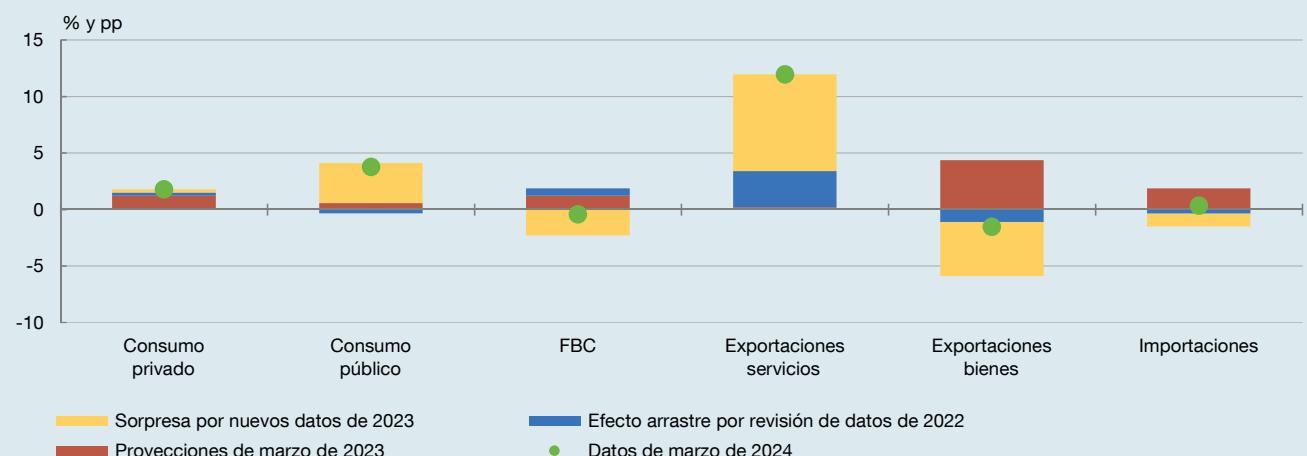
## UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023 (cont.)

por encima de lo esperado en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). De acuerdo con los datos publicados por la Intervención General de la Administración del Estado, tanto los consumos intermedios como la remuneración de asalariados públicos habrían registrado tasas de crecimiento mayores de lo previsto —4 pp y 1,6 pp, respectivamente—. Los indicadores disponibles apuntan a que el empleo público podría haber explicado buena parte de esa sorpresa al alza en el caso de la remuneración, situándose en el cuarto trimestre de 2023 un 10,3 % por encima de los niveles previos a la pandemia según la EPA. En otros componentes del consumo público también se observa una cierta consolidación de algunos gastos vinculados a la pandemia respecto a lo previsto a principios de 2023. Como resultado de estos desarrollos, las sorpresas al alza en la evolución del consumo público explicarían en torno a 0,7 pp de la sorpresa en el crecimiento del PIB de 2023 (véase gráfico 2.b).

El dinamismo de la inversión ha sido menor de lo esperado, como demuestra la tasa de variación del -0,4 % registrada por la formación bruta de capital (FBC) en el conjunto de

2023, frente al 1,2 % previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). Uno de los factores que podrían estar detrás de este comportamiento es el ritmo de ejecución de los fondos NGEU, que ha sido menos dinámico de lo contemplado en marzo de 2023. En particular, los ingresos del Estado por ayudas a la inversión —un indicador aproximado del gasto en inversión procedente del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR)<sup>6</sup>, principal componente del NGEU— se habrían situado, en 2023, en un 0,6 % del PIB, frente al 1,0 % previsto. Por otro lado, cabe destacar el papel de la escasez de mano de obra y de la elevada incertidumbre económica percibidas por las empresas de acuerdo con la Encuesta del Banco de España sobre Actividad Empresarial (EBAE), que habrían podido redundar en una cierta paralización y/o retraso de sus planes de inversión<sup>7</sup>. Por último, en el caso de las sociedades no financieras, al contrario de lo observado en el de los consumidores, las condiciones de concesión de crédito continuaron endureciéndose a lo largo de 2023, especialmente en los tres primeros trimestres<sup>8</sup>. Teniendo en cuenta todos estos factores, las sorpresas a la baja en la evolución de la FBC habrían restado en torno a 0,5 pp

Gráfico 3  
Tasas de crecimiento de los componentes del PIB y contribuciones



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

6 En la Contabilidad Nacional, los recursos del MRR se canalizan siempre a través del Estado, independientemente de cuál sea la Administración Pública que ejecute el gasto, y se registran solo cuando se produce el gasto final. Dado que los recursos del MRR son considerablemente mayores que las ayudas a la inversión recibidas tradicionalmente por el Estado, la variable de ingresos por ayudas a la inversión se puede considerar un buen indicador de los gastos de capital realizados por las Administraciones Públicas con cargo a recursos del MRR.

7 Véase Alejandro Fernández-Cerezo y Mario Izquierdo. (2023). “Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: segundo trimestre de 2023”. *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T2, 10.

8 Véase <https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/SalaPrensa/NotasInformativas/24/presbe2024-05.pdf>

## Recuadro 1.1

**UNA CUANTIFICACIÓN DE LOS DETERMINANTES DE LAS SORPRESAS EN LA PREVISIÓN DE CRECIMIENTO DEL PIB EN 2023 (cont.)**

del crecimiento del PIB en 2023 respecto a lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 2.b).

En tercer lugar, en lo referente a la evolución de la demanda externa, las exportaciones de servicios han avanzado con una mayor intensidad de lo esperado, al experimentar una tasa de crecimiento del 12,3% en el conjunto de 2023, 11,8 pp por encima de lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 3.a). El elevado dinamismo en este componente de la demanda se debe, principalmente, a las exportaciones de servicios turísticos<sup>9</sup>, que, una vez recuperados los niveles previos a la pandemia, se habrían visto impulsadas en mayor medida de lo esperado por diversos factores. Por un lado, por la mayor diversificación en lo que se refiere a los destinos entre las diferentes regiones españolas y la mayor afluencia de turistas extranjeros en la temporada de otoño e invierno<sup>10</sup>. Por otro lado, por el desvío de flujos turísticos que perciben España como un destino más seguro en momentos de incertidumbre geopolítica en Oriente Medio —como sucedió, por ejemplo, durante la Primavera Árabe<sup>11</sup>—. Finalmente, la culminación del proceso de convergencia a los niveles previos a la pandemia del denominado turismo de larga distancia también habría ejercido un efecto dinamizador sobre las exportaciones turísticas a lo largo de 2023. Con todo esto, el elevado dinamismo de las exportaciones de servicios explicaría en torno a 1 pp de la sorpresa positiva en la tasa de crecimiento del PIB (véase gráfico 2.b).

Las exportaciones de bienes mostraron, en el conjunto de 2023, un notable retroceso —del 1,6%—, frente al acusado incremento previsto inicialmente —del 4,3%— (véase gráfico 3.a). El principal factor que se halla tras el menor dinamismo de las exportaciones de bienes está relacionado con la desaceleración registrada en las economías del área del euro, nuestros principales socios comerciales. Esta desaceleración fue más intensa de lo esperado a principios de año y, además, afectó especialmente a las ramas industriales más intensivas en el uso de energía y en el

comercio de bienes. Con todo esto, el retroceso de las exportaciones de bienes habría restado en torno a 1,4 pp del crecimiento del PIB en 2023 respecto a lo previsto en marzo de 2023 (véase gráfico 2.b).

Por su parte, las importaciones crecieron menos de lo esperado, registrando una tasa de crecimiento del 0,3%, 1,5 pp por debajo de lo inicialmente anticipado (véase gráfico 3.a). Este menor dinamismo se explicaría, principalmente, por las sorpresas negativas de los componentes de la demanda con mayor contenido importador, es decir, la inversión y las exportaciones de bienes. Así, el menor dinamismo de las importaciones habría contribuido a un crecimiento del PIB 0,4 pp más elevado, compensando, en gran medida, la contribución negativa procedente de las exportaciones de bienes<sup>12</sup> (véase gráfico 2.b).

En resumen, más allá del efecto arrastre positivo que se produjo por las revisiones estadísticas que afectaban al año 2022, la economía española registró en 2023 un crecimiento del PIB por encima de lo esperado, como consecuencia, fundamentalmente, de las sorpresas al alza en las exportaciones turísticas y en el consumo público. En sentido contrario, la inversión y las exportaciones netas de bienes habrían registrado una debilidad más acusada de lo inicialmente previsto.

Finalmente, conviene concluir destacando que estas sorpresas en la evolución de los componentes de la demanda se produjeron en un contexto en el que la inflación registró una moderación más acusada de lo esperado —tal y como se analiza en el epígrafe 4 del capítulo—. En concreto, los menores precios de la energía registrados en los mercados internacionales respecto a lo previsto a finales de 2022 más que compensaron las ligeras sorpresas al alza en la inflación de los alimentos y, sobre todo, de los servicios —que se habrían debido, al menos en parte, a las sorpresas positivas en el dinamismo de la demanda interna—.

9 No obstante, las exportaciones de servicios no turísticos también registraron un notable dinamismo, si bien más en línea con lo previsto en el ejercicio de proyecciones de marzo de 2023. Para más detalles, véase César Martín Machuca y Coral García. (2023). ["La evolución reciente de las exportaciones españolas de servicios no turísticos"](#). *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 05.

10 Para más detalles, véase Blanca Jiménez-García y Coral García. (2024). ["La reactivación del turismo internacional en España: algunos factores explicativos"](#). *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.

11 Véase Banco de España. (2017). ["Recuadro 7. El dinamismo del turismo no residente en 2016 y sus determinantes"](#). *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2017, pp. 24-26.

12 Las importaciones de bienes suponen aproximadamente el 85 % del total de importaciones.

## Recuadro 1.2

**LA VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS ANTE EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN**

El endurecimiento de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) desde finales de 2021 ha provocado un encarecimiento de la financiación de los hogares y las empresas. Sin embargo, este mayor coste de la financiación ha venido acompañado de una mejora de la situación financiera de los hogares y las empresas en España, debido al incremento de las rentas salariales y los excedentes empresariales, a la reducción de su endeudamiento y al aumento del valor de sus activos<sup>1</sup>.

En este contexto, el presente recuadro analiza el impacto sobre la vulnerabilidad financiera de las empresas y los hogares que este proceso de aumento gradual del coste medio de la deuda ha tenido hasta ahora y el que podría tener en el futuro. Asimismo, el recuadro analiza hasta qué punto el incremento de las rentas de los hogares y las empresas ha mitigado el efecto adverso que el aumento de los tipos de interés ejerce sobre su vulnerabilidad. Por último, el recuadro cuantifica el impacto que el aumento de la inflación y de los tipos de interés podría tener en función del nivel de renta de las familias, dado que este efecto es desigual por tipo de hogar y suele variar con su nivel de ingresos.

En el caso de los hogares, se utiliza la información de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de 2020 –última ola disponible– y se calcula la variación en el porcentaje de hogares vulnerables –definidos como aquellos cuya renta no es suficiente para cubrir su nivel de gasto esencial<sup>2</sup>– entre 2020 y 2023, bajo una serie de supuestos sobre la evolución del coste del crédito, el gasto y la renta en ese período. En primer lugar, se supone que el crédito a tipo de interés variable se habría encarecido de acuerdo con la variación de la media anual del euríbor a doce meses. En segundo lugar, se supone que cada componente de consumo del gasto esencial se habría encarecido de acuerdo con la inflación acumulada para cada rúbrica entre las mencionadas fechas. En tercer

lugar, se considera el supuesto de que la renta de los hogares habría aumentado, de manera homogénea para todos ellos, según la evolución de la renta bruta disponible per cápita<sup>3</sup>.

Según los resultados obtenidos, se observa un incremento en el porcentaje de hogares que no podrían cubrir su gasto esencial entre finales de 2020 y finales de 2023 de 0,2 puntos porcentuales (pp), hasta situarse en el 7,2 %. No obstante, este incremento sería algo mayor para los hogares situados en el quintil inferior de la distribución de la renta (0,9 pp), mientras que apenas existe variación para los hogares de los tres quintiles superiores (véase gráfico 1)<sup>4</sup>. Pese al mayor aumento de la vulnerabilidad en los hogares con menores rentas, las ayudas desplegadas en forma de transferencias a los hogares con rentas bajas, el incremento puntual de las pensiones no contributivas, la subida del salario mínimo interprofesional, la introducción del ingreso mínimo vital o la reforma del Código de Buenas Prácticas<sup>5</sup> habrían contribuido, entre otras medidas, a amortiguar los efectos adversos que la subida de tipos de interés y la inflación podrían haber tenido sobre los hogares de menores rentas. De hecho, el porcentaje de hogares vulnerables habría aumentado en 4 pp en caso de que no se hubiera considerado el aumento de los ingresos, siendo el incremento especialmente significativo en el quintil inferior de renta (9,4 pp).

Respecto al análisis de la vulnerabilidad empresarial, el objeto de interés son las empresas con presión financiera elevada, definidas como aquellas cuyos gastos por intereses superan la suma del resultado económico bruto (REB) y los ingresos financieros. El gráfico 2 muestra la evolución del peso del empleo de las empresas con presión financiera elevada en el empleo total, que se obtiene a partir de simulaciones en las que se utilizan una serie de supuestos sobre la evolución de la deuda de las

1 Véase Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 2.º semestre 2023*.

2 El gasto esencial se define como la suma de los gastos en alimentación, suministros, alquiler de la vivienda principal y pagos por deudas.

3 La metodología utilizada para realizar este cálculo es la misma que se empleó en el recuadro 2 de Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 1.º semestre 2023*.

4 En 2020, el gasto en bienes de primera necesidad, como la alimentación y los suministros básicos, en los alquileres y en los pagos por deudas suponía ya casi el 80 % de los ingresos del quintil más bajo de renta, frente al 44 % para el quintil mediano. Cerca del 38 % de los hogares situados en el menor quintil de renta tenían algún tipo de deuda en 2020, frente a más del 59 % de los hogares del quintil mediano de la distribución. Sin embargo, los hogares con menores ingresos habrían soportado una inflación más alta que el resto. Así, entre agosto de 2021 y septiembre de 2022, la inflación experimentada por el 30 % de los hogares de menor renta habría sido de aproximadamente el 11,3 %, frente al 9,7 % en el caso del 30 % de los hogares de mayor renta. 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.

5 Véase Banco de España. (2023). “Códigos de Buenas Prácticas sobre las deudas hipotecarias vinculadas a la vivienda habitual y medidas complementarias”. *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2023*.

## Recuadro 1.2

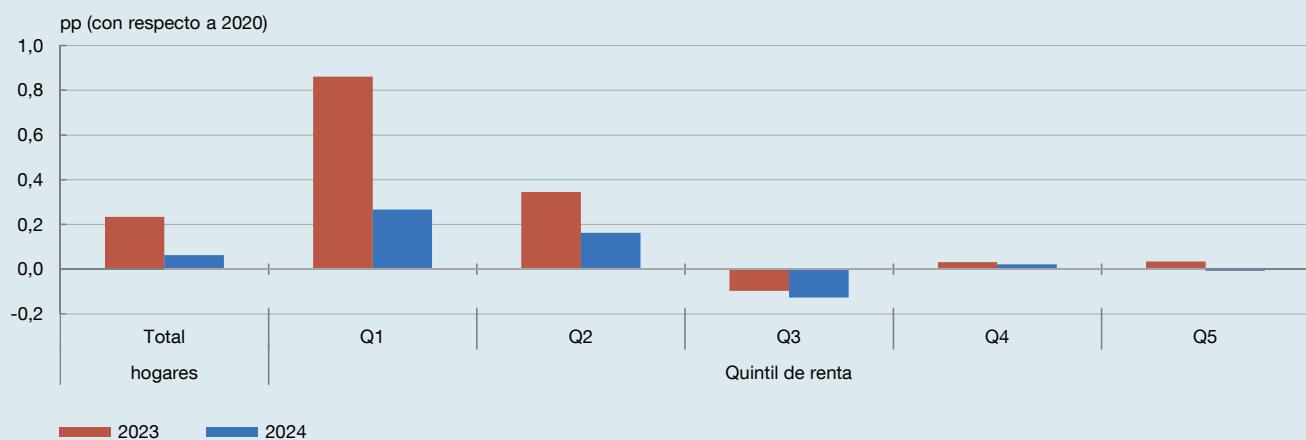
## LA VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS ANTE EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN (cont.)

empresas, su REB y el coste de su deuda. En concreto, se asume un crecimiento uniforme del REB y que todas las deudas de las empresas, tanto bancarias como no bancarias, se renuevan a su vencimiento, manteniendo constante su saldo<sup>6</sup>. Bajo estos supuestos, y dado el incremento del coste medio de la deuda viva empresarial observado en 2023 [162 puntos básicos (pb)], se habría producido un aumento del peso en el empleo de las empresas vulnerables de 0,9 pp con respecto a 2022 (última fecha con información disponible). Este aumento situaría dicho peso ligeramente por encima de la media del período 2016-2019. Si se considera un escenario en el que el REB permanece constante, el aumento del peso en el empleo de las empresas vulnerables habría

sido 0,2 pp mayor<sup>7</sup>. Por tipos de empresa, el aumento de la vulnerabilidad empresarial habría sido ligeramente superior en las de mayor tamaño y en la categoría de resto de los sectores, seguidas de los sectores de la energía y de la industria, si bien este deterioro habría sido limitado en todos los casos<sup>8</sup>.

De cara al futuro, suponiendo que los tipos de interés evolucionan en línea con las expectativas del mercado y que las rentas y los precios de los bienes y servicios avanzan según lo contemplado en las últimas proyecciones macroeconómicas del Banco de España<sup>9</sup>, el aumento del porcentaje de agentes vulnerables en 2024 sería limitado. En concreto, el incremento del porcentaje de hogares que no

Gráfico 1  
Variación del porcentaje de hogares que no cubren el gasto esencial con su renta. Desglose por quintil de renta (a)



FUENTE: Banco de España (Encuesta Financiera de las Familias 2020).

a Se define como gasto esencial la suma de los gastos en alimentación, suministros, alquiler de la vivienda principal y pagos por deudas. Para aproximar los resultados se tiene en cuenta la variación de los tipos de interés, de la renta del hogar y de la inflación acumulada por categoría de gasto, desde 2020. En concreto, para 2023 se aplica un aumento de los tipos de interés de los préstamos a tipo variable de 417 pb, un aumento del 16,3% en la renta del hogar y un aumento del gasto esencial en línea con la inflación acumulada de los distintos componentes: alimentos, 26,9%; suministros, 17,8%, y alquiler de la vivienda principal, 6,3%. Para 2024, se supone un aumento acumulado de los tipos de interés de 344 pb desde 2020, un aumento de la renta del hogar del 20,7% y una inflación acumulada por componente de gasto que está en línea con las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España.

6 Para más detalles sobre el cálculo del peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada en 2023 y 2024, así como sobre las simulaciones realizadas para dicho ejercicio, véase “Recuadro 2. El efecto de la subida de los tipos de interés sobre la presión financiera de las empresas”. En Banco de España. (2023). *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas. 2.º semestre 2023*. En este recuadro también se detallan los supuestos utilizados sobre la evolución del saldo de su deuda, de su REB y del coste de su deuda.

7 La menor influencia del incremento del REB en la reducción de la vulnerabilidad empresarial, en comparación con el papel más significativo que desempeña el aumento de la renta de los hogares en el alivio de su vulnerabilidad, se debe a que más del 90% de las empresas clasificadas como vulnerables presentan un REB negativo en 2022 y, por lo tanto, siguen considerándose vulnerables en los años posteriores.

8 El aumento del peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada en estos sectores específicos halla su explicación en que la subida de los tipos de interés habría hecho que un número reducido de empresas relativamente grandes pasaran a tener dificultades para cubrir los pagos de intereses con sus resultados corrientes.

9 Véase “Proyecciones macroeconómicas de la economía española (2024-2026)”. *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2024.

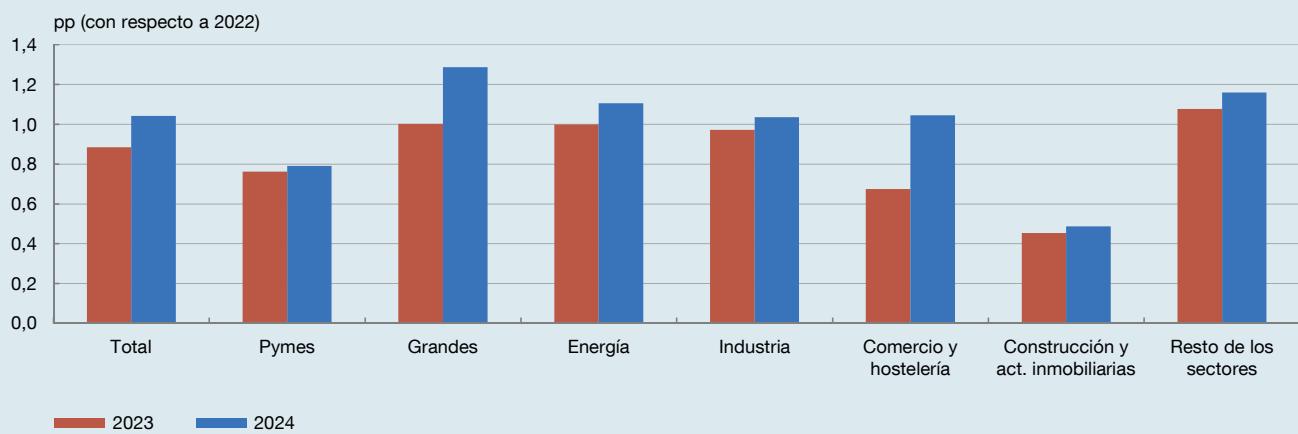
## Recuadro 1.2

## LA VULNERABILIDAD DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS ANTE EL ENDURECIMIENTO DE LAS CONDICIONES DE FINANCIACIÓN (cont.)

podrían cubrir su gasto esencial sería de unos 0,1 pp (véase gráfico 1). El aumento sería limitado incluso para los hogares situados en el quintil inferior de la distribución de renta (0,3 pp). Por último, el peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada no presentaría cambios significativos, si bien dicho peso experimentaría incrementos no deseables en algunos sectores, como el comercio y la hostelería (véase gráfico 2). Esto es debido a que un número reducido de empresas relativamente grandes pertenecientes a este sector pasarían a ser vulnerables en 2024.

En cualquier caso, conviene destacar que la materialización de determinados escenarios adversos sobre el crecimiento económico podría producir un deterioro más acusado del previsto en la situación financiera de los hogares y las empresas. Asimismo, en caso de que los tipos de interés de política monetaria se redujeran en menor medida que en el supuesto que subyace a este ejercicio<sup>10</sup>, el alivio que ello supondría sobre la presión financiera que soportan los agentes endeudados sería menor de lo contemplado en este recuadro.

Gráfico 2  
Variación del peso en el empleo de las empresas con presión financiera elevada (a)



FUENTE: Banco de España.

a Se considera que una empresa tiene presión financiera elevada si su ratio de cobertura de intereses es inferior a uno. La ratio de cobertura de intereses se define como: (REB + Ingresos financieros) / Gastos financieros. Cálculos realizados a partir de una submuestra de empresas para las que hay información disponible en la Central de Información de Riesgos (CIR) o, si no la hay, a partir de empresas que operan en la misma provincia y sector (cuatro dígitos de CNAE) y tienen un tamaño similar [de acuerdo con la clasificación de la Comisión Europea (CE)] a las que se asigna el coste medio de financiación de este grupo de empresas comparables para las que sí existe información en la CIR. La evolución de los gastos financieros de cada empresa para 2023 y 2024 se aproxima a partir de los saldos de deuda con coste al inicio de cada ejercicio y de la senda esperada de tipos de interés. Se asume la renovación total de la deuda de las empresas y que el REB aumenta para todas las empresas un 6,4 % en 2023, de acuerdo con el crecimiento observado en la AEAT [con excepción de las empresas con información disponible en la Central de Balances Trimestral (CBT), en cuyo caso se toma el dato observado], y un 3,7 % en 2024, en línea con el crecimiento del excedente bruto de explotación (EBE) subyacente en las últimas previsiones macroeconómicas del Banco de España. Se excluyen *holdings*, sedes centrales y empresas inactivas, así como empresas con información errónea en los datos de empleo, gastos financieros y deuda con coste.

10 En concreto, para el conjunto de 2024 se tienen en cuenta las expectativas del mercado vigentes en enero de 2024 sobre la evolución de los tipos de interés.

# Capítulo 2

## Retos estructurales de la economía española

## Índice

<b>Ideas principales</b>	106
<b>1 Introducción</b>	107
<b>2 Productividad</b>	109
<b>3 Tamaño y demografía empresarial</b>	112
<b>4 Capital humano</b>	118
<b>5 Inversión en capital e innovación</b>	125
<b>6 Marco institucional</b>	130
<b>7 Envejecimiento poblacional</b>	132
<b>8 Desigualdad y bolsas de vulnerabilidad en los hogares</b>	138
<b>9 Cuentas públicas</b>	143
9.1 Dinámicas recientes	143
9.2 Retos del sistema público de pensiones	146
9.3 Nuevas reglas fiscales europeas	150
9.4 Plan de consolidación fiscal	153
<b>10 Transición ecológica</b>	158
<b>Bibliografía</b>	163

### Recuadros

- 2.1** Los efectos heterogéneos de la inflación sobre la recaudación por IRPF 169  
**2.2** Los nuevos incentivos a retrasar la jubilación y el gasto en pensiones de la Seguridad Social 173



## Capítulo 2

### Ideas principales

- La capacidad de crecimiento de la economía española en los próximos años se verá condicionada por un conjunto de retos estructurales de gran envergadura.
- Destacan los siguientes retos:
  - impulsar el crecimiento de la productividad;
  - reducir la elevada tasa de paro estructural en nuestro mercado de trabajo;
  - incrementar el tamaño empresarial y facilitar la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas;
  - favorecer la acumulación de capital humano por parte de la población;
  - promover la inversión en capital físico y tecnológico y las actividades de innovación;
  - mejorar la calidad y la confianza en las instituciones españolas;
  - reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas;
  - reducir los desajustes entre la oferta y la demanda que se observan en el mercado de la vivienda y que están generando problemas de accesibilidad a esta, y
  - afrontar los múltiples desafíos que plantean el envejecimiento poblacional, la existencia de ciertas bolsas de vulnerabilidad entre los hogares españoles y la transición ecológica.
- Abordar con éxito estos desafíos requiere del diseño e implementación de una estrategia integral de reformas ambiciosas con vocación de permanencia.
- En este contexto, el programa *Next Generation EU* (NGEU) y el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) suponen una oportunidad única para incrementar la capacidad de crecimiento potencial de la economía española.
- No obstante, resultan fundamentales una selección rigurosa de los proyectos de inversión que se financiarán con cargo al programa NGEU y una implementación ambiciosa del resto de las reformas e hitos que están pendientes en el PRTR.

## 1 Introducción

Una vez recuperados los niveles de actividad previos a la pandemia —en el curso de 2022—, la economía española aún mantuvo, en 2023, un elevado grado de dinamismo (véase el capítulo 1 de este Informe). Todo ello en un contexto en el que la actividad económica global y, en especial, en el área del euro se ralentizó.

A lo largo del horizonte 2024-2026, las perspectivas de crecimiento para nuestro país siguen siendo relativamente favorables (Banco de España, 2024a). Existen, no obstante, algunas fuentes de incertidumbre, tanto a escala internacional como nacional, que no deben minusvalorarse.

En cualquier caso, la capacidad de crecimiento de la economía española en los próximos años se verá muy condicionada por un conjunto de retos estructurales de gran envergadura. Entre estos destacan: i) impulsar el crecimiento de la productividad; ii) reducir la elevada tasa de paro estructural en nuestro mercado de trabajo (véase el capítulo 3 de este Informe); iii) incrementar el tamaño empresarial y facilitar la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas; iv) favorecer la acumulación de capital humano por parte de la población; v) promover la inversión en capital físico y tecnológico y las actividades de innovación; vi) mejorar la calidad y la confianza en las instituciones españolas; vii) reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas; viii) reducir los desajustes entre la oferta y la demanda que se observan en el mercado de la vivienda y que están generando problemas de accesibilidad a esta (véase el capítulo 4 de este Informe), y ix) afrontar los múltiples desafíos que plantean el envejecimiento poblacional, la existencia de ciertas bolsas de vulnerabilidad entre los hogares españoles y la transición ecológica. Todo ello en un contexto geopolítico muy complejo y en el que la actividad del sistema financiero nacional y global se encuentra sometida a considerables fuentes de incertidumbre (Banco de España, 2024b).

Abordar con éxito estos desafíos requiere del diseño e implementación de una estrategia integral de reformas ambiciosas con vocación de permanencia. Por motivos expositivos, los retos descritos anteriormente se presentan en este capítulo —y en otros incluidos en este mismo Informe— de manera independiente. No obstante, todos ellos están estrechamente relacionados entre sí, lo que exige una interpretación global. Así, por ejemplo, un elemento fundamental en cualquier proceso de consolidación fiscal es el propio crecimiento económico, cuyos motores principales son el dinamismo de la productividad y la mejora del capital humano, físico y tecnológico de la economía. En el mismo sentido, reducir el elevado desempleo estructural en el mercado laboral español pasa, ineludiblemente, por reforzar el papel de la educación, lo que, a su vez, también contribuiría a incrementar los salarios, a elevar la productividad y a impulsar la igualdad de oportunidades en nuestro país. Por otra parte, la transición ecológica exigirá del sector privado —también del sector público— un esfuerzo inversor en capital y en innovación muy significativo, que se vería favorecido por una mejora del marco institucional en el que se desarrolla la actividad económica en España.

En este contexto, el programa *Next Generation EU* (NGEU) y el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) suponen una oportunidad única para incrementar la capacidad de crecimiento potencial de la economía española<sup>1</sup>. Por el momento, España ya ha recibido, en forma de transferencias, en torno a 37 miles de millones (mm) de euros de los aproximadamente 163 mm de euros que —sumando préstamos y transferencias— han sido asignados a nuestro país en el marco del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, que es la parte principal del programa NGEU y se vertebra a través del PRTR. El desembolso del resto de estos fondos por parte de la Comisión Europea está vinculado a la consecución de diversos hitos y objetivos —relacionados tanto con proyectos de inversión como con reformas estructurales—, que tienen como fecha límite para su cumplimiento el 31 de agosto de 2026.

En este sentido, resultan fundamentales una selección rigurosa de los proyectos de inversión que se financiarán con cargo al programa NGEU y una implementación ambiciosa del resto de las reformas e hitos que están pendientes en el PRTR —entre las que destacan, por ejemplo, una reforma integral del sistema tributario y una revisión de las prestaciones asistenciales por desempleo—. Del mismo modo, si bien aún es pronto para valorar de manera precisa los efectos macroeconómicos de los fondos desplegados y el impacto de las reformas aprobadas —dada la escasa información disponible y por el corto período de tiempo transcurrido—, sería deseable impulsar un proceso de evaluación en tiempo real, que permita identificar y corregir las posibles deficiencias que puedan surgir, tanto en materia de procedimientos como en la propia evolución de los proyectos financiados. En este sentido, la enorme complejidad que subyace a la gestión de estos fondos aconseja un elevado grado de transparencia, de manera que todo este proceso acabe suponiendo una mejora en la confianza de la población acerca de sus instituciones.

---

1 Por ejemplo, en esta dirección apuntan, utilizando enfoques metodológicos diferentes, los siguientes trabajos analíticos publicados recientemente por el Banco de España: Cuadrado, Izquierdo, Montero, Moral-Benito y Quintana (2022), Fernández-Cerezo, Moral-Benito y Quintana (2023) y Domínguez-Díaz, Hurtado y Menéndez (2024).

## 2 Productividad

### Contexto:

Las ganancias de productividad representan el principal motor del crecimiento económico a largo plazo. Una de las métricas más utilizadas para medir la productividad es la productividad total de los factores (PTF), que puede definirse como la parte del crecimiento del producto que no viene explicada por la evolución de los recursos productivos. Es decir, los incrementos de la PTF aproximan las mejoras en la eficiencia con la que se combinan y se utilizan los factores productivos, que redundan en crecimientos del PIB incluso sin aumentar los niveles de dichos factores (capital y trabajo)<sup>2</sup>. De este modo, los avances en la PTF pueden considerarse el determinante fundamental del crecimiento a largo plazo, en la medida en que las mejoras en la eficiencia, al utilizar los recursos productivos, no están sometidas a rendimientos decrecientes; además, su uso no es excluyente<sup>3</sup>.

### Evidencia:

En las últimas décadas, la economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad, que ha sido significativamente más acusada que la registrada en otros países desarrollados. En particular, entre 2000 y 2022, el crecimiento de la PTF en España fue en torno a 13 y 17 puntos porcentuales (pp) inferior al observado en Alemania y Estados Unidos, respectivamente (véase gráfico 2.1.a). Como se puso de manifiesto en el capítulo 2 del *Informe Anual 2022* del Banco de España, este reducido vigor de la productividad ha sido, junto con la persistencia de tasas de paro muy elevadas, una de las principales razones por las que nuestra economía se ha mostrado incapaz de alcanzar el nivel de renta per cápita del área del euro a lo largo de las últimas décadas.

### Evidencia adicional:

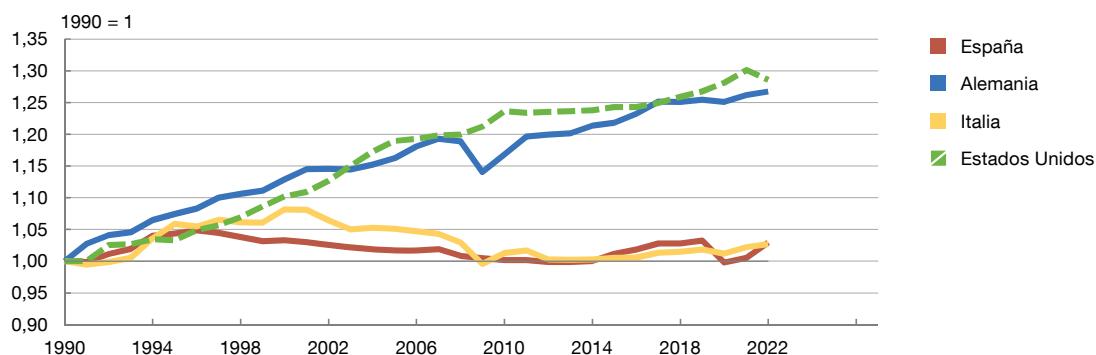
Una forma de entender la evolución de la productividad agregada en España en los años más recientes —a partir de 2013— es analizando, con datos a nivel de empresa, qué parte de dicha evolución se debe a efectos composición entre sectores —esto es, en qué medida el cambio

- 
- 2 La PTF es una métrica de eficiencia relacionada con otras ampliamente utilizadas, como la productividad del trabajo o el PIB per cápita. La PTF se calcula dividiendo la producción total entre la contribución combinada de los factores de producción, bajo supuestos de la forma funcional en la que estos factores se combinan. La productividad del trabajo se obtiene dividiendo la producción total entre la cantidad de horas trabajadas y, por tanto, es una medida más específica que se centra en la eficiencia del factor trabajo. Por su parte, el PIB per cápita se obtiene dividiendo el PIB entre la población de un país e indica el ingreso promedio por habitante, por lo que no está enfocado en medir la eficiencia del uso de los factores productivos.
  - 3 Los aumentos en el nivel de producción debidos al uso de los factores productivos suelen estar sujetos a rendimientos decrecientes. Es decir, a medida que aumenta el uso de un factor productivo, la producción adicional generada por cada unidad de insumo adicional es menor. Sin embargo, en el caso de los aumentos de producción debidos a ganancias en productividad, no se produce este fenómeno. Por otro lado, el uso de las ganancias en productividad no es, en general, excluyente. Es decir, el desarrollo de un nuevo proceso de producción que mejora la productividad puede utilizarse, habitualmente, por parte de diferentes unidades productivas. En cambio, una máquina o una persona trabajadora son factores productivos cuyo uso por parte de una empresa sí es excluyente para las demás empresas.

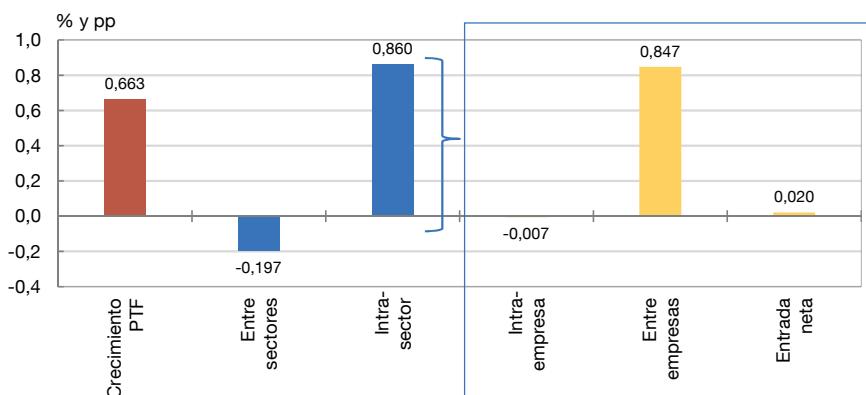
Gráfico 2.1

**La economía española ha experimentado una ralentización en el dinamismo de la productividad más acusada que la registrada en otros países desarrollados. Entre los factores que lo explican destacan su reducido crecimiento en las empresas activas y la escasa aportación de la creación neta de empresas**

## 2.1.a PTF



## 2.1.b Descomposición del crecimiento de la PTF, por sectores e intrasector (a)



FUENTES: OCDE y Banco de España (Central de Balances).

a. El crecimiento de la PTF es en porcentaje (%), y el resto, en puntos porcentuales. Descomposición del crecimiento de la PTF del conjunto de empresas de la Central de Balances siguiendo la metodología de Foster, Haltiwanger y Krizan (2001) y usando las ventas como pesos para su agregación y el método de Wooldridge (2009) para el cómputo de la PTF a nivel de empresa.



en los pesos de sectores con diferentes niveles de productividad contribuye al comportamiento de la productividad agregada— o a distintos factores intrasector. Entre estos últimos pueden distinguirse, a su vez, tres contribuciones: la que se deriva del crecimiento de la productividad en cada empresa (contribución intraempresa), la que surge de las variaciones en los pesos relativos de las empresas activas en un mismo sector a lo largo del tiempo (contribución entre empresas) y la resultante de la creación y destrucción de empresas (contribución entrada neta de empresas). Los resultados de este análisis apuntan a que, *entre los factores que explican el escaso empuje de la productividad agregada en la economía española, destacan su reducido crecimiento en las empresas activas y la escasa aportación de la creación neta de empresas al avance de la productividad* (véase gráfico 2.1.b)<sup>4</sup>:

4. Este análisis se realiza solo hasta 2021, ya que aún no está disponible la información sobre destrucción de empresas en 2022. Para más detalles sobre la metodología, véase Foster, Haltiwanger y Krizan (2001).

- La contribución de la reasignación de la actividad entre sectores al crecimiento de la PTF fue ligeramente negativa en España entre 2013 y 2021. Por su parte, la evolución de la productividad dentro de cada sector sí contribuyó, durante este período, al avance de dicha variable en términos agregados, un fenómeno que también se observa en otros países de nuestro entorno (Banco Central Europeo, 2021).
- Dentro del crecimiento intrasectorial de la productividad, el proceso de reasignación de recursos entre empresas activas dentro de un mismo sector habría contribuido de forma positiva al avance de la productividad en España. Es decir, aquellas empresas con mayores niveles de productividad habrían registrado crecimientos de la actividad más elevados que el resto de las empresas en su mismo sector. Por su parte, la contribución del componente intraempresa habría sido negativa, es decir, en promedio, el crecimiento de la productividad de las empresas habría sido negativo. Finalmente, el margen extensivo —esto es, la entrada neta de empresas— habría contribuido de forma muy modesta al crecimiento de la productividad.

#### Áreas en las que incidir:

El escaso vigor de la productividad en la economía española es el reflejo de múltiples factores que interactúan entre sí y sobre los que convendría actuar simultáneamente. Entre dichos factores destacan, por ejemplo: i) todos aquellos aspectos que condicionan el tamaño y la demografía empresarial, así como la reasignación de los recursos productivos entre sectores y empresas<sup>5</sup>; ii) el nivel de capital humano en la población; iii) el stock de capital tecnológico y los determinantes de la inversión en innovación, y iv) el marco regulatorio e institucional. Las siguientes secciones describen el papel que estos factores desempeñan en nuestro país y proponen distintas líneas de actuación para incrementar su contribución al avance de la productividad.

#### Medidas recientes desplegadas en este ámbito:

Destaca el [Proyecto de Real Decreto por el que se crea el Consejo de la Productividad de España](#), dando cumplimiento a una [recomendación emitida por el Consejo de la Unión Europea](#) en septiembre de 2016<sup>6</sup>. Este Consejo tendrá entre sus funciones la elaboración de análisis económicos y estadísticos y la emisión de opiniones públicas orientados a la evaluación y diagnóstico de la productividad y la competitividad de la economía española. Su eficacia exigiría la independencia y la competencia profesional de los miembros del Consejo, así como los recursos suficientes para poder efectuar análisis rigurosos.

5 La composición sectorial de la economía española explica solo una parte del escaso dinamismo de la productividad en nuestro país. En este sentido, si bien es cierto que nuestra estructura productiva se encuentra sesgada hacia ramas de actividad que suelen registrar un crecimiento más reducido de la productividad, el menor nivel de esta variable frente a otros países europeos se observa en prácticamente todos los sectores.

6 De acuerdo con la información más actualizada que proporciona la [Comisión Europea](#), entre los países del área del euro, solo España, Italia y Estonia no cuentan aún con un Consejo de Productividad.

### 3 Tamaño y demografía empresarial

#### Contexto:

Todos aquellos aspectos que limitan artificialmente el crecimiento empresarial o la capacidad para que los factores productivos se reasignen entre sectores y empresas acaban redundando, eventualmente, en un menor dinamismo de la productividad de la economía. En efecto, la evidencia empírica disponible pone de manifiesto que las empresas de mayor tamaño suelen presentar niveles de productividad más elevados y que, como se ha discutido en la sección anterior, el proceso de reasignación de recursos entre empresas es un determinante de primer orden en la evolución de la productividad agregada<sup>7</sup>. Por otra parte, en general, las empresas de tamaño reducido están menos diversificadas que sus competidoras de mayor dimensión, no solo en términos de sus productos y clientes, sino también en cuanto a sus fuentes de financiación. Todo ello da como resultado que las primeras presenten una mayor vulnerabilidad relativa ante perturbaciones macrofinancieras adversas.

#### Evidencia:

El peso de las empresas de menor tamaño en nuestro país es relativamente elevado en una comparativa internacional. Así, en 2021, un 76,8 % de las empresas españolas tenían entre uno y cuatro empleados, el mayor porcentaje de la Unión Europea (UE) y muy por encima del que se observaba, por ejemplo, en Alemania —63,2 %—, Francia —70,4 %— e Italia —72,5 %—. Es importante reseñar que esta brecha, que se ha mantenido de forma relativamente persistente a lo largo de las últimas décadas, no puede explicarse por la particular composición sectorial de nuestra economía<sup>8</sup>.

#### Evidencia adicional:

Además de por un reducido tamaño de las sociedades, recientemente, la demografía empresarial española también se distingue —con respecto a la de otros países de nuestro entorno— por mostrar un menor grado de rotación, lo que también limita el dinamismo de la productividad.

- **Se ha recuperado el número de empresas previo a la pandemia.** El número de empresas activas en España se situó en 3.202.912 en 2022, frente a las 3.154.837 registradas en 2019.

7 Véanse, por ejemplo, Moral-Benito (2018) y García-Santana, Moral-Benito, Pijoan-Mas y Ramos (2020).

8 En particular, el porcentaje de las empresas españolas que, en 2021, tenían entre uno y cuatro empleados era del 58,9 % en las ramas manufactureras —frente al 43,6 %, el 53,2 % y el 52,9 % de Alemania, Francia e Italia, respectivamente— y del 79 % en los sectores de servicios —frente al 66,6 %, el 71,9 % y el 76,7 % de Alemania, Francia e Italia, respectivamente—.

Esto supone un incremento del 1,5 %, inferior al observado en el conjunto de la UE durante el mismo período —del 9,8 %—<sup>9</sup>.

- **No obstante, la tasa de rotación empresarial ha caído y se mantiene en niveles reducidos.** La tasa de rotación de empresas, definida como la suma de las altas y las bajas de empresas respecto al total de empresas activas<sup>10</sup>, cayó en España desde el 18,2 % en el promedio de 2016-2019 hasta el 16,2 % en 2020-2021. En el caso de la UE, la tasa de rotación aumentó desde el 17,3 % hasta el 18,1 % en el mismo período.
- **La menor tasa de rotación de España, en comparación con la UE, se debe tanto a una menor tasa de creación como a una menor tasa de salida de empresas.** En concreto, en España las tasas de entrada, en línea con las de la UE hasta 2019, se situaron en 2020 y 2021 en torno a 1,7 pp por debajo de las de nuestros socios europeos (véase gráfico 2.2.a). Por su parte, la tasa de salida se redujo desde el entorno del 8,5 % durante los años previos a la pandemia hasta el 7,3 % en 2021<sup>11, 12</sup>. Esto contrasta con el incremento, desde el 7,5 % hasta el 8,5 %, que se observó en el caso de la UE.
- **La creación y la destrucción de empresas contribuyen positivamente a la evolución de la productividad. Por tanto, una menor rotación empresarial limita el dinamismo agregado de esta variable.** El impacto de la creación y la destrucción de empresas sobre la evolución de la productividad depende no solo de las tasas de entrada y de salida, sino también de los niveles relativos de productividad de las empresas que se crean y se destruyen. Al objeto de analizar este último aspecto, se considera, para las salidas, una regresión en la que la variable dependiente toma valor 1 si la empresa se destruye en un año y 0 en caso contrario, y la variable explicativa de interés es la productividad de la empresa en el período anterior en términos relativos a la media de su sector y año. Por su parte, en el caso de la creación de empresas, se considera una regresión análoga, pero en la que la variable dependiente toma valor 1 si la empresa se crea en un año y 0 en caso contrario, y la variable explicativa es la productividad de la empresa en el período actual.

9 Los datos sobre el número de empresas proceden del Directorio Central de Empresas (DIRCE) en el caso de España y de las Estadísticas Estructurales de las Empresas de Eurostat para la UE. Los datos del DIRCE no incluyen las empresas de los sectores agrícola (CNAE A), servicios financieros no relacionados con seguros y fondos de pensiones (CNAE K64), Administración Pública (CNAE O), otros servicios (CNAE S), actividades de los hogares (CNAE T) y actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales (CNAE U). Además, en el caso de la UE, no se incluyen tampoco educación (CNAE P), actividades sanitarias y de servicios sociales (CNAE Q), actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento (CNAE R) ni ningún servicio financiero (CNAE K). El número de empresas, excluyendo también estos sectores, aumentó en España desde las 2.781.367 de 2019 hasta las 2.804.037 en 2022.

10 Las empresas activas son aquellas con ventas o empleo positivos durante el período analizado. La entrada de empresas se refiere al registro de una empresa activa nueva que no involucra a otras empresas existentes ahora o hace menos de dos años. La salida de empresas se refiere a aquella unidad de producción que deja de estar activa en el período siguiente, de nuevo excluyendo los casos en los que estén involucradas otras empresas y cuando se produce una reactivación durante los dos años posteriores.

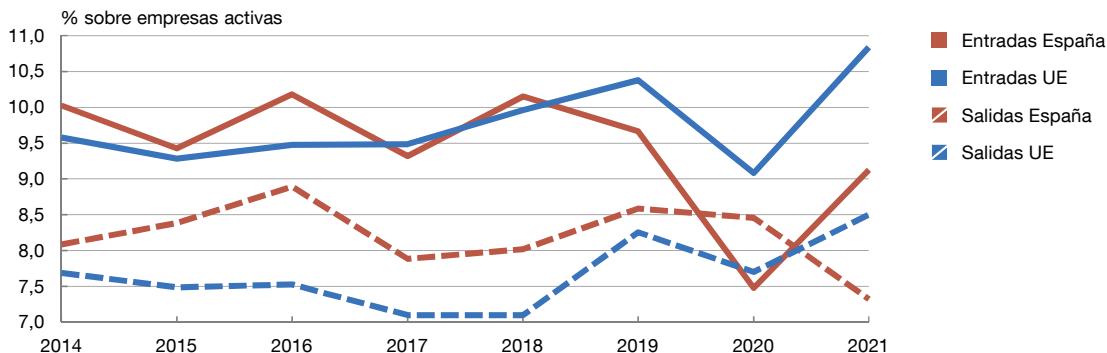
11 Cabe destacar que, dado que se miden las salidas en términos económicos y no jurídicos, estos resultados no están afectados por la moratoria concursal. De hecho, el porcentaje de concursos sobre el número de empresas se situó en el 0,14 % en 2019 (último año antes de la aprobación de la moratoria concursal), frente a una tasa de salidas del 9,4 %. De esta manera, aun manteniendo el número de disoluciones en niveles previos, se mantendría la caída en la tasa de salidas.

12 Según el DIRCE, las tasas de entrada y de salida de empresas en España continuaron en 2022 por debajo de las de 2019 y en línea con el promedio observado en 2020-2021.

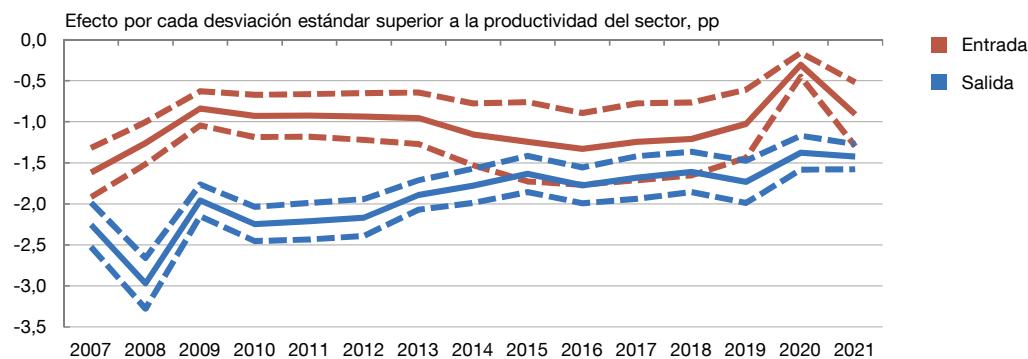
Gráfico 2.2

**La menor tasa de rotación de España, en comparación con la UE, se debe tanto a una menor tasa de creación como a una menor tasa de salida de empresas**

#### 2.2.a Evolución de las tasas de entrada y de salida de empresas en España y en la UE (a)



#### 2.2.b Niveles relativos de productividad de las empresas que se crean y se destruyen con respecto a las empresas activas (b)



FUENTES: Eurostat y Banco de España (Central de Balances).

- a Dada la ausencia de información para alguno de los años entre 2014 y 2021, el agregado de la UE no incluye a Bélgica, Grecia, Irlanda, Malta, Polonia y Suecia. Además, los datos publicados por Eurostat no incluyen a las empresas de los siguientes sectores: agricultura (CNAE A), servicios financieros no relacionados con seguros y fondos de pensiones (CNAE K64), Administración Pública (CNAE O), otros servicios (CNAE S), actividades de los hogares (CNAE T) y actividades de organizaciones y organismos extraterritoriales (CNAE U).
- b El gráfico muestra los coeficientes asociados a la PTF a nivel de empresa (en desviaciones respecto a la media del sector) y estimados año a año en dos regresiones: una regresión en la que la variable dependiente es una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa sale del mercado y 0 si continúa operando (línea azul), y otra en la que la variable dependiente es una variable dicotómica que toma valor 1 si la empresa lleva menos de un año en el mercado y 0 en caso contrario (línea roja). De este modo, los coeficientes estimados miden el efecto de variaciones de una desviación estándar en la PTF de las empresas con respecto a la media del sector sobre las tasas de entrada y de salida. La PTF a nivel de empresa se estima en un paso previo mediante el método de Wooldridge (2009). Las líneas discontinuas muestran los intervalos de confianza al 95%.



De acuerdo con los coeficientes estimados en sendas regresiones, se pueden extraer las siguientes conclusiones principales (véase gráfico 2.2.b):

- En el caso de las salidas de empresas, el coeficiente negativo implica que, tal y como cabría esperar, las empresas menos productivas tienen una mayor probabilidad de salir del mercado. No obstante, si bien durante la crisis financiera se intensificó la asociación negativa entre productividad y destrucción, este no fue el caso durante la crisis sanitaria. Este resultado podría deberse, al menos en parte, a las diversas medidas de apoyo desplegadas por las autoridades tras la irrupción de la pandemia, como los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), los aplazamientos de cotizaciones sociales e impuestos y la puesta a disposición de las empresas de crédito en condiciones favorables.

- En el caso de las entradas de empresas, el coeficiente negativo también apunta a que las empresas de reciente creación son menos productivas que las ya establecidas. No obstante, las primeras presentan habitualmente un mayor margen de mejora que las empresas existentes. Así, por ejemplo, en España el crecimiento de la productividad de las empresas que entraron entre 2014 y 2016 fue, al cabo de cinco años, en torno a 22 pp más elevado que el de las empresas existentes, de manera que, a partir de ese ejercicio, su productividad ya era más elevada que la de sus competidoras. En todo caso, el coeficiente estimado en esta regresión es menos negativo que el estimado para las salidas, lo que sugiere que la productividad de las nuevas empresas es más elevada que la de aquellas empresas que dejan de operar.

#### Áreas en las que incidir:

A lo largo de las últimas décadas, se han identificado múltiples obstáculos que han condicionado el tamaño y la demografía empresarial en nuestro país. Entre estos, cabe destacar aquellos relacionados con:

- **La cantidad y la calidad de la regulación.** El volumen y la complejidad de la regulación de la actividad económica de nuestro país han venido creciendo de forma muy significativa en los últimos años<sup>13</sup>. Esto exige que las empresas dediquen una fracción creciente de sus recursos a su conocimiento y cumplimiento y que, en ocasiones, se generen trabas a la unidad de mercado. En este sentido, para reducir la carga regulatoria de las empresas y promover la unidad de mercado —lo que favorecería el crecimiento empresarial y la competencia—, resultaría conveniente que los distintos niveles de las Administraciones Públicas (AAPP) pusieran en común sus diferentes enfoques normativos, sector a sector, para tratar de alcanzar estándares acordes con las mejores prácticas.
- **El acceso de las empresas españolas a fuentes de financiación no bancarias.** A pesar de los avances alcanzados en los últimos años, la capacidad de las empresas españolas para acceder a fuentes de financiación de mercado no bancarias sigue siendo muy reducida. Esto resulta especialmente perjudicial para el crecimiento cuando limita las posibilidades de inversión de las empresas más jóvenes e innovadoras —que disponen, en términos relativos, de un menor colateral, pero de un mayor potencial de crecimiento—. En este sentido, se hace necesario seguir progresando en el desarrollo de los mercados de capital riesgo, tanto en España como a escala europea. Para ello, es preciso avanzar de forma decidida hacia la unión de los mercados de capitales en la UE (Banco Central Europeo, 2024).
- **Procesos de insolvencia.** Históricamente, el uso de los concursos de acreedores y de los mecanismos preconcursales ha sido relativamente reducido en España. Además, cuando

<sup>13</sup> Para más detalles, véanse Mora-Sanguinetti, Quintana, Soler y Spruk (2024) y Mora-Sanguinetti y Pérez-Valls (2021), que utilizan una novedosa base de datos que recopila y clasifica las más de 200.000 normas adoptadas en España entre 1995 y 2020. Además, de acuerdo con el *Single Market Scoreboard* de la Comisión Europea, nuestro país se situó, en 2022, en la posición 22 de la UE en relación con la carga de la regulación gubernamental.

se han empleado, los concursos de acreedores se han caracterizado por una larga duración media y por una alta tasa de liquidación de las empresas concursadas (García-Posada Gómez y Vegas Sánchez, 2018). Todo ello ha supuesto retrasos en la salida del mercado de las empresas inviables —y, llegado el caso, ha reducido el valor económico de las empresas afectadas—, con el consiguiente impacto adverso sobre el dinamismo de la productividad agregada. La reforma de la Ley Concursal de 2022, que se describe al final de esta sección, pretende corregir algunas de estas deficiencias.

- **Proceso de asignación de licitaciones públicas.** Estas licitaciones recaen, mayoritariamente, en empresas grandes. Algunos estudios sugieren que reorientar estos procesos de asignación, al menos parcialmente, hacia empresas que son pequeñas y muy productivas, pero que están restringidas financieramente, podría incentivar el crecimiento empresarial y de la productividad agregada (Giovanni, García-Santana, Jeenah, Moral-Benito y Pijoan-Mas, 2022). En este contexto, cabe destacar que un trabajo reciente del Banco de España (Aguilar, Alloza, Mata, Moral-Benito, Portillo-Pampin y Sarasa-Flores, 2023) señala que, por el momento, las licitaciones vinculadas al programa NGEU se están asignando a empresas más grandes que las de otras licitaciones públicas previas<sup>14</sup>. En cambio, las subvenciones vinculadas a este programa se están asignando a empresas comparativamente más pequeñas que las de otras subvenciones, una dinámica parcialmente explicada por la importancia de programas como el Kit Digital<sup>15</sup>.
- **Umbrales regulatorios.** La literatura académica ha puesto de relieve la existencia de determinados umbrales regulatorios —en el ámbito laboral y tributario—, asociados a niveles arbitrarios del tamaño de las compañías, que desincentivan, en cierta medida, el crecimiento empresarial en torno a estos (Almunia y López-Rodríguez, 2018). Sería conveniente revisar dichos umbrales y su impacto sobre la demografía empresarial.

#### Medidas recientes desplegadas en este ámbito:

En los últimos años se han aprobado diversas iniciativas que tratan de fomentar el crecimiento empresarial y de facilitar la reasignación eficiente de los factores productivos. No obstante, aún es pronto para valorar con rigor si dichas iniciativas podrán revertir de forma apreciable algunas de las deficiencias que la economía española ha venido presentando persistentemente en el ámbito del tamaño y la demografía empresarial. Entre las medidas recientemente aprobadas, destacan:

- **Ley «Crea y Crece».** Tiene como objetivo impulsar la creación de empresas y fomentar su crecimiento a través de actuaciones tales como: i) facilitar y agilizar los trámites para la

14 Además de presentar un mayor tamaño, las empresas adjudicatarias de licitaciones NGEU son significativamente más productivas, presentan un mejor acceso a la financiación bancaria y sufrieron una menor caída en sus ventas durante la pandemia.

15 Programa de ayudas a la digitalización de pequeñas y medianas empresas, que se ha traducido en una primera línea de convocatorias por valor de 1.500 millones de euros y que, en la actualidad, presenta un porcentaje de ejecución superior al 80 % del total.

creación de una empresa —por ejemplo, a través de la reducción del capital social mínimo o de la introducción de un formato estandarizado y estatutos tipo en la constitución de sociedades de responsabilidad limitada—; ii) flexibilizar los mecanismos de financiación alternativa —por ejemplo, mediante la introducción de un nuevo régimen jurídico para las plataformas de financiación participativa o *crowdfunding*—, y iii) incorporar incentivos para el cumplimiento de los plazos de pago, tanto en el sector privado —agregando el deber de informar del período medio de pago a proveedores en las cuentas anuales y realizando el seguimiento de la evolución de la morosidad— como en las AAPP —requiriendo el pago de intereses en caso de demora en los pagos y otras medidas de lucha contra la morosidad—.

- **Reforma de la Ley Concursal.** La nueva norma establece un mecanismo preconcursal, denominado «planes de reestructuración», que permite la reestructuración de las deudas empresariales en una fase temprana. Además, introduce un procedimiento específico para microempresas, más ágil y menos costoso que el concurso de acreedores general. Por último, mejora el mecanismo de segunda oportunidad para autónomos y particulares, introduciendo la posibilidad de exoneración sin liquidación previa del patrimonio del deudor, mediante un plan de pagos de tres años de duración, y extendiendo la exoneración del pasivo insatisfecho al crédito público hasta un determinado umbral<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> De acuerdo con los datos publicados por el Colegio de Registradores, en España el número de concursos de acreedores durante el año posterior a la reforma aumentó un 89% para los autónomos y particulares, desde 8.503 hasta 16.096. Además, según la información recogida por Cesce, los procedimientos especiales para microempresas han aumentado gradualmente, hasta alcanzar los 147 en febrero de 2024, frente a los 4 de febrero de 2023.

## 4 Capital humano

### Contexto:

La literatura académica enfatiza la importancia del capital humano para el crecimiento económico.

- Desde un punto vista macroeconómico, existe un amplio consenso sobre que un menor *stock* de capital humano reduce el crecimiento<sup>17</sup>. Este impacto no solo provendría del efecto directo del nivel formativo sobre la productividad individual, sino que también se materializaría a través de otros canales; por ejemplo, a través de la complementariedad del capital humano con la inversión en capital físico o tecnológico. En este sentido, se observa que los países europeos que presentan un mayor nivel de capital humano —de acuerdo, por ejemplo, con la puntuación PIAAC en competencias matemáticas— registran, de media, 1 pp más de inversión en I+D+i que España.
- Desde una perspectiva empresarial, se ha destacado la correlación que existe entre la productividad de las empresas y la formación de sus plantillas (Syverson, 2011). En particular, se observa que las empresas situadas en la frontera productiva —dentro del 10 % con mayor productividad— disponen de una plantilla con mayor formación educativa —un 7 % más de personal con educación terciaria— que las empresas que se encuentran en la mediana de la distribución de productividad (Criscuolo, Gal, Leidecker y Nicoletti, 2021).
- A nivel individual, se aprecia un claro retorno positivo de la educación, que, además, parece estar aumentando con el tiempo. En particular, con datos de diferentes ediciones de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España, se puede estimar la tasa interna de rentabilidad de la educación como la de cualquier otra inversión. Por un lado, el coste de la inversión se cuantificaría a partir de la suma de los ingresos que se dejan de percibir al no trabajar durante el período de formación. Por otro lado, el beneficio podría calcularse a partir del diferencial positivo de ingresos laborales que se obtiene a lo largo del período poseducativo<sup>18</sup>. De acuerdo con este análisis, se observa que, en 2019, alcanzar el Bachillerato o la Formación Profesional (FP) media ofrecía una rentabilidad del 18 % para los hombres y del 26 % para las mujeres respecto a disponer únicamente de la titulación de Educación Secundaria Obligatoria (ESO); en ambos casos, una rentabilidad mayor que la que se estimaba en 2007 (véase gráfico 2.3.a)<sup>19</sup>. Además, finalizar los estudios universitarios

17 Véanse, por ejemplo, Romer (1986) y Lucas (1988, 1990, 2015).

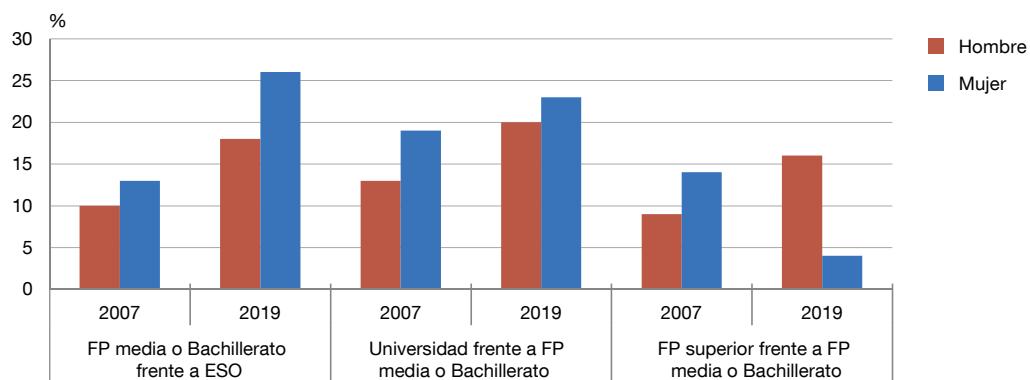
18 Para más detalles sobre la metodología empleada, véase Jansen y Lacuesta (2024).

19 Heckman, Lochner y Todd (2006) estiman, para Estados Unidos en 1990, una rentabilidad de alcanzar 12 años de formación (lo que equivaldría a finalizar bachillerato) del 39 % con respecto a quedarse únicamente con 10 años de formación (secundaria obligatoria), mientras que completar 16 años de formación (universidad) supondría una rentabilidad adicional del 24 % con respecto a alcanzar solo 14 años de formación. Para otros países, existen múltiples estimaciones. Card (2008), analizando diferentes artículos sobre el tema, sugiere que la rentabilidad de un año adicional de educación se situaría en varios países europeos entre el 5 % de Suecia y el 10 % del Reino Unido.

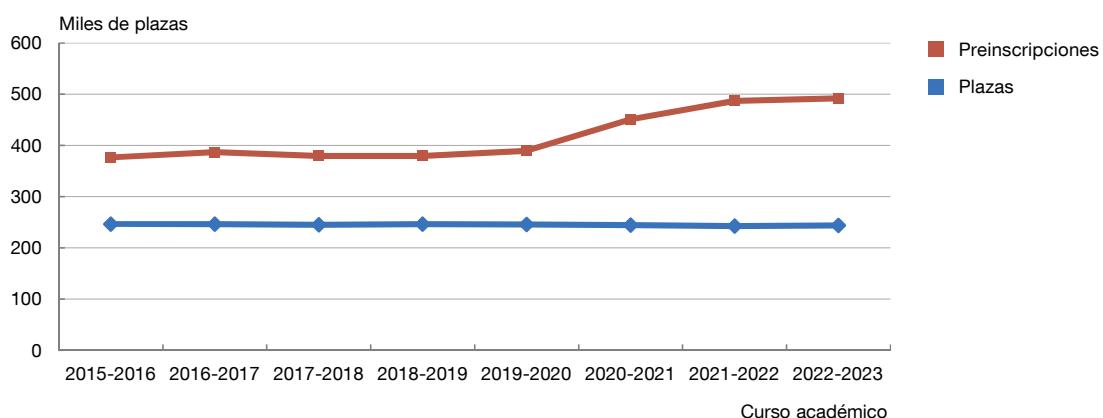
Gráfico 2.3

**El retorno económico de la educación es elevado y positivo; además, parece estar aumentando con el tiempo. En el ámbito de la formación universitaria pública presencial, la oferta parece estar reaccionando de manera muy limitada a las necesidades de la demanda**

### 2.3.a Tasa interna de rentabilidad (TIR) (a)



### 2.3.b Preinscripciones de primera opción y plazas en universidades presenciales públicas



**FUENTES:** Banco de España (EFF) y Ministerio de Ciencia, Innovación y Universidades (UNIVbase).

- a Se utilizan datos de la EFF 2008 y la EFF 2020. En el gráfico se presenta la TIR de alcanzar un nivel formativo frente a otro. La TIR de alcanzar un nivel formativo se define como la tasa de descuento que iguala la suma del valor presente de las ganancias a lo largo de 50 años de experiencia con los costes de oportunidad (el valor presente de los ingresos de no educarse). Para obtener las ganancias laborales brutas por año de experiencia, se realiza una regresión del logaritmo de los ingresos laborales brutos anuales restringida a una muestra con los dos niveles educativos analizados, añadiendo una constante, una variable ficticia del nivel educativo superior, una variable de experiencia potencial y su cuadrado, definida como edad-16 para ESO, edad-18 para estudios medios, edad-20 para FP superior y edad-22 para universitarios. Se tienen en cuenta pesos y las cinco imputaciones de la EFF en la estimación. A partir de los resultados de estas regresiones se estiman ingresos laborales de 0 a 50 años de experiencia y se calcula una tasa interna de rentabilidad asumiendo que quien se pone a trabajar tras la ESO puede empezar a hacerlo dos años antes que quien estudia FP media o Bachillerato y no hay costes monetarios de estudiar. Igualmente, quien estudia FP superior empezará dos años más tarde que el que ha cursado estudios posobligatorios, y el universitario, cuatro años más tarde. Para más detalles, véase Jansen y Lacuesta (2024).



tras el Bachillerato ofrecía una rentabilidad adicional del 20 % para los hombres y del 23 % para las mujeres; de nuevo, unos retornos superiores a los estimados en 2007. Por otra parte, la rentabilidad adicional de la FP superior respecto a la educación posobligatoria media también era positiva en 2019 para hombres y mujeres, si bien, para estas últimas, dicha rentabilidad adicional disminuyó con respecto a la observada en 2007.

**Evidencia:**

A pesar de la mejora que se ha producido durante las últimas décadas, el nivel formativo de la población española sigue siendo inferior a la media europea.

- **Abandono escolar.** En España, el abandono escolar se ha reducido de forma considerable a lo largo de las últimas décadas. Así, por ejemplo, entre los nacidos en 1990 y los nacidos en 1998, el porcentaje de población que a los 25 años tenían como máximo ESO se redujo en 13 pp para los hombres y en 7 pp para las mujeres<sup>20</sup>. A pesar de estos desarrollos, España sigue siendo uno de los países europeos con mayores tasas de abandono escolar. En concreto, en 2023 el porcentaje de jóvenes de entre 16 y 24 años que habían dejado de estudiar habiendo alcanzado como máximo el nivel obligatorio de educación se situó en el 13,6 % en España, frente al 9,6 % del conjunto de la UE.
- **Resultados del programa PISA.** El programa PISA de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) es una herramienta útil para evaluar internacionalmente la formación de los alumnos cuando llegan al final de la etapa obligatoria. Los resultados más recientes se refieren a 2022 y, de los 38 países de la OCDE, sitúan a España en la posición 23.<sup>a</sup> en matemáticas, en la posición 24.<sup>a</sup> en lectura y en la posición 24.<sup>a</sup> en competencias científicas. Cuando se tiene en cuenta solo a los estudiantes en los niveles más altos de excelencia, estas posiciones relativas de nuestro país empeoran.
- **Nivel formativo de la población adulta.** De acuerdo con [Eurostat](#), en 2023 el porcentaje de personas con bajo nivel educativo en España era del 29 % entre los trabajadores, del 34 % entre los empleadores y del 35 % entre los autónomos. Estos porcentajes son mayores que los que se observan en Italia (27 %, 33 % y 25 %) y se sitúan muy por encima de los que se encuentran en Francia (12 %, 8 % y 11 %) y Alemania (16 %, 11 % y 10 %)<sup>21</sup>.

**Evidencia adicional:**

Además de la cantidad y de la calidad de la educación, también resulta fundamental analizar en qué medida la oferta educativa es capaz de adaptarse a los cambios que se producen en la demanda, de forma que se eviten posibles desajustes formativos que podrían lastrar la capacidad productiva de la economía y limitar la igualdad de oportunidades. En este sentido, *en el ámbito de la formación universitaria pública presencial, la oferta parece estar reaccionando de manera muy limitada a las necesidades de la demanda*.

20 El incremento en la formación de los hombres se repartió entre FP media, superior y estudios universitarios, mientras que, en el caso de las mujeres, el aumento se concentró principalmente en la formación universitaria.

21 Aparte del nivel educativo, existen otras prácticas relativas a la estructura, organización y gestión de la empresa que son claves para la productividad. La literatura económica ha avanzado en los últimos años en el análisis de la importancia de estos factores gracias a avances en su medición a través de encuestas (Bloom y Van Reenen, 2007) o experimentos aleatorios (Adhvaryu, Molina y Nyshadham, 2022).

- **Por el lado de la demanda, entre 2015 y 2022 el número de preinscripciones en la universidad pública presencial aumentó un 30 % en nuestro país** (véase gráfico 2.3.b)<sup>22</sup>. Además, estas preinscripciones parecieron estar alineadas, en cierta medida, con las demandas del mercado laboral. En particular, de media, estas preinscripciones mostraron una correlación positiva con la base de cotización de los egresados cuatro años después de su graduación: una titulación con un salario un 10 % superior al de otra titulación presentó un 6 % más de preinscripciones.
- **En cambio, por el lado de la oferta, las plazas de nuevo ingreso en las universidades públicas presenciales cayeron ligeramente –un 1 %– en el período analizado**<sup>23</sup>. Además, a diferencia de lo que se aprecia con las preinscripciones, la oferta de plazas por parte de las universidades públicas presenciales en un ámbito de estudio no está correlacionada con la variación salarial. En concreto, aunque en los ámbitos de estudio con mayores oportunidades laborales se observa un mayor número de titulaciones en las universidades públicas presenciales, esto no viene asociado a un aumento de las plazas totales ofertadas.

#### Áreas en las que incidir:

*Es imprescindible desarrollar medidas estructurales que fomenten la acumulación de capital humano, lo que puede exigir una revisión profunda del diseño institucional de nuestro sistema educativo.* Esto es especialmente relevante en la coyuntura actual, en la que parece probable que pueda producirse una intensa reasignación sectorial y ocupacional del empleo como consecuencia, entre otros factores, de los profundos cambios demográficos y tecnológicos en curso y de la transición ecológica (para más detalles en cuanto al posible impacto de estos desarrollos sobre el mercado laboral, véase el capítulo 3 de este Informe). Entre las diversas iniciativas que podrían desplegarse en este ámbito, cabe destacar las siguientes:

- **Permanencia en el sistema educativo.** Las políticas públicas deberían seguir impulsando la permanencia y el avance de los estudiantes a lo largo del sistema educativo reglado, especialmente teniendo en cuenta el retorno individual (véase gráfico 2.3.a) y agregado que esto supone. En este sentido, es importante señalar que la experiencia laboral sustituye de manera limitada a la educación formal en el desarrollo de competencias cognitivas para los niveles educativos inferiores (Martínez-Matute y Villanueva, 2023). Para promover la permanencia y el éxito de los estudiantes en los niveles educativos inferiores, existen diversos programas de acompañamiento que se han mostrado útiles. Por ejemplo, algunos

22 En los últimos años, a la mayor demanda de estudios formativos derivada del incremento de los rendimientos a la formación (véase gráfico 2.3.a), se ha unido un mayor número de personas de 19 años. En este sentido, cabe señalar que, durante el período 1995-2008, la fecundidad experimentó un cierto repunte en España, en línea con la fase de expansión económica que tuvo lugar en esos años. Esto hizo que la población de 19 años fuera aumentando de forma continua entre 2015 y 2022, pasando de 428.000 a 484.000 personas. Según las proyecciones de población del Instituto Nacional de Estadística (INE), la población de 19 años alcanzará las 586.000 personas en 2028. Sin embargo, debido a la menor fecundidad que se ha observado desde la crisis financiera, esta población tenderá a decrecer de nuevo, para situarse alrededor de las 440.000 personas más allá de 2040.

23 En el mismo período, el número de estudiantes de nuevo ingreso en grados en las universidades privadas aumentó en 20.000, lo que supone un incremento del 53 %.

programas de tutorías en grupos pequeños o con docentes del mismo colectivo étnico<sup>24</sup>. Por otra parte, sería conveniente que el sector público proporcionara a los estudiantes (y a sus familias) suficiente información en cuanto a los rendimientos laborales de la formación, de forma que estos puedan adoptar decisiones debidamente informadas (McGuigan, McNally y Wyness, 2016).

- **Formación profesional.** Una FP de calidad puede ser una alternativa muy eficaz para reducir tanto el abandono escolar como algunos de los desajustes que se observan actualmente —y que podrían incrementarse en el futuro— entre la demanda y la oferta de trabajo en el mercado laboral<sup>25</sup>.
  - La [Ley Orgánica de Ordenación e Integración de la Formación Profesional](#), aprobada en 2022, pretende una transformación global del sistema de FP en nuestro país. Para ello, apuesta por la FP dual —introducida en 2012— y por fomentar la formación continua a lo largo de la vida laboral.
  - La principal característica de la FP dual es el protagonismo de las empresas en la formación. Para España, la literatura económica encuentra evidencia de que, en comparación con la formación tradicional, la dual incrementa durante los dos años posteriores a la graduación el número de días trabajados, la renta y la tasa de retención (Bentolila, Cabrales y Jansen, 2024). No obstante, a escala internacional, existe evidencia mixta sobre si el mejor rendimiento a corto plazo de la FP dual se mantiene a lo largo de la vida laboral, en especial en un contexto de cambio tecnológico acelerado<sup>26</sup>. Por tanto, podría ser conveniente —como contempla la nueva ley— acompañar el despliegue de la FP dual con un refuerzo del sistema de formación continua de los trabajadores con competencias generales. Esto también resulta particularmente apropiado en una coyuntura, como la actual, en la que se está produciendo un notable envejecimiento de la población trabajadora, lo que acarrea una cierta pérdida de habilidades cognitivas (Anghel y Lacuesta, 2020).
  - En todo caso, en el curso 2021-2022, el porcentaje de plazas ofrecidas en el sistema dual no alcanzó el 5 % del total. Por tanto, para que en los próximos años se puedan cumplir los ambiciosos objetivos establecidos en el PRTR en cuanto al número de plazas ofertadas de FP dual, será preciso asegurar que las empresas españolas tengan los incentivos adecuados para generar dichas plazas.
- **Formación universitaria.** La [Ley Orgánica del Sistema Universitario](#), aprobada en marzo de 2023, promueve una serie de medidas para mejorar la calidad formativa y adaptar el sistema

24 Véanse Gershenson, Hart, Hyman, Lindsay y Papageorge (2022) y Battaglia y Lebedinski (2022).

25 Así, por ejemplo, en los últimos trimestres el porcentaje de empresas que declaran que la escasez de mano de obra afecta de forma negativa o muy negativa a su actividad se ha elevado de forma considerable en nuestro país. En particular, de acuerdo con la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), en el primer trimestre de 2024, el 43,8 % de las empresas compartían esta percepción, 34 pp más que a principios de 2021 (Fernández-Cerezo e Izquierdo, 2024).

26 Véase Jansen y Lacuesta (2024) para un resumen de la literatura sobre esta cuestión.

universitario español a los retos estructurales a los que se enfrenta nuestra economía. Entre otros elementos, esta ley adopta cambios en la autonomía de las universidades, en los sistemas de selección del personal y en las modalidades contractuales del personal docente e investigador. Si bien es pronto para evaluar de forma exhaustiva la capacidad de esta nueva norma para corregir algunas de las deficiencias de nuestro sistema universitario<sup>27</sup>, de cara al futuro podría ser necesario desplegar actuaciones adicionales en dos áreas en particular:

- En primer lugar, se debería evaluar el sistema de financiación universitario actual en dimensiones tales como su suficiencia, equidad y capacidad para fomentar la excelencia<sup>28</sup>.
  - En segundo lugar, se deberían reducir los desajustes entre la oferta y la demanda de formación universitaria pública identificados anteriormente, que podrían tener un impacto adverso sobre la igualdad de oportunidades<sup>29</sup> y la capacidad de la economía española para acometer la transición ecológica y digital de la actividad. En este sentido, cabe señalar que, de acuerdo con datos de Eurostat correspondientes al año 2020, solo un 24 % de los estudiantes de educación terciaria en España estaban matriculados en algún campo relacionado con las ciencias naturales, las matemáticas, la estadística, la informática, las tecnologías de comunicación, la ingeniería, las manufacturas y la construcción; un porcentaje inferior al que se observaba en el área del euro, del 28 %.
- **Educación financiera.** La educación económico-financiera es clave tanto para que los ciudadanos tomen decisiones bien informadas sobre sus finanzas como para que puedan valorar con criterio las políticas públicas. No obstante, el nivel de educación financiera de la población española, como la del resto de los países de nuestro entorno, es reducido (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2023b). En particular, los datos de la Encuesta de Competencias Financieras del Banco de España de 2021 muestran que, en la población española de entre 18 y 79 años, el porcentaje de personas que entienden conceptos básicos relacionados con la inflación, el tipo de interés compuesto y la diversificación del riesgo es relativamente bajo —del 65 %, el 41 % y el 52 %, respectivamente— (Hospido, Machelett, Pidkuyko y Villanueva, 2023). En este sentido, el Plan de Educación Financiera, en el que participan el Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, propone precisamente un conjunto de actuaciones destinadas a incrementar los niveles de cultura financiera de la población y a mejorar sus hábitos y comportamientos financieros. Para el período comprendido entre 2022 y 2025, el Plan prevé actuaciones en todos los niveles educativos, iniciativas específicas destinadas a la población vulnerable, así como otras dirigidas a los nuevos usuarios de servicios financieros por medios digitales. En

27 Por ejemplo, según algunos *rankings* utilizados a escala internacional (véase *Academic Ranking of World Universities*), España cuenta con muy pocas universidades entre las mejores instituciones a escala global en términos de calidad y cantidad de su producción científica, dado el tamaño de nuestra población y economía.

28 Véanse, por ejemplo, Montalbán Castilla (2019) y Cabrales, Güell, Madera y Viola (2020).

29 Si bien las universidades privadas pueden haber cubierto parte de la demanda, la falta de reacción por parte del sistema público universitario puede tener un impacto sobre la igualdad de oportunidades.

paralelo, resulta crucial evaluar de manera continua y rigurosa el impacto de estas actuaciones<sup>30</sup>.

---

30 Bover, Hospido y Villanueva (2024) evalúan, mediante un experimento aleatorio, el efecto de cursar educación financiera en educación secundaria sobre los conocimientos financieros y las preferencias y actitudes hacia el ahorro unos meses después del curso. Los resultados de los alumnos en una prueba de conocimientos financieros mejoraron y su grado de paciencia en elecciones entre consumo presente y futuro aumentó. Estos efectos positivos se observaron, concretamente, entre los alumnos de segmentos de un entorno menos favorecido. La mejora de los conocimientos se puede cuantificar en torno al 17 % de una desviación estándar de las calificaciones en un examen diseñado al efecto. Como referencia, en el contexto de la Encuesta de Competencias Financieras, esta magnitud sería equivalente a un aumento del 40 % del conocimiento financiero en el segmento entre 18 y 25 años.

## 5 Inversión en capital e innovación

### Contexto:

La inversión en capital físico y tecnológico y el desarrollo de actividades innovadoras tienen el potencial de elevar de forma significativa la productividad y la capacidad de crecimiento de la economía a medio y largo plazo. Por tanto, cualquier política integral de crecimiento sostenible ha de estimular este tipo de actividades. Esto es especialmente relevante en el caso de las actividades de innovación, ya que estas presentan algunas particularidades<sup>31</sup> que pueden conllevar un esfuerzo innovador del sector privado inferior al que sería óptimo desde una perspectiva social.

### Evidencia:

En las últimas décadas, un aspecto que ha contribuido a explicar el escaso dinamismo relativo de la productividad en España es el peso reducido de la innovación en nuestro país, que también ha redundado en un menor stock de activos intangibles.

- En España, el porcentaje de empresas innovadoras es más bajo que en otros países de nuestro entorno, incluso teniendo en cuenta la distribución sectorial y el menor tamaño de las empresas españolas. En particular, según la *Community Innovation Survey* de Eurostat, en el período 2018-2020 solo un 31 % de las empresas españolas innovaban, frente a un 49 % en el caso de la UE.
- Además, de acuerdo con los datos de la OCDE, la intensidad innovadora media es también reducida en nuestro país. En concreto, en 2022 los gastos en I+D+i en España representaron alrededor del 1,4 % del PIB, un porcentaje por debajo del que se observó en el conjunto de la OCDE (2,7 %) o en países como Alemania (3,1 %) y Francia (2,2 %). Esta brecha es el reflejo del escaso empuje que esta partida de gasto mostró en España, a lo largo del período analizado, desde el punto de vista tanto de la inversión pública como de la inversión del sector privado empresarial.
- Como resultado de estos desarrollos, aunque en las últimas décadas los activos intangibles han aumentado en la economía española —hasta representar el 5,9 % de todo el stock de capital, de acuerdo con la Contabilidad Nacional—<sup>32</sup>, este avance no ha sido suficiente

31 Por ejemplo, la innovación puede generar *spillovers* de conocimiento que no son plenamente apropiables por aquellos que llevan a cabo la inversión. Además, cuando son exitosas, estas actividades dan como resultado habitualmente un activo intangible cuyo valor económico es mucho más elevado para aquel que lo ha desarrollado que para quien lo ha financiado. Esto hace que la financiación de este tipo de actividades sea más compleja y costosa que la vinculada, por ejemplo, a la adquisición de un activo físico convencional.

32 La inversión en activos intangibles, de acuerdo con la Contabilidad Nacional, se refiere a aquella en productos de propiedad intelectual. No tiene en cuenta, sin embargo, otros activos intangibles, como el desarrollo de nuevos productos, la imagen de marca, la formación en capital humano a cargo de la empresa o la estructura organizativa.

para cerrar de manera apreciable la brecha que existe en esta dimensión con respecto al promedio de la Unión Económica y Monetaria (UEM), excluyendo a Irlanda<sup>33</sup> —donde los activos intangibles representan un 9,4 % del stock de capital—.

#### Evidencia adicional:

En el período más reciente, el comportamiento de la inversión ha presentado una notable heterogeneidad por componentes; destacan el vigor que ha mostrado la inversión en activos intangibles y en tecnologías de la información y de la comunicación (TIC) y la debilidad que ha experimentado la inversión en bienes de equipo.

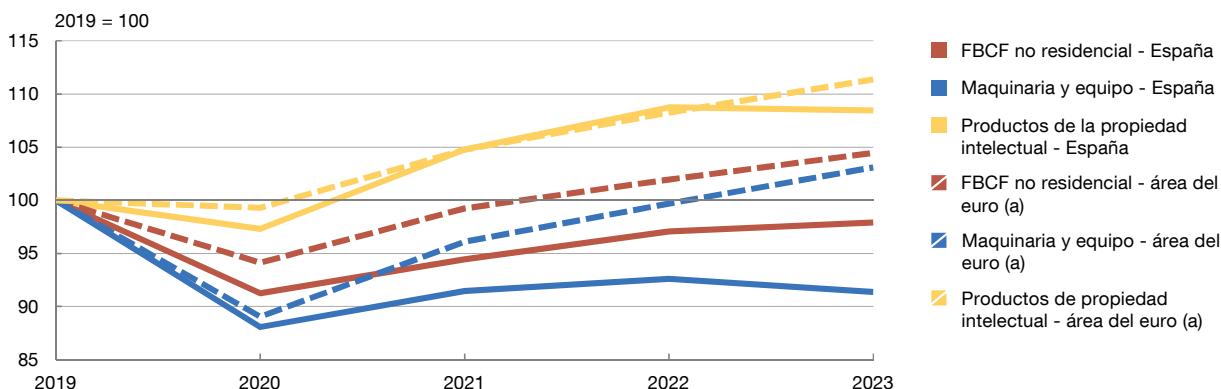
- **Desde el estallido de la crisis sanitaria, la recuperación de la inversión en intangibles en España ha sido más robusta que la de otros componentes de la inversión.** En concreto, a principios de 2021 la inversión en este tipo de activos ya había recuperado los niveles previos a la pandemia, mientras que el resto de los componentes de la inversión aún no los habían alcanzado a finales 2023 (véase gráfico 2.4.a). Esto podría deberse, al menos en parte, al impulso, en términos de desarrollo e implantación de nuevas tecnologías, que supusieron las restricciones a la movilidad vinculadas a la pandemia. Con todo, en 2023 la inversión en productos de la propiedad intelectual en España se situaba 8,5 pp por encima de los niveles de 2019, mientras que en la UEM esta partida superaba sus registros prepandemia en 11,4 pp.
- **En cuanto al capital tangible, el impacto negativo de las distintas perturbaciones adversas que han condicionado la actividad económica española y global en los últimos años estaría siendo más acusado sobre la inversión en maquinaria y equipo.** En particular, en 2023 esta rúbrica de la demanda todavía se situaba en España 8,6 pp por debajo de su nivel prepandemia. En cambio, en el conjunto de la UEM este componente de la inversión se encontraba en 2023 un 3,1 % por encima de su nivel de 2019. El escaso dinamismo reciente de la inversión en maquinaria y equipo en la economía española se explica, principalmente, por el débil comportamiento de la inversión en equipo de transporte, que se encuentra 25,1 pp por debajo del nivel previo a la pandemia —frente a 4,6 pp por debajo en el caso de la eurozona—.
- **La inversión pública ha aumentado de manera significativa en los últimos años.** En efecto, la inversión del sector público se situó, en 2022, un 27,1 % por encima de su nivel de 2019. Este vigor podría explicarse, al menos en parte, por los efectos de la crisis sanitaria sobre algunos sectores muy vinculados a las AAPP. En concreto, la inversión en maquinaria y equipo en dichos sectores —que engloban las ramas de «Administración Pública y defensa; Seguridad Social obligatoria», «Educación» y «Actividades sanitarias y de servicios

<sup>33</sup> Se excluye a Irlanda en los datos presentados en esta sección debido a la distorsión que este país genera sobre las series de inversión de la zona del euro. Para más información, véase Andersson, Byrne, Emter, González Pardo, Jarvis y Zorell (2023).

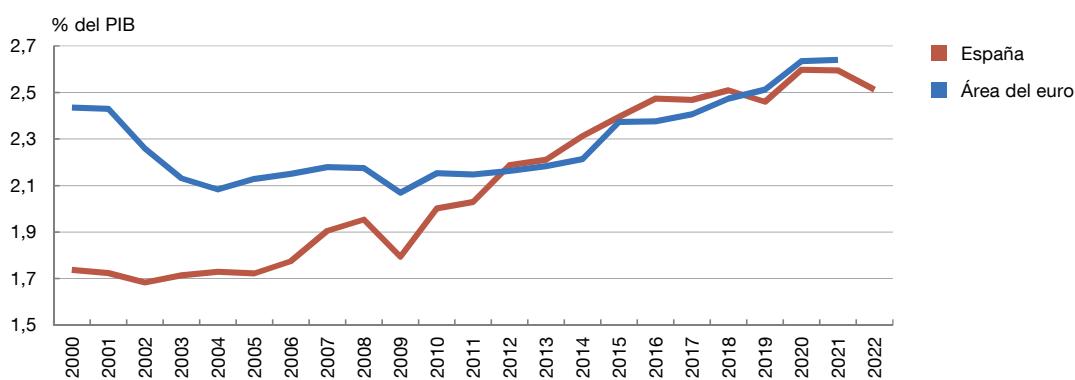
Gráfico 2.4

En el período más reciente, la inversión en activos intangibles y en TIC en España ha mostrado un destacado vigor, frente a la debilidad de la inversión en maquinaria y equipo

#### 2.4.a Recuperación de la inversión por componentes tras la pandemia



#### 2.4.b Inversión en TIC



FUENTE: Eurostat (National Accounts).

a «Área del euro» excluye a Irlanda.



sociales»<sup>34</sup> — creció un 36,7 %<sup>35</sup>. En todo caso, la inversión pública en la UEM, que también podría haberse beneficiado de estos desarrollos, solo avanzó un 7,1 % entre 2019 y 2022.

- Dados los retos que plantea el proceso de digitalización de la actividad, es importante analizar también el comportamiento reciente de las inversiones en TIC. Estas inversiones pueden referirse tanto a capital intangible —por ejemplo, software, bases de datos y servidores de almacenamiento en la nube— como a capital tangible —por ejemplo, equipos de telecomunicaciones y computación—. Entre 2000 y 2022, este componente de la inversión ha mostrado un considerable dinamismo en nuestro país, elevando su peso en el PIB desde el 1,7 % hasta el 2,5 %, un porcentaje muy próximo al 2,6 % que se observa en el conjunto de la UEM (véase gráfico 2.4.b). Por otra parte,

34 En estas ramas, si bien la actividad del sector público es mayoritaria, también existen empresas privadas que desarrollan su actividad. Por tanto, no debe interpretarse que toda la inversión que llevan a cabo estos sectores es exclusivamente pública.

35 Tasa de crecimiento entre 2019 y 2021, último año para el que se dispone de este desglose.

según el Índice de Economía y Sociedades Digitales de la Comisión Europea, España ocupaba en 2022 el tercer puesto dentro de la UE en términos de conectividad digital, si bien se situaba en el undécimo puesto en relación a la integración de la tecnología digital por parte de las pymes.

#### Áreas en las que incidir:

Muchas de las medidas que podrían desplegarse en nuestro país para promover la inversión empresarial y la innovación se solapan o son compatibles con las distintas actuaciones, descritas en las secciones anteriores, que sería deseable implementar para elevar el capital humano de empresarios y trabajadores y para incrementar el tamaño de las empresas españolas y favorecer el proceso de reasignación de los recursos productivos entre sectores y sociedades. A continuación se destacan aquellas iniciativas que son más específicas del impulso a la inversión e innovación:

- Proporcionar un marco regulatorio y un entorno institucional estable, que aporte certidumbre y seguridad jurídica a los inversores.
- Facilitar el acceso a la financiación externa para los proyectos de inversión, especialmente de aquellos que suelen encontrar mayores obstáculos para obtenerla —como las actividades de innovación y la inversión en activos intangibles—. Para ello, como ya se ha comentado en el epígrafe 3, sería conveniente impulsar el desarrollo de los mercados de capital riesgo en España y en Europa, mediante un avance decidido hacia la unión de los mercados de capitales en la UE.
- Revisar la eficiencia y el diseño del sistema de incentivos fiscales a la innovación. El *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria (2022)* proporciona un diagnóstico exhaustivo sobre los problemas en el diseño de los incentivos fiscales a la I+D+i en España y realiza una amplia propuesta de reforma de dichos incentivos, en línea con las mejores prácticas a escala internacional. En particular, la evidencia internacional muestra que el diseño de incentivos fiscales que implican mayores tasas de subvención para las empresas de nueva creación —que presentan mayores restricciones para la inversión en I+D+i— resulta una política particularmente efectiva para incrementar el esfuerzo y los resultados de la innovación. Asimismo, podrían considerarse medidas que permitieran a las empresas innovadoras con insuficiencia de beneficios gravables obtener devoluciones en efectivo por las inversiones realizadas.
- Seleccionar de manera rigurosa los proyectos de inversión que se ejecutarán con los fondos europeos NGEU, de forma que se maximicen la complementariedad y las sinergias entre las inversiones públicas y privadas (Alloza, Leiva-León y Urtasun, 2022), e implementar de manera ambiciosa las reformas incluidas en el PRTR para reducir los obstáculos que lastran el funcionamiento de los mercados y la asignación de recursos en la economía española (Albrizio y Geli, 2021).

**Medidas recientes desplegadas en este ámbito:**

- [Ley de Fomento del Ecosistema de las Empresas Emergentes](#), más conocida como «Ley de Startups». Tiene como objetivo impulsar la inversión en actividades innovadoras, la atracción, recuperación y retención de talento, así como la creación y relocalización de empresas emergentes con vocación innovadora. Al mismo tiempo, pretende estimular la colaboración entre empresas emergentes con pymes y grandes compañías, así como fomentar la cooperación de las empresas emergentes y los emprendedores con las universidades y centros de investigación. Entre las medidas que incorpora, destacan los incentivos fiscales y laborales a las actividades de I+D+i, así como la simplificación de los trámites administrativos para la constitución de nuevas empresas innovadoras.
- [Ley de la Ciencia, la Tecnología y la Innovación](#). Fija un objetivo de financiación pública de la I+D+i del 1,25 % del PIB en 2030. La norma también pretende promover la investigación científica, entre otras medidas, a partir de la creación de una nueva modalidad de contrato indefinido investigador y de la reducción de algunas cargas administrativas, como aquellas relacionadas con el acceso a subvenciones.

## 6 Marco institucional

### Contexto:

Existe un amplio consenso en la literatura académica sobre que el marco institucional y, más en concreto, la calidad de las instituciones y el grado de confianza que generan en los distintos agentes económicos son un determinante fundamental del crecimiento a largo plazo (Acemoglu, Johnson y Robinson, 2005). Además, hay evidencia empírica que apunta a que las pérdidas de confianza en las instituciones tienden a ser relativamente duraderas, por lo que sus efectos económicos también pueden presentar una elevada persistencia<sup>36</sup>.

### Evidencia:

De acuerdo con distintos indicadores comparables a escala internacional, desde la crisis financiera se ha producido en nuestro país una caída en la confianza y en la calidad institucional.

Cuantificar el grado de confianza que los agentes económicos tienen en las instituciones y la calidad de estas es una tarea compleja, especialmente de cara a establecer comparaciones a lo largo del tiempo y entre países. En todo caso, a pesar de la incertidumbre que rodea a estos ejercicios analíticos —típicamente basados en la combinación de múltiples fuentes de información y de las percepciones declaradas por distintos tipos de agentes—, algunas de las métricas más frecuentemente utilizadas en este ámbito, como el *Worldwide Governance Indicators* del Banco Mundial o el Eurobarómetro de la Comisión Europea, sugieren que, en las últimas décadas, se habría producido un deterioro en la confianza en las instituciones de nuestro país y en la percepción en cuanto a su calidad; un deterioro que habría sido más acusado que el observado en otros países de nuestro entorno<sup>37</sup>.

### Áreas en las que incidir:

A la luz de esta evidencia y de su transcendencia económica, sería conveniente reforzar la calidad y la confianza en las instituciones españolas.

- Por ejemplo, entre las dimensiones que evalúa el Banco Mundial, existe margen para mejorar la «calidad regulatoria» en nuestro país, que no solo afecta de forma negativa al

36 Véanse, por ejemplo, Becker, Boeckh, Hainz y Woessmann (2016), Daniele, Aassve y Le Moglie (2023) y Solé-Ollé y Sorribas-Navarro (2018).

37 Así, por ejemplo, de acuerdo con el *Worldwide Governance Indicators* del Banco Mundial, mientras que en 1998 España se encontraba muy por encima de la media de la zona del euro en términos de calidad institucional, en 2022 la situación se habría revertido. En la misma línea apunta el Eurobarómetro de la Comisión Europea al comparar el nivel de confianza de los ciudadanos en los partidos políticos, el Gobierno nacional, el Parlamento y el sistema judicial entre 2007 y 2023: España ha pasado de mostrar unos niveles de confianza mayores que los de las otras grandes economías de la UEM a estar por debajo de ellas —excepto en la confianza en el sistema judicial, donde sigue ocupando el segundo puesto de la UE, tras Alemania—.

tamaño empresarial y a la productividad de la economía española (véase epígrafe 3), sino también a la eficacia del sistema judicial (Lucio y Mora-Sanguinetti, 2022).

- Asimismo, se hace necesario impulsar la eficacia y la eficiencia de las AAPP españolas, lo que contribuiría a elevar la productividad y ejercería un efecto arrastre positivo sobre las decisiones de gasto, inversión e innovación del sector privado. En este ámbito, cabe mencionar algunas iniciativas recientes cuya efectividad ha de ser objeto de una evaluación rigurosa en los próximos años:
  - Una de las prioridades del PRTR es la modernización de las AAPP —Componente 11, dotado con algo más de 4.200 millones de euros—. Esta iniciativa persigue mejorar la eficiencia de la gestión de las AAPP mediante un impulso a la digitalización, la mejora del uso energético (a través de la rehabilitación de edificios y la utilización de energías renovables), el refuerzo del marco de evaluación de políticas públicas y la reducción de la temporalidad en el empleo público.
  - En relación con lo anterior, la [Ley de Institucionalización de la Evaluación de Políticas Públicas](#) tiene como objetivo incorporar evaluaciones *ex ante* y *ex post* en los procesos legislativos de la Administración General del Estado<sup>38</sup>. Los estatutos de la Agencia Estatal de Evaluación de Políticas Públicas, creada por esta ley, aún no se han aprobado.
  - Por otra parte, en el ámbito de la función pública se han aprobado recientemente modificaciones en los procesos de acceso al empleo público, en la evaluación de desempeño y en la carrera profesional que tendrán que ser evaluadas, entre otros aspectos, de acuerdo con su impacto en la calidad de la prestación de servicios públicos<sup>39</sup>. En todo caso, el Gobierno ha planteado, en la [Comisión de Función Pública del Senado de 21 de marzo de 2024](#), las líneas maestras de una nueva reforma de la Administración Pública que, entre otros objetivos, pretende mejorar la planificación, la eficiencia y la capacidad para atraer talento de los sistemas de contratación pública.

<sup>38</sup> Las evaluaciones *ex post* de revisión del gasto público que se consideren necesarias las realizará la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF).

<sup>39</sup> Véase el [Real Decreto-ley 6/2023](#), de 19 de diciembre, que fue convalidado por el Congreso de los Diputados el pasado 10 de enero.

## 7 Envejecimiento poblacional

### Contexto:

El envejecimiento de la población es uno de los mayores desafíos a los que las principales economías mundiales habrán de enfrentarse en los próximos años. La extraordinaria envergadura de este reto viene determinada no solo por la propia magnitud de los cambios demográficos que están en marcha, sino también por las numerosas implicaciones que dichos cambios tienen, por ejemplo, para la capacidad de crecimiento de la economía, para las dinámicas del mercado laboral y para la evolución de los ingresos y gastos públicos<sup>40</sup>.

### Evidencia:

A lo largo de las últimas décadas, las dinámicas demográficas en España se han caracterizado por una caída significativa tanto de la tasa de fecundidad como de la tasa de mortalidad (véase gráfico 2.5.a). Como resultado de ello, se ha producido un considerable proceso de envejecimiento poblacional, que se intensificará en las próximas décadas y que será más acusado que el de otros países de nuestro entorno.

- **Tasa de fecundidad.** Se redujo desde los 2,8 hijos por mujer en 1975 hasta los 1,1 hijos por mujer en 1998. Desde entonces, la tasa de fecundidad en España ha mostrado una cierta estabilidad en torno a registros que se encuentran por debajo de los que presentan otros países de nuestro entorno.
- **Tasa de mortalidad.** En España, la tasa de mortalidad a los 65 años ha seguido una senda claramente decreciente en las últimas décadas —salvo por el episodio reciente relacionado con la pandemia de COVID-19— y, en un contexto internacional, se sitúa en niveles muy reducidos.
- **Esperanza de vida al nacer.** Ha aumentado de forma notable en las últimas décadas, hasta situarse, en 2022, en los 83,2 años, por encima de la de otros países desarrollados. No obstante, si bien España destaca en el contexto internacional por presentar una elevada esperanza de vida al nacer, su posición relativa en lo que se refiere a la esperanza de vida «en buena salud»<sup>41</sup> es más rezagada y, por ejemplo, se ve superada por las de Alemania, Francia e Italia (véase gráfico 2.5.b)<sup>42</sup>.
- **Estructura de la población por grupos de edad.** Desde principios de la década de 1970, el peso sobre la población total del colectivo de mayores de 64 años se ha más que

40 Para un análisis exhaustivo de estas implicaciones, véase Banco de España (2019).

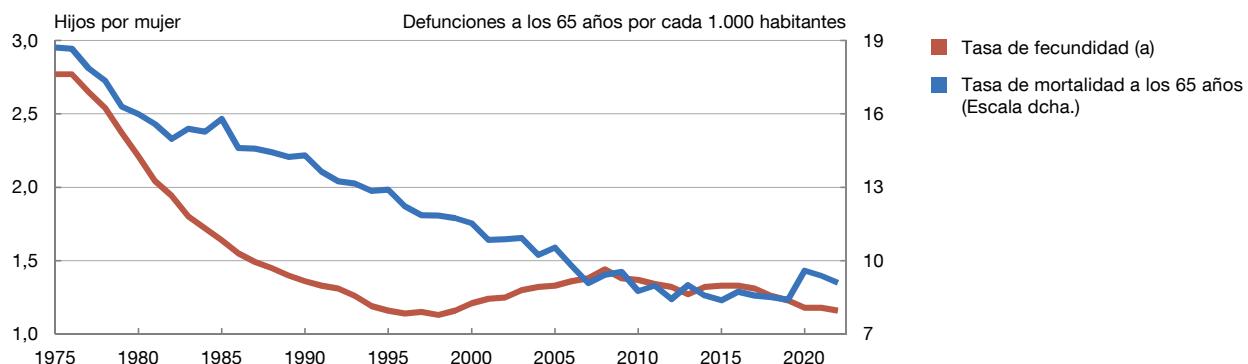
41 La esperanza de vida en buena salud al nacer resulta de descontar a la esperanza de vida al nacer los años esperados en discapacidad o en estados de mala salud, considerando múltiples causas que pueden contribuir a la mala salud y que se ponderan en función de su severidad (Mathers, Sadana, Salomon, Murray y Lopez, 2001).

42 Para más detalles sobre el estado de salud de la población española en edades avanzadas, véase Crespo, Denis y Jimeno (2023).

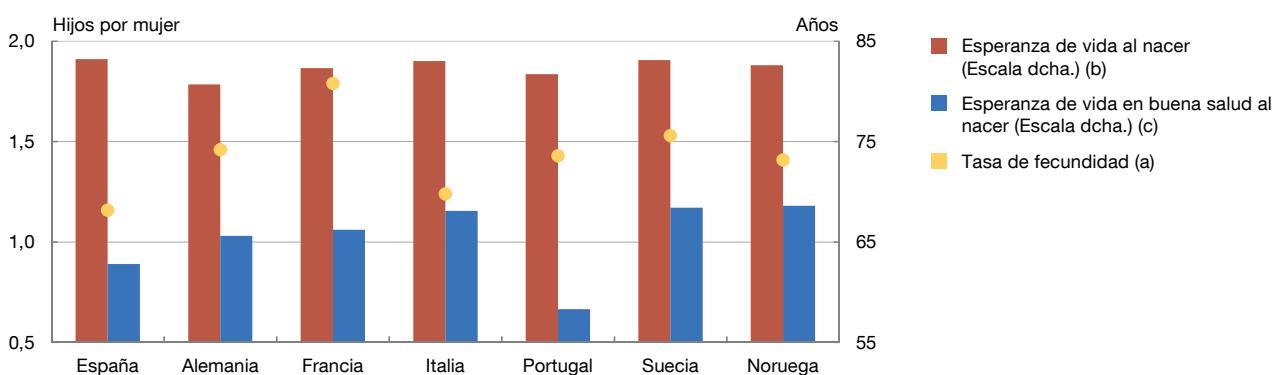
Gráfico 2.5

**Las dinámicas demográficas en España se han caracterizado por una caída significativa tanto de la tasa de fecundidad como de la tasa de mortalidad. Asimismo, la esperanza de vida en buena salud está por detrás de las de Alemania, Francia e Italia**

### 2.5.a Tasas de fecundidad y mortalidad en España



### 2.5.b Tasa de fecundidad y esperanza de vida al nacer y en buena salud por países en 2022



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Eurostat.

- a La tasa de fecundidad mide el número medio de hijos que tendría una mujer a lo largo de su vida fértil en caso de que diera a luz según la tasa de fecundidad media para cada edad.
- b La esperanza de vida al nacer mide el número medio de años que se espera que un individuo viva desde el momento de su nacimiento si se mantiene el patrón de mortalidad del período observado.
- c La esperanza de vida en buena salud al nacer resulta de descontar a la esperanza de vida al nacer los años esperados en discapacidad o en estados de mala salud, considerando múltiples causas que pueden contribuir a la mala salud y que se ponderan en función de su severidad (Mathers, Sadana, Salomon, Murray y Lopez, 2001). Correspondiente al año 2021, excepto para Noruega, en la que corresponde al año 2020.



duplicado en España, llegando a representar más del 20 % en 2023. Esta tendencia se prolongará en el futuro y será más acusada que en otros países de nuestro entorno. En concreto, de acuerdo con las proyecciones demográficas de Eurostat más recientes, entre 2023 y 2053 la tasa de dependencia<sup>43</sup> en España aumentará en 27,2 pp, hasta el 53,8 %, mientras que en el promedio de la UE el incremento de dicha tasa será de solo 16,6 pp, hasta el 45,8 %<sup>44</sup>.

43 Definida como la ratio entre los mayores de 66 años y el colectivo comprendido entre los 16 y los 66 años.

44 Estos resultados se mantienen, en términos cualitativos, si se considera un período temporal más amplio. En particular, de acuerdo, de nuevo, con las últimas proyecciones demográficas de Eurostat, entre 2023 y 2100 la tasa de dependencia en España aumentará en 31,6 pp, hasta el 58,2 %, mientras que en el promedio de la UE el incremento de dicha tasa será de solo 24,7 pp, hasta el 53,9 %.

**Evidencia adicional:**

Los flujos migratorios han registrado un dinamismo muy elevado en los últimos años, pero no parece probable que puedan evitar el proceso de envejecimiento poblacional en el que se encuentra inmerso nuestro país, ni resolver por completo los desajustes que podrían surgir en el mercado de trabajo español en el futuro.

- **Entradas de extranjeros.** Desde 2002, han entrado en España más de 10 millones de extranjeros, lo que supone, en promedio, medio millón de entradas al año. En el período más reciente, y tras la caída registrada durante la pandemia, las llegadas de inmigrantes han recuperado un elevado dinamismo hasta situarse en torno a 1,1 millones en 2022, incluso por encima de las observadas en 2007. De esta manera, España se ha convertido en uno de los países de nuestro entorno con mayor incidencia de inmigración extranjera —aproximada mediante la tasa de entradas de extranjeros por cada mil habitantes—, incluso por delante de Alemania<sup>45</sup>.
- **Salidas de extranjeros.** Durante las últimas dos décadas —salvo en los años que siguieron al estallido de la crisis financiera global<sup>46</sup>—, las salidas de extranjeros se han situado, en promedio anual, en torno a la mitad de las entradas.
- **Flujos migratorios de personas con nacionalidad española.** En comparación con los flujos de entrada y de salida de extranjeros, los relativos a los nacionales han sido muy inferiores en las últimas décadas. Además, a diferencia de lo ocurrido con los flujos de extranjeros, en términos generales los de nacionales se han saldado con salidas netas, excepto en los años anteriores a la crisis financiera. En concreto, en el acumulado del período 2002-2022, las entradas de nacionales se situaron en torno a 1,15 millones y las salidas en cerca de 1,3 millones.
- **Impacto de los flujos migratorios en el tamaño y composición de la población española.** Como resultado de las dinámicas descritas anteriormente, desde principios de este siglo se ha producido una considerable entrada neta de extranjeros en nuestro país, que ha favorecido el crecimiento de la población residente. En efecto, las llegadas netas de extranjeros —cerca de 5 millones entre 2002 y 2022— se han convertido prácticamente en la única fuente de crecimiento de la población residente en España (véase gráfico 2.6.a). De este modo, desde 2002 el porcentaje de residentes nacidos fuera de nuestro país ha aumentado en casi 12 pp, hasta situarse por encima del 17 %.
- **Perfil por edades de extranjeros y nacionales.** Los inmigrantes que llegan a nuestro país son, en promedio, más jóvenes que los nacionales. De esta manera, entre los extranjeros

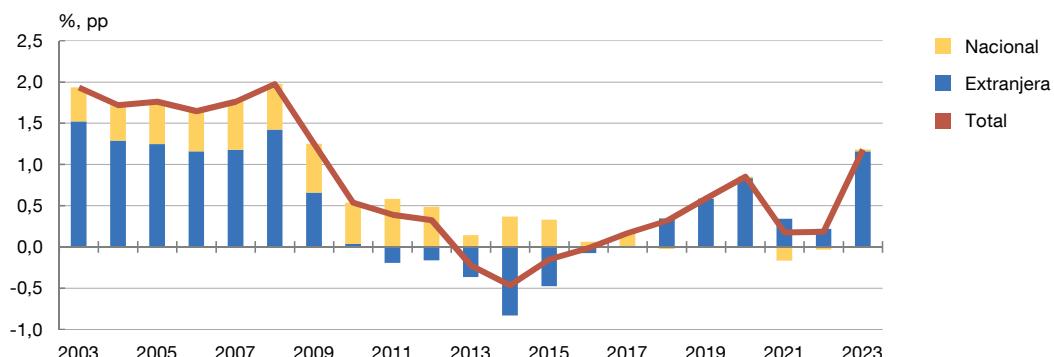
45 En cuanto a número de inmigrantes permanentes, España se sitúa en la cuarta posición mundial entre los países de destino, solo por detrás de Estados Unidos, Alemania y Reino Unido (OCDE, 2023a).

46 Durante la crisis financiera, el saldo neto migratorio pasó a ser negativo, y no solo entre los extranjeros sino también entre los nacionales. En este sentido, Izquierdo, Jimeno y Lacuesta (2016) encuentran que la sensibilidad de la decisión de emigrar a la tasa de paro es similar entre españoles y extranjeros.

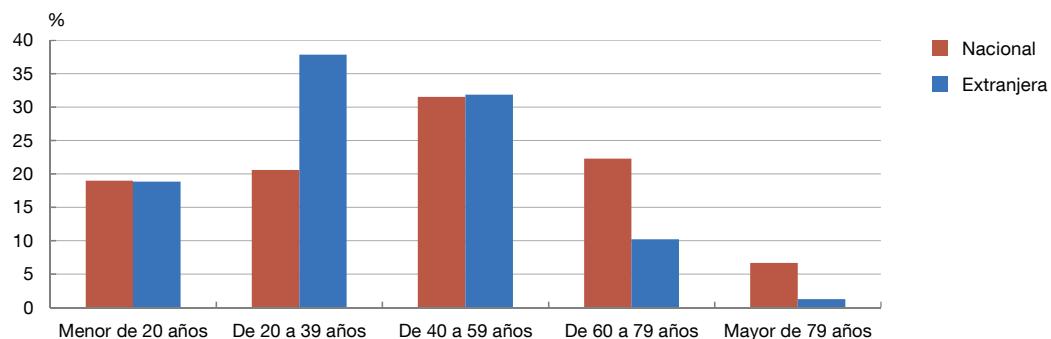
Gráfico 2.6

**Las llegadas netas de extranjeros se han convertido prácticamente en la única fuente de crecimiento de la población residente en España en los últimos años**

#### 2.6.a Crecimiento de la población residente en España y contribuciones según nacionalidad



#### 2.6.b Distribución por edades según nacionalidad de la población residente en España (1 de enero de 2023)



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



residentes en España, el porcentaje de mayores de 60 años no llegaba al 12 % a principios de 2023, frente a casi el 30 % en el caso de los nacionales (véase gráfico 2.6.b). Asimismo, la diferencia entre la edad media de los residentes nacidos dentro y fuera de España se sitúa en torno a los 8 años, una brecha que se ha mantenido prácticamente constante en las últimas décadas<sup>47</sup>.

- **Capacidad de los flujos migratorios para evitar el proceso de envejecimiento poblacional.** La capacidad de los flujos migratorios para mitigar de forma apreciable el proceso de envejecimiento poblacional es limitada. En particular, para que la tasa de dependencia en España se mantuviese constante a lo largo de los próximos 30 años, el tamaño del colectivo nacido en el extranjero en edad de trabajar tendría que ser tres veces mayor que el contemplado por el INE en sus proyecciones de población más recientes<sup>48</sup>. Y, en este

47 No obstante, las proyecciones demográficas más recientes del INE anticipan un cierto estrechamiento de este diferencial en los próximos años.

48 En este ejercicio, el tamaño del resto de colectivos se mantiene en los niveles proyectados por el INE (véase INE, 2022). En todo caso, dada la elevada volatilidad que presentan los flujos migratorios y la incertidumbre que los rodea, es preciso valorar con la debida cautela cualquier proyección hacia el futuro de dichos flujos.

sentido, es importante destacar que dichas proyecciones ya estiman que los flujos migratorios supondrán, hasta el año 2053, una ganancia neta de población muy considerable, de casi 10 millones de personas en términos acumulados.

— **Implicaciones de los flujos migratorios para el mercado laboral.** En los últimos años, los trabajadores extranjeros habrían contribuido a reducir, al menos en parte, los desajustes entre la oferta y la demanda de trabajo que se habrían observado en ciertas ocupaciones —especialmente en las de bajo nivel de cualificación—. No obstante, sin cambios significativos en la naturaleza de los flujos migratorios, no parece probable que dichos flujos puedan resolver completamente los desajustes entre la oferta y la demanda de empleo que podrían producirse en los próximos años en el mercado laboral español. Todo ello, en un contexto en el que los cambios tecnológicos en curso y la transición ecológica podrían incrementar de forma muy apreciable la demanda de trabajo altamente cualificado (para un mayor detalle sobre los retos que estos cambios implican para las políticas de empleo de nuestro país, véase el capítulo 3 de este Informe). A este respecto, es conveniente resaltar algunas diferencias importantes que existen, en el ámbito laboral, entre el colectivo de extranjeros y el de nacionales:

- *Tasa de participación.* Los inmigrantes tienen altas tasas de participación laboral, generalmente por encima de las de los nativos —en 2022, 70% y 56,5%, respectivamente—. En este sentido, los flujos migratorios proyectados por el INE para los próximos 10 años podrían elevar la participación laboral en nuestro país en 1,6 pp (Cuadrado, Fernández-Cerezo, Montero y Rodríguez, 2023). Por otra parte, si bien la tasa de paro es superior en el caso de los extranjeros, esta diferencia se ha reducido a la mitad desde la crisis financiera.
- *Nivel educativo y ocupación.* De acuerdo con la Encuesta de Población Activa, a finales de 2023, dentro del colectivo de extranjeros que llevan menos de 1 año en España, alrededor del 80% de aquellos en edad de trabajar no tenían estudios universitarios y más del 70% trabajaban en actividades de baja cualificación, como servicio doméstico<sup>49</sup>, construcción, comercio y hostelería. Estos porcentajes son similares a los que se observaban en 2008, del 87,4% y el 60,4%, respectivamente. Estas cifras contrastan con las que se registran en el caso de los nativos, entre los cuales menos del 29% trabajaba en ocupaciones de baja cualificación en 2023. Asimismo, entre el colectivo de personas nacidas en España que emigran es especialmente elevada la incidencia de aquellas con estudios universitarios, que representaban en torno al 60% del total en 2022.

#### Áreas en las que incidir:

Abordar los numerosos retos que plantea el cambio demográfico exige una actuación decidida en múltiples ámbitos.

49 De acuerdo con la evidencia disponible, el impacto de las personas inmigrantes empleadas en el servicio doméstico en España durante la primera década del siglo actual contribuyó a aumentar los salarios de las madres trabajadoras españolas, al facilitar la conciliación laboral y reducir la penalización salarial asociada al nacimiento de los hijos (véase Castellanos, 2023).

- **En el contexto del mercado laboral**, el capítulo 3 de este Informe detalla algunas de estas posibles actuaciones. Entre otras, i) promover la prolongación de la vida laboral de los trabajadores de mayor edad, ii) reforzar la formación continua y las políticas activas y pasivas de empleo y iii) realizar un seguimiento continuo de la capacidad de las nuevas políticas migratorias para aliviar de manera efectiva los desajustes que se produzcan en el mercado laboral. Respecto a estas nuevas políticas migratorias, cabe destacar dos iniciativas recientes. Por un lado, en 2022 se aprobó la [reforma de la Ley de Extranjería](#), una norma que flexibiliza el Catálogo de Ocupaciones de Difícil Cobertura, facilita la entrada de emprendedores desde el extranjero, incorpora la formación en la figura de arraigo y posibilita el acceso al mercado laboral de los estudiantes extranjeros. Por otro lado, en los últimos años el Gobierno ha venido firmando diversos acuerdos migratorios con distintos países. Entre ellos, destaca el [acuerdo suscrito en 2023](#) entre los gobiernos de Estados Unidos, Canadá, México y España para promover la migración regular desde América Central y del Sur.
- **En materia fiscal**, como se expone en el epígrafe 9.2, el envejecimiento poblacional ya está suponiendo un incremento apreciable del gasto público, tanto en pensiones como en sanidad y cuidados de larga duración; una dinámica que se intensificará en el futuro<sup>50</sup>. Todo ello supone una presión adicional sobre las cuentas públicas, que exige acometer sin demora un proceso de consolidación fiscal ambicioso con una perspectiva temporal de medio plazo. Como parte de este proceso, será necesario evaluar de manera continua y rigurosa la sostenibilidad financiera del sistema público de pensiones, toda vez que el análisis conjunto de los principales cambios normativos introducidos en el mismo desde 2021 apunta a unas mayores obligaciones de gasto a largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos.
- **En materia de fecundidad**, la evidencia disponible sugiere que algunas de las razones que podrían hallarse tras la baja tasa de fecundidad en nuestro país estarían asociadas a las dificultades para conciliar la vida familiar y laboral<sup>51</sup>. En este sentido, sería conveniente evaluar en qué medida algunas de las actuaciones públicas desplegadas recientemente en este ámbito serían capaces de modificar, de forma apreciable, las dinámicas de la fecundidad en España en los próximos años. Entre dichas actuaciones se incluyen, por ejemplo, el incremento gradual de la duración del permiso por paternidad hasta alcanzar las 16 semanas en 2021 —equiparándolo con el permiso por maternidad—, el permiso parental de 8 semanas por menor para el cuidado de hijos y la flexibilización de las medidas de adaptación de jornada por razones de conciliación<sup>52</sup>. Por otro lado, cabe mencionar también el nuevo abanico de incentivos en vigor desde septiembre de 2023 para el fomento de la conciliación familiar y laboral<sup>53</sup>.

<sup>50</sup> Para un análisis pormenorizado de los retos que la transición demográfica supondrá para el sistema sanitario, véase Regueiro-Ons y González López-Valcárcel (2023).

<sup>51</sup> Véase, por ejemplo, Guner, Kaya y Sánchez Marcos (2024).

<sup>52</sup> Véase [Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio](#).

<sup>53</sup> En concreto, destacan las bonificaciones en los contratos de duración determinada que se celebren con personas desempleadas jóvenes para sustitución de personas trabajadoras en determinados casos de conciliación, las bonificaciones en la cotización de las personas trabajadoras sustituidas durante las situaciones de nacimiento y cuidado de menores, y las ayudas para los contratos de personas trabajadoras que sean cambiadas de puesto de trabajo por riesgo durante el embarazo o riesgo durante la lactancia natural. Para más detalles, véase [Real Decreto-ley 1/2023, de 10 de enero](#).

## 8 Desigualdad y bolsas de vulnerabilidad en los hogares

### Contexto:

La literatura académica apunta a que unos niveles de desigualdad demasiado elevados pueden incidir negativamente no solo en el grado de cohesión social, sino también en la capacidad de crecimiento de la economía, a través de sus efectos adversos sobre el consumo agregado, la inversión, la acumulación de capital humano y las oportunidades de generaciones futuras<sup>54</sup>. Por tanto, en cualquier economía, además de tener en cuenta la evolución de sus principales agregados macroeconómicos, resulta fundamental analizar también el comportamiento de distintas medidas de desigualdad<sup>55</sup> y determinar si existen bolsas relevantes de vulnerabilidad social, económica y financiera entre los hogares.

### Evidencia:

En los últimos años, en un contexto de fuerte dinamismo del empleo, la desigualdad de la renta ha disminuido de forma significativa en nuestro país. No obstante, se observan algunas bolsas de vulnerabilidad en determinados colectivos, que estarían relacionadas, en gran parte, con dificultades de acceso a la vivienda.

- **Desigualdad de la renta antes de la pandemia.** La *IFS Deaton Review* es una de las principales iniciativas que existen, dentro de la literatura económica, para cuantificar, de la manera más homogénea posible, el nivel de desigualdad de la renta en un amplio número de países. Sus datos más recientes, para un conjunto de países europeos y norteamericanos, se refieren a 2019 y ponen de manifiesto que, en ese año, el nivel de desigualdad de la renta disponible en España era de los más elevados, solo superado por el de Estados Unidos (véase gráfico 2.7.a).
- **Desigualdad de la renta tras la pandemia.** En términos generales, la mayoría de las dimensiones de desigualdad más frecuentemente utilizadas —como la salarial, la de renta o la de pobreza relativa— han seguido un patrón muy similar en los últimos años: si bien aumentaron de forma apreciable en 2020, con el estallido de la crisis sanitaria, se han corregido intensamente a la baja desde entonces. A ello habría contribuido, principalmente, el notable vigor que la actividad y el empleo han mostrado en España desde 2021. En este sentido, los últimos datos de la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) del INE apuntan a

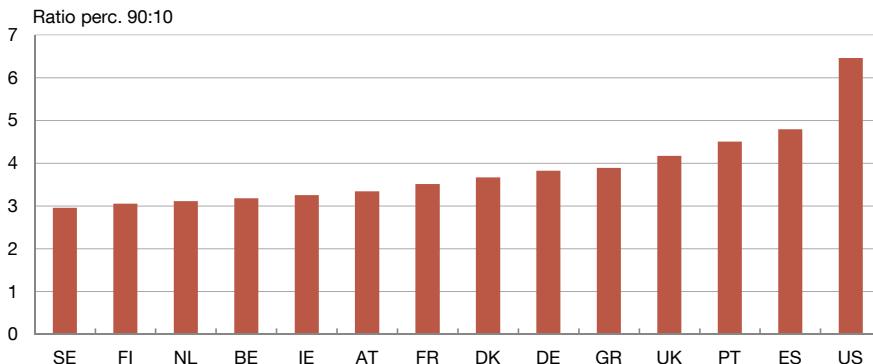
54 Véanse, por ejemplo, Grossman (1991), Dijkstra, Poelman y Rodríguez-Pose (2020), Persson y Tabellini (1994) y Alesina y Rodrik (1994).

55 La desigualdad en una economía puede aproximarse a través de distintos enfoques, que no tienen por qué ofrecer resultados similares. Por ejemplo, para determinadas cuestiones es posible que la medida más relevante de desigualdad sea una que permita estimar la dispersión en los salarios por hora que reciben los trabajadores. Sin embargo, en otros casos puede ser más relevante considerar medidas de desigualdad relativas al total de la renta —de las personas o de los hogares—, a la riqueza o al consumo. Para más detalles sobre estas dimensiones de desigualdad en la economía española, véanse Anghel et al. (2018) y Anghel, Bover, Hospido, Ortega y Regil (2023).

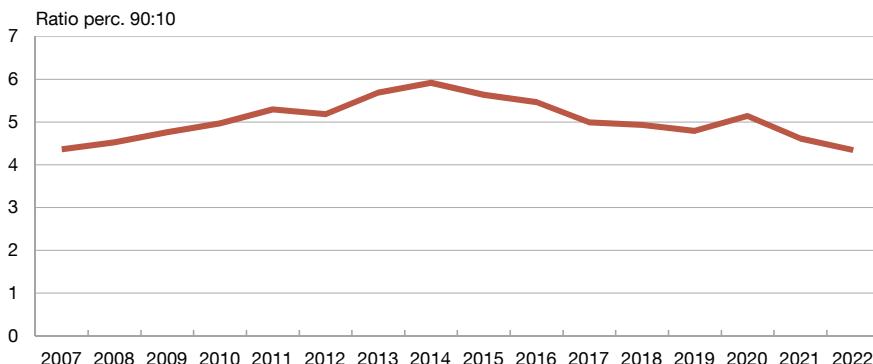
Gráfico 2.7

Para el conjunto de países europeos y norteamericanos considerados, en 2019 el nivel de desigualdad de la renta disponible en España era de los más elevados, solo superado por el de Estados Unidos. Sin embargo, tras la crisis sanitaria, la desigualdad de la renta ha disminuido de forma significativa en nuestro país

2.7.a Ratio de percentiles 90:10 en renta disponible para varios países en 2019 (a)



2.7.b Evolución de la ratio de percentiles 90:10 (a)



FUENTES: IFS Deaton Review Country Studies Project, Instituto Nacional de Estadística (ECV) y Banco de España.

a Ratio entre dos percentiles de la distribución de renta. La medida de renta utilizada, para una muestra de individuos de entre 25 y 60 años, son los ingresos brutos del hogar, más transferencias, menos impuestos y contribuciones obligatorias a la Seguridad Social de los empleados, los trabajadores por cuenta propia, los desempleados (si corresponde) y los empleadores, dividido por el número de miembros del hogar —calculado utilizando la escala de equivalencia de la OCDE, donde el primer miembro del hogar de 14 o más años cuenta como una persona, el resto de los miembros del hogar de 14 o más años cuentan como 0,5 personas y cada miembro del hogar de 13 o menos años cuenta como 0,3 personas—.



que la desigualdad de la renta en nuestro país se habría situado ya en 2022 en niveles muy similares, e incluso inferiores, a los observados antes del comienzo de la crisis financiera global (véase gráfico 2.7.b).

- **Vulnerabilidad social vinculada, especialmente, a la vivienda.** En el capítulo 4 de este Informe se analizan en profundidad las dinámicas más recientes del mercado de la vivienda en España y se describen los problemas de accesibilidad a la vivienda que enfrentan determinados colectivos. En particular, se pone de relieve cómo el elevado esfuerzo que supone el gasto en vivienda —especialmente en el segmento del alquiler— para los colectivos con menores niveles de renta —entre los que destacan los jóvenes y la población inmigrante— los sitúa en una posición económica vulnerable. Así, España destaca como la

economía europea donde un mayor porcentaje de personas que residen en el mercado del alquiler se encuentra en una situación de riesgo de pobreza o de exclusión social. En concreto, en 2022 se encontraban en esta situación un 45 % de los hogares españoles que residían en una vivienda alquilada, frente al 31 % observado en el promedio de la UE-27.

- **Dicha vulnerabilidad se refleja, también, en distintas medidas de desigualdad de la riqueza.** En efecto, fundamentalmente como consecuencia de las dinámicas que se han registrado en el mercado de la vivienda español desde finales de la primera década del siglo XXI, la desigualdad de la riqueza ha aumentado sensiblemente en nuestro país.

- Los datos de la EFF muestran cómo la proporción de riqueza en manos de los hogares más ricos ha aumentado en las dos últimas décadas. En particular, en 2002 el 43 % de la riqueza neta total de la economía en manos de los hogares españoles se concentraba en el 10 % más rico de la población, mientras que este porcentaje era del 54,3 % en 2020. En cualquier caso, este es un porcentaje significativamente más reducido que el observado en otros países. En el contexto mundial, por ejemplo, en 2021 el 10 % más rico poseía el 76 % de toda la riqueza (*World Inequality Report, 2022*).
- Cuando se analiza la composición de la riqueza por grupos de hogares, se detecta que, tras esta mayor concentración y desigualdad de la riqueza neta en España, se encuentra una menor acumulación de riqueza inmobiliaria en los segmentos más bajos de la distribución de la riqueza. En este sentido, se observa cómo desde 2011 la proporción de hogares propietarios de su vivienda principal ha caído 10 pp, un retroceso mucho más acusado en el caso de los hogares más jóvenes —de 33 pp— y en el de aquellos situados en la cuartila inferior de la distribución de la riqueza —de 20 pp— (Cobreros, García-Uribe y Gómez, 2023).

#### Evidencia adicional:

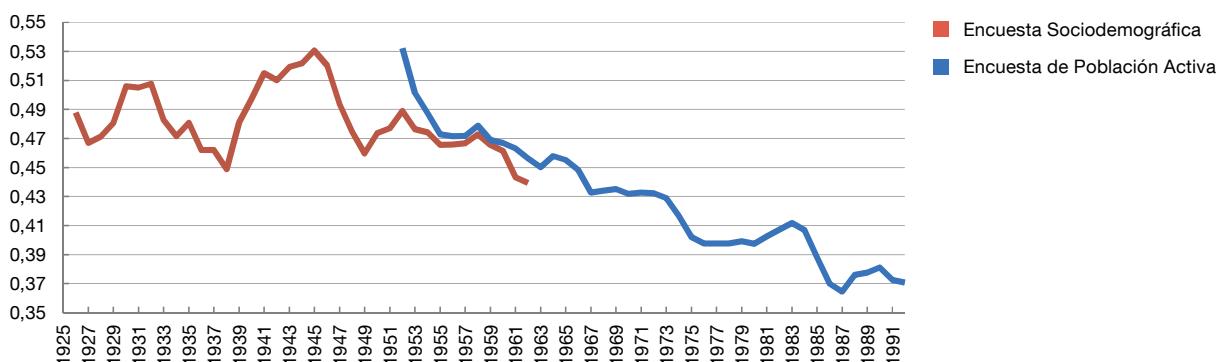
En la literatura económica, uno de los enfoques más utilizados para valorar en qué medida se garantiza la igualdad de oportunidades en la sociedad consiste en cuantificar el grado de movilidad intergeneracional en términos de educación. En particular, se mide la correlación que existe entre los años de educación de padres e hijos adultos. A lo largo del tiempo, una disminución de esta correlación implica una mayor movilidad intergeneracional; es decir, el nivel educativo de los hijos está menos condicionado por el nivel educativo de los padres, lo que favorece la igualdad de oportunidades.

- Un estudio reciente del Banco de España (Grébol, Machelett, Stuhler y Villanueva, 2024) lleva a cabo este ejercicio para nuestro país y apunta a que *la correlación entre los años de educación de padres e hijos adultos ha caído a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, lo que indica una mejora de la movilidad intergeneracional y, con ello, de la igualdad de oportunidades.*

Gráfico 2.8

**La correlación entre los años de educación de padres e hijos adultos ha caído a lo largo de la segunda mitad del siglo XX, lo que indica un aumento de la movilidad intergeneracional y, con ello, de la igualdad de oportunidades. Pero se aprecia una notable heterogeneidad entre municipios y provincias en cuanto a la magnitud de esta correlación**

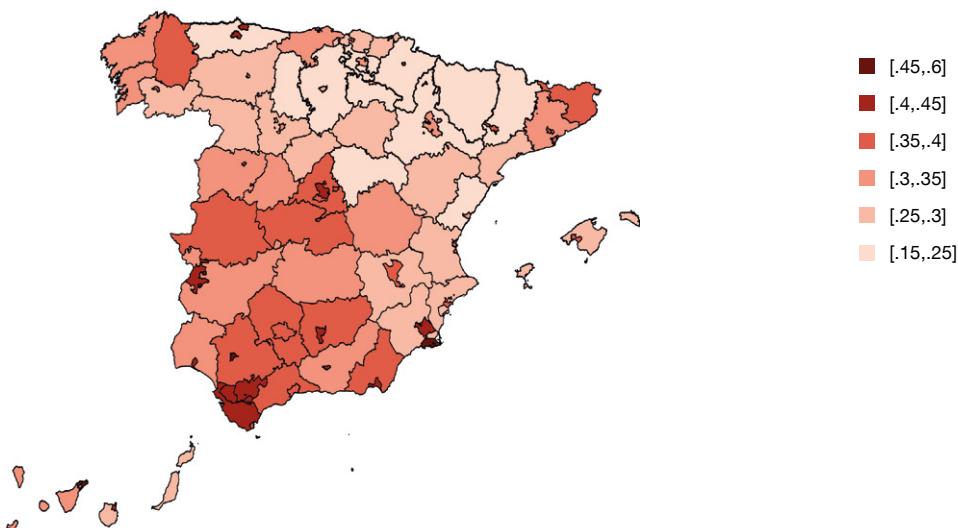
### 2.8.a Por año de nacimiento (a)



■ Encuesta Sociodemográfica  
■ Encuesta de Población Activa

### 2.8.b Por grupo de municipios (b)

Correlación entre padres e hijos (años de educación)



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística [Encuesta Sociodemográfica (1991), Encuesta de Población Activa (1977-2020) y Censo (2011)] y Banco de España.

- a) La correlación entre los años de educación se calcula por pares de padres-hijos/hijas en la Encuesta Sociodemográfica y por pares de padres-hijos/hijas que conviven en el hogar en la Encuesta de Población Activa. Para más detalles, véase Grébol, Machelett, Stuhler y Villanueva (2024).  
 b) La correlación regional entre padres e hijos muestra los municipios con más de 100.000 habitantes y asigna al resto de la provincia la correlación existente en el resto de los municipios observados. La correlación de niveles educativos se calcula usando datos de municipios con más de 100.000 habitantes y, en el resto de los casos, agrupados a nivel provincial. Para más detalles, véase Grébol, Machelett, Stuhler y Villanueva (2024).



- En particular, la correlación entre los años de educación de padres e hijos se mantuvo en España en alrededor de 0,5 para las generaciones nacidas entre 1930 y 1960, pero ha ido disminuyendo en las generaciones posteriores, hasta llegar a 0,38 para los nacidos en 1990 (véase gráfico 2.8.a) La evidencia internacional disponible no permite comparar de forma totalmente homogénea el grado de movilidad intergeneracional —en términos de educación— en España y en otros países de nuestro entorno. En cualquier caso, teniendo en cuenta

esta cautela, Hertz, Jayasundera, Piraino, Selcuk, Smith y Verashchagina (2008) parecen apuntar a que, en las últimas décadas, la movilidad social en España sería relativamente similar a la que se observa en Europa Occidental y Estados Unidos<sup>56</sup>.

- La caída de esta correlación pone de relieve un aumento de la movilidad social en nuestro país, que coincidió con las reformas educativas acaecidas en torno a 1970 y que afectaron a los nacidos a partir de 1960. No obstante, es importante resaltar que se aprecia una notable heterogeneidad entre municipios y provincias en cuanto a la magnitud de esta correlación; diferencias que, en general, se han mantenido en el tiempo (véase gráfico 2.8.b).

#### Áreas en las que incidir:

Abordar los retos que se derivan de la existencia de ciertas bolsas de vulnerabilidad entre los hogares españoles requiere de la actuación de las políticas públicas en dimensiones muy diversas, de cara, por ejemplo, a reducir la elevada tasa de paro estructural de nuestra economía (véase el capítulo 3 de este Informe) y corregir los desajustes entre la oferta y la demanda que se observan en el mercado de la vivienda español (véase el capítulo 4 de este Informe), así como a reforzar la calidad de nuestro sistema educativo y favorecer la acumulación de capital humano en la población. Como se pone de manifiesto en el epígrafe 4, ello proporciona un notable retorno individual y colectivo. Además, este mismo epígrafe muestra el extraordinario papel que la educación desempeña —junto con la sanidad<sup>57</sup>— a la hora de garantizar la igualdad de oportunidades en la sociedad. Asimismo, las políticas de rentas y transferencias<sup>58</sup> también pueden jugar un papel muy relevante en la mitigación de aquellas implicaciones adversas asociadas a niveles de desigualdad o vulnerabilidad muy elevados. En todo caso, es preciso destacar que todas las políticas públicas que se desplieguen en este ámbito —como en cualquier otro— han de ser objeto de un continuo y riguroso proceso de evaluación. Este debe analizar la capacidad de dichas actuaciones para alcanzar los objetivos propuestos y sus implicaciones en términos de eficiencia y equidad. En este sentido, por ejemplo, algunos estudios ya han apuntado a que existe margen para mejorar la integración del ingreso mínimo vital, de las distintas rentas de subsistencia locales y regionales y de las prestaciones asistenciales por desempleo a fin de incrementar su eficacia y eficiencia (AIReF, 2022 y 2023a).

56 Por otra parte, Soria (2022) encuentra que, en términos de renta, el grado de movilidad intergeneracional en España estaría en un nivel intermedio entre el de los países escandinavos (muy elevado) y el de Italia o Estados Unidos (más reducido).

57 Véase López Laborda, Marín González y Onrubia (2024).

58 Entre las que se incluyen, por ejemplo, el ingreso mínimo vital y las diversas rentas de subsistencia que mantienen distintas AAPP regionales y locales, junto a otras ayudas directas tales como las establecidas, en el contexto de la reciente crisis energética, en el Real Decreto-ley 20/2022, de 27 de diciembre.

## 9 Cuentas públicas

### 9.1 Dinámicas recientes

El desequilibrio de las cuentas públicas sigue siendo muy elevado, tanto en términos históricos como en el contexto internacional.

- **Deuda pública.** En 2020, la respuesta fiscal a la pandemia incrementó la ratio de deuda pública sobre PIB en nuestro país en 22 pp, hasta el 120,3 % del PIB. Desde entonces, esta ratio ha descendido de manera gradual —fundamentalmente como consecuencia de la fuerte recuperación de la actividad económica— hasta situarse por debajo del 108 % del PIB a finales de 2023. Este nivel, muy elevado desde un punto de vista histórico y 9 pp superior al registrado antes de la pandemia, se encuentra unos 30 pp (17 pp) por encima del observado en la media aritmética (ponderada) de la UEM (véase gráfico 2.9.a).
- **Déficit público.** El déficit de las AAPP se redujo desde el 4,7 % del PIB en 2022 hasta el 3,6 % en 2023<sup>59</sup>, una ratio inferior al objetivo fijado por el Gobierno, del 3,9 %. No obstante, este desequilibrio presupuestario sigue siendo mayor que el que la economía española registró antes del estallido de la pandemia —del 3,1 %— y el que se observó en el promedio del área del euro en 2023 —del 3,2 %, según las últimas previsiones de la Comisión Europea—. En un contexto en el que los gastos aún mantuvieron un elevado dinamismo, la reducción del déficit público en España en 2023 respondió al considerable vigor que siguieron mostrando los ingresos.
  - **Ingresos públicos.** Avanzaron un 9 % interanual, impulsados por el efecto sobre la recaudación del crecimiento de las rentas salariales y del capital, de los excedentes empresariales y de las prestaciones sociales (para un análisis del impacto que ha tenido sobre la recaudación por IRPF la denominada progresividad en frío, véase recuadro 2.1). Los ingresos públicos también se vieron favorecidos por la implementación de nuevas medidas impositivas y por el aumento de las cotizaciones sociales<sup>60</sup>. En sentido contrario, las rebajas en el IRPF y en el IVA redujeron, en cierta medida, la recaudación<sup>61</sup>.
  - **Gasto público.** Los gastos aumentaron un 6 % en 2023, debido, principalmente, a la revalorización de las pensiones. No obstante, el consumo público también mantuvo un elevado dinamismo, lo que podría ser coherente con el hecho de que algunos de los

59 El déficit aumentaría en 0,02 pp, hasta el 3,7 % del PIB, tras descontar el impacto neto de las ayudas a instituciones financieras, que fue positivo para el saldo de las AAPP en 2023.

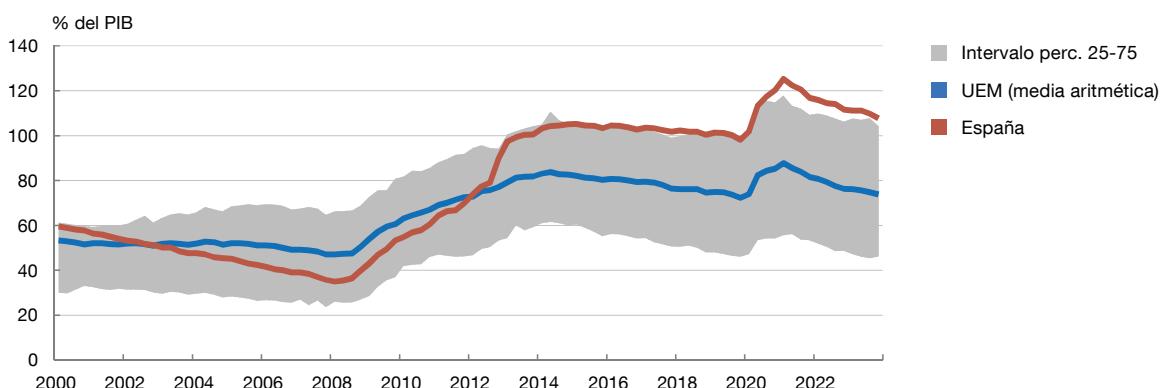
60 Entre estas medidas cabe destacar la creación de dos prestaciones patrimoniales que gravan los beneficios extraordinarios de grandes entidades financieras y de sociedades energéticas, así como un gravamen a las grandes fortunas y la limitación a la compensación de pérdidas de los grupos consolidados en el Impuesto de Sociedades. Asimismo, aumentan los ingresos por cotizaciones sociales debido a la implementación del llamado Mecanismo de Equidad Intergeneracional.

61 En concreto, en el IRPF destaca el incremento de la reducción por obtención de rendimientos del trabajo por parte del Estado y la deflactación de ciertos parámetros fiscales por parte de algunas CCAA. En el IVA, cabe señalar la rebaja de los tipos que aplican a ciertos alimentos.

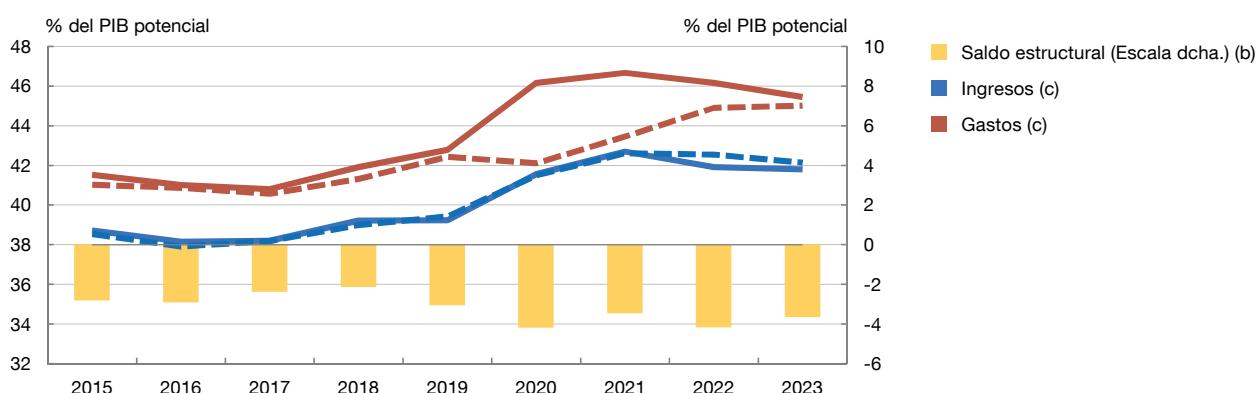
Gráfico 2.9

**El incremento del endeudamiento público en los últimos años ha sido especialmente acusado en España en comparación con la UEM. El desequilibrio fiscal de las AAPP españolas tiene un elevado componente estructural**

#### 2.9.a Deuda de las AAPP (a)



#### 2.9.b Ingresos y gastos públicos ajustados de ciclo y excluyendo NGEU



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

- a Estimaciones de noviembre de 2023 de la Comisión Europea para el cuarto trimestre de 2023 (excepto para España).
- b El saldo estructural se calcula restando, del saldo total, el componente cíclico y los elementos claramente transitorios y no recurrentes. De acuerdo con la metodología común del Eurosistema, no se consideran elementos no recurrentes aquellos que, aunque tengan carácter transitorio, aumenten el déficit y sean resultado de una decisión discrecional (no forzada) del Gobierno.
- c Las líneas discontinuas excluyen todas las medidas anunciadas como no permanentes.



aumentos de gasto durante la pandemia se hubieran vuelto permanentes<sup>62</sup>. Por otro lado, la retirada a lo largo del año pasado de algunas de las medidas de apoyo desplegadas en respuesta al repunte de la inflación —como la subvención general a los carburantes y los subsidios extraordinarios al sector energético— redujo el coste presupuestario de este conjunto de medidas, tanto de gastos como de ingresos, hasta el 1,2% del PIB, 0,3 pp menos que en 2022.

— **Tono de la política fiscal.** Como resultado de estos desarrollos, el tono de la política fiscal en 2023, medido por la variación del saldo primario estructural, habría sido

<sup>62</sup> Así, por ejemplo, el empleo público se habría situado en 2023 un 10,3% por encima de los niveles previos a la pandemia, según la Encuesta de Población Activa.

contractivo, si bien el estímulo procedente de los fondos europeos habría amortiguado una parte importante de dicho impacto. En cualquier caso, se estima un déficit estructural cercano al 3,7 % del PIB en 2023, unos 0,6 pp superior al calculado para el año 2019.

Desde 2019 se ha producido un fuerte crecimiento de la ratio de ingresos públicos sobre PIB en nuestro país —de 3,6 pp, hasta el 42,8 %—, con un avance de 2,5 pp del PIB en la recaudación por impuestos y cotizaciones sociales<sup>63</sup>. Este aumento de la recaudación ha llevado a situar su ratio, en porcentaje del PIB, ligeramente por encima de la media aritmética de la UE —si bien todavía se encuentra casi 3 pp por debajo de la media ponderada de la UE—.

- Los recursos de las AAPP han aumentado su tamaño respecto al PIB principalmente debido al fuerte crecimiento del IRPF, del Impuesto de Sociedades y de las cotizaciones sociales. Así, los impuestos corrientes sobre la renta y el patrimonio aumentaron su participación en el PIB desde el 10,4 % en 2019 hasta el 12,5 % en 2023, y las cotizaciones sociales desde el 12,9 % hasta el 13,5 %.
- Por el contrario, tanto el IVA como el resto de impuestos indirectos —entre los que se incluyen los impuestos especiales— se han mostrado más contenidos en los últimos años, manteniendo su peso en el PIB en torno a los niveles prepandemia —del 11,5 % del PIB<sup>64</sup>—. De este modo, el peso de la imposición indirecta en el total de la recaudación en nuestro país se ha reducido desde un 32,6 % en 2019 hasta un 30,1 % en 2023<sup>65</sup>.
- En cualquier caso, cabe mencionar que una parte de este incremento observado en la recaudación impositiva no puede explicarse por la mejora de las bases macroeconómicas ni por la adopción de medidas explícitas de aumento permanente de impuestos y cotizaciones sociales. Se trata de los llamados residuos fiscales<sup>66</sup>. En 2021, dichos residuos fueron positivos y muy elevados. Sin embargo, en 2023 estos experimentaron una importante reversión en todas las figuras impositivas, confirmando su carácter eminentemente transitorio. No obstante, algunos argumentos apuntan a que una parte de los residuos que perduran podría estar reflejando un cierto incremento estructural de los ingresos públicos tras la pandemia, derivado, por ejemplo, de un menor fraude fiscal como consecuencia de un mayor uso de los medios de pago digitales. De cualquier manera, existe una notable incertidumbre sobre la naturaleza, transitoria o permanente, de los residuos fiscales positivos que todavía perduran.

63 El incremento adicional de la ratio de ingresos públicos sobre PIB se debe fundamentalmente a los nuevos recursos derivados del programa NGEU.

64 Esto responde, en parte, a las rebajas impositivas temporales aprobadas como respuesta a la crisis energética y al repunte de la inflación. Así, en 2023, las medidas fiscales temporales adoptadas han disminuido la recaudación por IVA en torno a 0,3 pp del PIB y por otros impuestos indirectos en algo más de 0,2 pp del PIB.

65 En los últimos años, el peso de la imposición indirecta sobre la recaudación total también se ha reducido para la media (aritmética y ponderada) de la UE y la UEM. No obstante, en ambas regiones esta reducción ha sido de menor magnitud que la observada en la economía española.

66 Véase García-Miralles y Martínez Pagés (2023).

Sin embargo, este aumento de los ingresos se ha visto más que compensado por un incremento de 4,2 pp en los gastos desde el estallido de la pandemia<sup>67</sup>.

- Destaca el aumento del gasto en asuntos económicos, que está muy ligado a las subvenciones y transferencias derivadas de la crisis energética, así como a las actuaciones relacionadas con los fondos NGEU. Cabría esperar que una parte de este incremento pudiera tener un elevado componente transitorio.
- Los gastos en protección social y en salud también han aumentado notablemente en los últimos años. Estas partidas suelen tener una inercia mucho mayor.
- El incremento de la ratio de deuda pública sobre PIB y, desde 2021, el endurecimiento de la política monetaria y el consiguiente encarecimiento del coste de las nuevas emisiones han generado, hasta el momento, un aumento relativamente moderado del gasto en intereses de la deuda<sup>68</sup>. No obstante, si se toma como base la senda de tipos de interés que anticipan los mercados en la actualidad, la ratio del gasto por intereses sobre PIB podría situarse en 2026 en el 2,8 %, unos 0,6 pp por encima de su nivel de 2019.
- El gasto en educación también ha aumentado su peso sobre el PIB desde 2019, lo que habría permitido cerrar parcialmente la brecha negativa que España ha mantenido tradicionalmente en esta rúbrica con respecto a otros países de nuestro entorno.
- En cuanto al gasto en defensa, a pesar de los aumentos recientes, el peso de esta partida en el PIB —algo más de un 1 %— aún se encuentra lejos del compromiso del 2 % alcanzado con la OTAN.

Con todo, el desequilibrio fiscal de las AAPP españolas presenta un elevado componente estructural que no ha mejorado en los últimos años (véase gráfico 2.9.b). En efecto, como ya se ha mencionado, de acuerdo con las estimaciones del Banco de España, el déficit estructural de las AAPP españolas habría aumentado desde un 3,1 % del PIB en 2019 hasta un 3,7 % del PIB en 2023.

## 9.2 Retos del sistema público de pensiones

Una de las partidas de gasto estructural más relevantes de las AAPP es la ligada al sistema de pensiones. Se espera que la tendencia al alza que esta partida ha venido mostrando en los últimos años se prolongue en las próximas décadas.

- En 2023, el gasto en pensiones, incluyendo las prestaciones contributivas, no contributivas y las clases pasivas, alcanzó el 13,1 % del PIB. Eso supuso el 28,3 % del gasto no financiero en Contabilidad Nacional de las AAPP en dicho ejercicio.

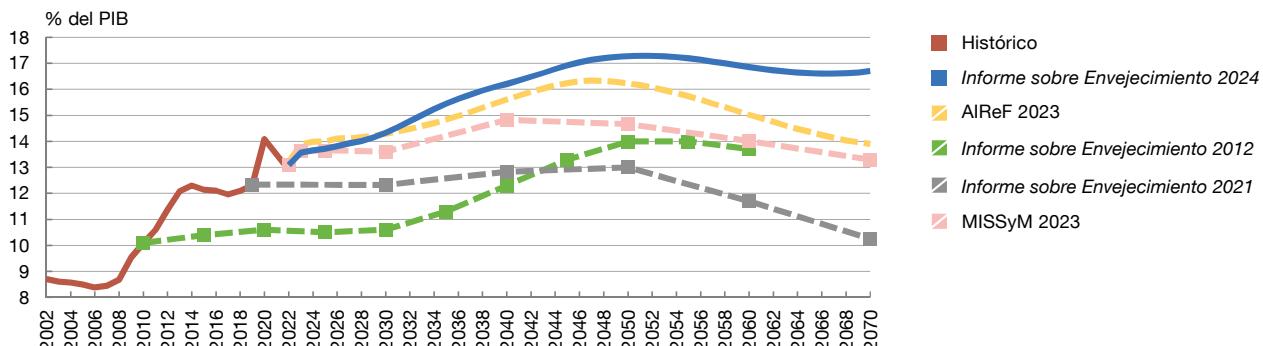
67 De los que en torno a 1 pp se debería a los gastos financiados con los recursos del NGEU.

68 A este impacto moderado habría contribuido, en parte, la elevada vida media de la deuda de las AAPP —por ejemplo, por encima de los 7,5 años en el caso de los valores emitidos por la Administración Central—.

Gráfico 2.10

## Se espera que la tendencia al alza del gasto en pensiones se prolongue en las próximas décadas

## 2.10.a Evolución y proyecciones del gasto en pensiones (a)



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad y Migraciones, Intervención General de la Administración del Estado, Instituto Nacional de Estadística, AIRF y Comisión Europea.

a Las proyecciones del *Informe sobre Envejecimiento* de 2012 y 2021 y las del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (MISSyM) están interpoladas sobre los valores publicados, correspondientes a los años marcados con un cuadrado.



- En la última década, los desembolsos en pensiones se han incrementado en 1,1 pp del PIB, al tiempo que el número de prestaciones ha crecido en algo más de un millón. En conjunto, en los últimos años, los niveles de gasto efectivamente realizados se han situado por encima de las proyecciones de gasto en esta partida (véase gráfico 2.10)<sup>69</sup>.
- De cara al futuro, la evolución demográfica de nuestro país destaca por un notable aumento del peso poblacional de las personas de mayor edad (véase el epígrafe 7), lo que anticipa un incremento sustancial del gasto en pensiones en las próximas décadas. De acuerdo con las proyecciones del *Informe sobre Envejecimiento* (Comisión Europea, 2024a), dicho gasto escalará en el escenario central hasta el 17,3 % del PIB en 2050. Según la AIRF, el gasto alcanzaría el 16,2 % del PIB en dicho año, mientras que el número de pensiones se incrementaría desde los 11,1 millones actuales hasta los 16,7 millones (véase gráfico 2.10)<sup>70, 71</sup>.

- 69 Por ejemplo, el informe de la Comisión Europea (2012) proyectaba un gasto en pensiones para el año 2020 del 10,6 % del PIB, frente a los valores observados en 2019, 2020 y 2021 del 12,3 %, 14,5 % y 13,5 %, respectivamente. Ese mayor gasto con respecto al proyectado podría deberse tanto a una evolución más desfavorable de las condiciones macroeconómicas como a un crecimiento más elevado de la pensión media sobre el salario medio. Así, el informe señalado proyectaba un crecimiento del PIB potencial y del empleo para 2020 del 2,4 % y del 1,7 %, respectivamente, frente a los correspondientes valores realizados en 2019 del 1,7 % y del 1,2 % (Comisión Europea, 2021). Con respecto a la ratio de la pensión media y el salario medio, la proyección para 2020 se situaba en el 55,9 %, frente a un valor realizado en 2019 del 60 %. En lo referente a la evolución demográfica, las disparidades habrían sido más pequeñas. Así, la proyección de la tasa de dependencia para 2020 se situaba en el 32 %, mientras que la tasa observada en 2019 fue del 32,1 %.
- 70 Ni las proyecciones de la AIRF ni las del *Informe sobre Envejecimiento* incorporan la revisión de la Contabilidad Nacional llevada a cabo en 2023. El escenario base del *Informe sobre Envejecimiento*, bajo los niveles de PIB resultantes de dicha revisión, arrojaría un gasto en pensiones del 16,8 % del PIB en 2050.
- 71 Por otro lado, conforme las personas envejecen, especialmente en condiciones de mala salud, requieren de cuidados de larga duración para el desarrollo de sus actividades diarias. En este sentido, las proyecciones de la Comisión Europea (2024a) anticipan que el gasto público asociado a dichos cuidados aumentará desde el 0,8 % del PIB en 2022 hasta el 1,7 % del PIB en 2070.

Entre 2021 y 2023 se llevó a cabo una nueva reforma del sistema de pensiones. El análisis conjunto de los principales cambios normativos introducidos, si bien está sujeto a una considerable incertidumbre, apunta a unas mayores obligaciones de gasto a largo plazo, que no han sido plenamente compensadas por el lado de los ingresos<sup>72</sup>.

- Las estimaciones disponibles sugieren que los cambios aprobados habrían incrementado notablemente las obligaciones de gasto del sistema de pensiones de cara a las próximas décadas con respecto a la situación previa a 2021 —entre 3,2 pp y 4,7 pp del PIB en 2050<sup>73</sup>—.
- Estas mayores obligaciones de gasto podrían reducirse en la medida en que los nuevos incentivos introducidos para demorar la jubilación logren elevar significativamente la tasa de actividad de los trabajadores de edad avanzada. Las estimaciones sobre la posible efectividad de dichos incentivos varían entre un ahorro de 1,4 pp —según el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones y el *Informe sobre Envejecimiento*— y 0,8 pp del PIB en 2050 —según la AIReF— y un incremento neto del gasto de 0,1 pp en dicho año —según Fedea—.
- Por último, por el lado de los ingresos, se estima que las medidas aprobadas aumenten los recursos de la Seguridad Social entre 1,3 pp y 1,7 pp del PIB en 2050<sup>74</sup>.

La efectividad de los incentivos a posponer la edad de jubilación está sujeta a una incertidumbre muy elevada y será necesario un horizonte temporal amplio para calibrar el alcance de los nuevos incentivos.

- Dicha efectividad dependerá, en último término, de la decisión de los trabajadores sobre el momento de abandonar el mercado laboral y del grado en que una mayor edad efectiva de jubilación se traslade a un menor gasto en pensiones. En este sentido, los análisis del Banco de España sugieren que es necesario que un porcentaje muy notable de trabajadores decidan posponer su edad de jubilación para lograr una contención significativa del gasto en pensiones. En concreto, un retraso de un año en la edad de jubilación de todas las altas ordinarias proyectadas entre 2022 y 2050 estaría asociado a una reducción promedio de la ratio de gasto en pensiones y PIB de entre 0,3 pp y 0,5 pp en dicho período (véase recuadro 2.2).
- En cualquier caso, en 2022 y, especialmente, en 2023, el número de jubilaciones demoradas ha aumentado significativamente con respecto a los años previos a la introducción de las nuevas medidas destinadas a prorrogar la permanencia en el mercado laboral. En concreto, el peso de

72 Para una descripción detallada de las medidas aprobadas y de su posible impacto, véase Banco de España (2023a).

73 Véanse De la Fuente et al. (2023), Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (2023), AIReF (2023b) y Comisión Europea (2024a).

74 Véanese Comisión Europea (2024a), De la Fuente et al. (2023), Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (2023), AIReF (2023b) y Banco de España (2023a). Las cifras de aumento de los ingresos no incluyen los efectos de medidas aplicadas en el ámbito del mercado laboral —al no tratarse de cambios adoptados en el contexto de la reforma de las pensiones— que el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones cuantifica en 0,8 pp del PIB en 2050. Dichas medidas son la reforma laboral de 2021, que habría reducido el desempleo estructural, el incremento del salario mínimo interprofesional aprobado en los últimos años y la adopción de los expedientes de regulación temporal de empleo durante la pandemia de COVID-19, que habría hecho aflorar nuevos cotizantes procedentes de la economía sumergida (véase Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, 2023).

esta modalidad sobre el total de altas de jubilación, situado en el 4,8 % en 2021, aumentó hasta el 5,4 % en 2022 y hasta el 8,1 % en 2023. En 2023, el número de jubilaciones demoradas superó las 26.000, lo que implicó un crecimiento del 50 % con respecto al año anterior.

En 2025 está prevista la evaluación de la cláusula de salvaguarda introducida por la nueva reforma. Dicha cláusula estipula que, si la proyección del gasto medio en pensiones en el período 2022-2050 publicada en el *Informe sobre Envejecimiento*, corregido por las medidas de ingresos adoptadas a partir de 2020, se desvía del 13,3 % del PIB, el Gobierno deberá identificar un conjunto de medidas para corregir la desviación. Estas pueden consistir en actuaciones dirigidas a incrementar los ingresos del sistema de pensiones, reducir los gastos del mismo o una combinación de ambas. En caso de ser necesarias, estas medidas deberán entrar en vigor en 2026. Si no se acordase ninguna medida, se produciría un incremento automático de las cotizaciones sociales en dicho año<sup>75</sup>.

Las proyecciones del *Informe sobre Envejecimiento*, netas de las medidas de ingresos cuantificadas por la AIReF, muestran que, con alta probabilidad, se necesitarán medidas adicionales para contrarrestar el aumento del gasto futuro en pensiones<sup>76</sup>. En caso de ser necesaria la activación de la cláusula de salvaguarda, hacer descansar la financiación del sistema de pensiones exclusivamente en el incremento de las cotizaciones sociales podría ser perjudicial para el empleo y la competitividad de la economía española. Los ejercicios de simulación llevados a cabo con el Modelo Trimestral del Banco de España sugieren que existe una relación entre los tipos efectivos de las cotizaciones sociales y la evolución del empleo. En particular, los resultados apuntan a que un incremento de un punto porcentual en el tipo efectivo medio generaría, al cabo de cuatro años, una caída en el número de ocupados cercana al 0,25 %<sup>77</sup>.

En consecuencia, de cara al futuro, sería deseable profundizar en varios aspectos.

- Llevar a cabo un análisis *ex post* que revele el efecto de los incentivos a posponer la edad de jubilación.
- Estudiar los efectos sobre el mercado de trabajo y la competitividad de las empresas derivados del incremento de las cotizaciones sociales, así como sus consecuencias sobre la equidad intergeneracional. En paralelo, se deben analizar medidas alternativas, incluidas las que afectan a las tasas de reemplazo, que se encuentran en niveles superiores a los de la media de los países de nuestro entorno<sup>78</sup>.

75 Véase la disposición adicional segunda del Real Decreto-ley 2/2023, de 16 de marzo, de medidas urgentes para la ampliación de derechos de los pensionistas, la reducción de la brecha de género y el establecimiento de un nuevo marco de sostenibilidad del sistema público de pensiones.

76 En particular, el gasto en pensiones promedio en el período 2022-2050 se sitúa, de acuerdo con el *Informe sobre Envejecimiento*, en el 15,4 % del PIB en el escenario base. Por su parte, la AIReF (2023b) cuantificó el impacto de las medidas de ingresos en el 1 % del PIB en promedio en dicho período. Por tanto, el nivel de gasto en pensiones neto de las medidas de ingresos aprobadas alcanzaría el 14,4 % del PIB, por encima de la referencia del 13,3 % del PIB que establece la normativa. Cabe precisar, en todo caso, que la decisión relativa a la activación de la cláusula de salvaguarda dependerá de la evaluación formal de las medidas de ingresos que la AIReF realizará en marzo de 2025, evaluación que deberá realizarse en función de los supuestos macroeconómicos y demográficos del *Informe sobre Envejecimiento*.

77 Véase Banco de España (2023a).

78 Véase OCDE (2023c).

- Analizar la evolución del ahorro privado para la jubilación, en consonancia con el papel que ha de desempeñar como complemento de las prestaciones ofrecidas por el sistema público. En concreto, por un lado, cabría monitorizar el ritmo de expansión de los planes de empleo, en particular los de impulso público y los planes de empleo simplificados, introducidos en la reforma de 2022. Los datos correspondientes a 2023 muestran una tendencia al alza, tanto en el número de participes como en las aportaciones a dichos planes, que crecieron, con respecto al año anterior, en un 13,4 % y un 8,6 %, respectivamente<sup>79</sup>. Por otro lado, es preciso analizar también la evolución de las aportaciones a los planes de pensiones individuales, cuyos menores incentivos fiscales han coincidido con una caída de las mismas del 64,1 % entre 2020 y 2023<sup>80</sup>.

### 9.3 Nuevas reglas fiscales europeas

Se ha aprobado un nuevo marco de gobernanza fiscal europeo, que pone más énfasis en la sostenibilidad de la deuda pública y en la elaboración, por parte de los Estados miembros, de planes presupuestarios a medio plazo en los que se determina una senda de gasto plurianual.

- El Consejo de Asuntos Económicos y Financieros de la UE aprobó el pasado 20 de diciembre un nuevo marco de gobernanza fiscal, que se encuentra en proceso de ser ratificado por el Consejo Europeo<sup>81</sup> antes de entrar en vigor en 2025.
- Este nuevo marco se basa en la elaboración, por parte de los Estados miembros, de planes presupuestarios a medio plazo que aseguren —en el caso de los países más endeudados de la UE— que la ratio de deuda pública sobre PIB siga una trayectoria descendente duradera hacia el valor de referencia del 60 % y que el déficit público se mantenga por debajo del 3 % del PIB a medio plazo.
- El período de tiempo para alcanzar estos objetivos es de cuatro años, si bien se contempla la posibilidad de ampliación de este plazo hasta los siete años en caso de que los países realicen reformas estructurales que mejoren sus perspectivas de crecimiento o inversiones públicas alineadas con los objetivos comunes de la UE.
- Los compromisos asumidos bajo estos planes de ajuste se expresan bajo la forma de un único instrumento, una senda plurianual del gasto primario neto que debe seguir cada Estado miembro<sup>82</sup>. Dicha senda se fija a partir de una trayectoria de referencia elaborada por la Comisión Europea por medio de un análisis de sostenibilidad de la deuda específico de cada país.

79 En este contexto, el [VII Convenio colectivo general del sector de la construcción](#), suscrito en julio de 2023, acordó el establecimiento del Plan de Pensiones de Empleo Simplificado del Sector de la Construcción, que entró en vigor en febrero de este año.

80 En el ámbito de los planes de pensiones del sistema individual y asociado, a partir de 2025 será posible, con carácter general, la disposición anticipada del importe de los derechos consolidados correspondiente a aportaciones realizadas con al menos diez años de antigüedad, lo que podría tener un efecto apreciable sobre el patrimonio de dichos planes, que en 2023 alcanzó el 5,9 % del PIB.

81 Tras el acuerdo provisional del Parlamento y el Consejo del 10 de febrero, este fue sometido a votación en el Parlamento Europeo el 23 de abril y está pendiente de ser ratificado por el Consejo.

82 El gasto primario neto excluye los ingresos discrecionales y los gastos cíclicos de desempleo.

- El nuevo marco incorpora también algunas reglas adicionales (salvaguardas) que imponen ajustes mínimos de déficit y/o de deuda para los países que presentan desviaciones con respecto a los valores de referencia de estas variables. Así, por ejemplo, los países con una ratio de deuda sobre PIB mayor del 90 % tendrán que reducirla, como mínimo, en 1 pp al año. En cambio, aquellos con una deuda de entre el 60 % y el 90 % del PIB deberán reducirla en 0,5 pp cada año. Asimismo, los países tendrán que continuar su ajuste presupuestario hasta alcanzar un déficit estructural del 1,5 % del PIB. Este «margen de resiliencia», con respecto al valor de referencia del 3 %, se introduce para dotar a los países de un cierto margen de reacción ante perturbaciones no previstas. El ritmo de ajuste para alcanzar dicho margen se fija en 0,4 pp al año, para programas de cuatro años, y en 0,25 pp al año, para programas de siete años.
- En resumen, el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo busca calibrar el esfuerzo de ajuste en cada país de acuerdo con sus perspectivas macroeconómicas y fiscales específicas y de forma que se refuerce la sostenibilidad de su deuda pública a medio plazo. Para ello, se basa en una variable, el gasto público primario, que está bajo el control directo de las autoridades. Con ello se pretende mitigar, en cierto modo, el sesgo procíclico de las anteriores reglas fiscales europeas y facilitar el ahorro de los ingresos públicos excepcionales que se generen durante las épocas de expansión de la actividad<sup>83</sup>. El nuevo marco reconoce también la importancia de diseñar planes integrados de inversión pública, reformas estructurales y ajuste fiscal —que se refuercen mutuamente—, así como de aumentar la implicación de los gobiernos nacionales en el diseño de los mismos.

Una vez aprobado, la implementación efectiva y rigurosa de este nuevo marco resulta fundamental, tanto para sostenibilidad de las cuentas públicas de los Estados miembros como para la propia credibilidad del proyecto europeo. En este sentido, las nuevas reglas podrían implicar, en los próximos años, ajustes fiscales significativos en algunos países.

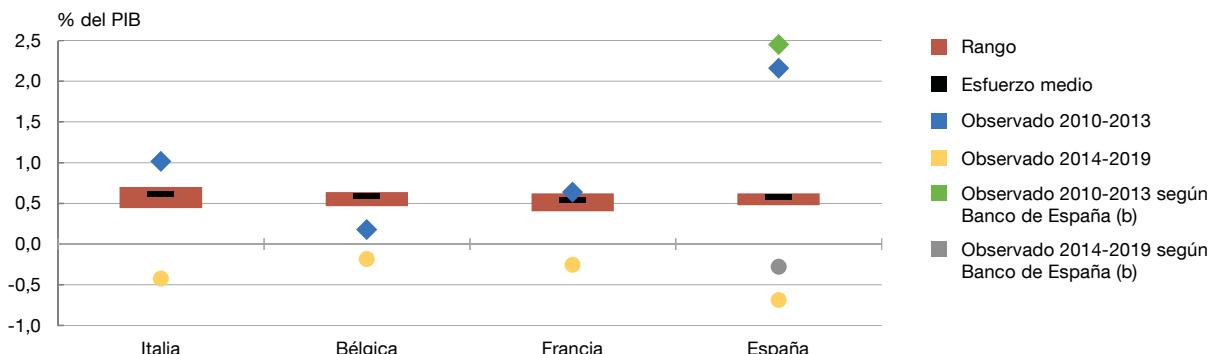
- El nuevo marco de gobernanza no ha logrado reducir de forma significativa la complejidad de las reglas fiscales europeas, por lo que determinar con precisión el ajuste fiscal que será necesario desplegar en cada Estado miembro en los próximos años se halla sujeto a una considerable incertidumbre. Así, por ejemplo, el cálculo de la trayectoria nacional de gasto y el esfuerzo fiscal correspondiente se basa en varios supuestos técnicos sobre el PIB potencial, el impacto económico de las reformas estructurales y los gastos derivados del envejecimiento a largo plazo sobre los que existe una notable incertidumbre. Asimismo, también existen dudas acerca de qué partidas presupuestarias concretas se tendrán en cuenta para determinar la senda de gasto primario neto en cada país.
- A partir de una herramienta de análisis de sostenibilidad de la deuda del Banco de España, que pretende replicar la metodología empleada por la Comisión Europea para la implementación de los ajustes fiscales bajo el nuevo marco, se estima que los países más

<sup>83</sup> Véase Alloza, Andrés, Burriel, Kataryniuk, Pérez y Vega (2021) para un análisis de las carencias del anterior marco de gobernanza fiscal.

Gráfico 2.11

**Las nuevas reglas fiscales podrían implicar, en los próximos años, ajustes fiscales significativos en algunos países (programa de ajuste de siete años)**

**2.11.a Cambio promedio anual en el saldo estructural primario (a)**



FUENTES: Banco de España y Comisión Europea.

- a Cambio promedio anual en el saldo estructural primario requerido para cumplir con los objetivos de deuda y déficit de las reglas del nuevo marco de gobernanza europeo, en un período de ajuste de siete años. El rango recoge la diferencia entre el esfuerzo mínimo requerido bajo el escenario base del *Debt Sustainability Analysis* (DSA) determinista y el máximo obtenido bajo supuestos alternativos de menor crecimiento del PIB potencial y de mayores tipos de interés. El esfuerzo observado se refiere al estimado por la Comisión Europea durante cada período.
- b Para el caso de España, la estimación del esfuerzo fiscal promedio difiere de la realizada por la Comisión Europea como consecuencia, principalmente, de distintas estimaciones del PIB potencial que subyacen a este cálculo.



endeudados de la UE tendrían que acometer, asumiendo planes de consolidación de siete años, una mejora anual promedio de su saldo estructural primario de entre 0,4 pp y 0,7 pp del PIB (véase gráfico 2.11).

- Este ajuste, comparado con el que estos mismos países ejecutaron en el período 2014-2019 —después de la crisis de deuda europea, pero antes de la pandemia—, supone un esfuerzo considerable. No obstante, en el caso de España e Italia, el ajuste que habrían de implementar en el futuro sería inferior al que acometieron, en promedio, entre 2010 y 2013 durante la crisis de deuda soberana.

Más allá del diseño de las nuevas reglas fiscales, la reforma aprobada ha perdido la oportunidad de avanzar en algunos aspectos clave de la gobernanza de la UEM, como una coordinación más eficaz de las políticas presupuestarias nacionales y la introducción de una capacidad fiscal común permanente.

- Una capacidad fiscal central podría implementar una orientación fiscal adecuada a nivel agregado para la UEM y, así, asegurar una coordinación óptima de la política monetaria y fiscal. Esta capacidad debería tener un tamaño adecuado y contar con una financiación suficiente y estable, lo que resultaría crucial para crear un instrumento de estabilización macroeconómica eficaz<sup>84</sup>. En este sentido, podría tomarse como ejemplo el programa SURE de financiación común adoptado temporalmente durante la pandemia<sup>85</sup>.

<sup>84</sup> Véase Comisión Europea (2018) para una revisión de algunas de las propuestas que se han planteado, en las instituciones europeas y en la literatura académica, para la creación de un mecanismo común de estabilización en la UEM.

<sup>85</sup> Véase Burriel, Kataryniuk y Pérez (2022) para un análisis de los importantes ahorros fiscales que se derivaron del programa SURE para los países miembros.

- Además, sería importante introducir un instrumento de financiación común permanente que diera continuidad, por ejemplo, al programa temporal NGEU y que permitiera financiar proyectos de gran envergadura que proporcionen bienes públicos a escala europea, evitando, al mismo tiempo, un impacto excesivo o desigual de los mismos sobre las finanzas públicas nacionales y un deterioro del mercado único.
- En cualquier caso, el sector público solo podrá cubrir una pequeña parte de las cuantiosas inversiones que serán necesarias para abordar la transición ecológica y digital de la actividad económica en los próximos años. Por lo tanto, resulta fundamental crear un entorno favorable para la inversión privada y avanzar en la culminación de la Unión Bancaria y de la Unión de los Mercados de Capitales (BCE, 2024), de forma que se pueda reducir la fragmentación financiera que aún caracteriza a la UEM y aumentar la compartición de riesgos en la región.

#### 9.4 Plan de consolidación fiscal

Las dinámicas macroeconómicas y fiscales de la economía española ponen de manifiesto la necesidad de implementar, sin demora, un plan de consolidación presupuestaria a medio plazo que refuerce la sostenibilidad de las finanzas públicas.

- De acuerdo con las herramientas analíticas desarrolladas por el Banco de España<sup>86</sup>, en un escenario inercial —que tiene en cuenta las proyecciones de gastos relacionados con el envejecimiento de la población, pero que no incorpora cambios en las políticas económicas y fiscales vigentes, ni un incremento automático de las cotizaciones sociales en caso de una eventual activación de la cláusula de salvaguarda incluida en la reciente reforma del sistema de pensiones (véase el epígrafe 9.2)—, la deuda pública de nuestro país se mantendría en niveles muy parecidos a los actuales en los próximos años y seguiría una trayectoria creciente a partir de 2030 (véase gráfico 2.12.a).
- En cambio, en un escenario en el que se implementara un ajuste presupuestario coherente con el nuevo marco de gobernanza fiscal europeo —lo que implicaría una reducción anual promedio de nuestro desequilibrio estructural de unos 0,5 pp del PIB potencial durante un período de siete años comenzando en 2025 (véase el epígrafe 9.3)—, la ratio de deuda pública podría iniciar, en los próximos años, una senda descendente que la situaría en el entorno del 80 % del PIB en 2040 (véase gráfico 2.12.b).

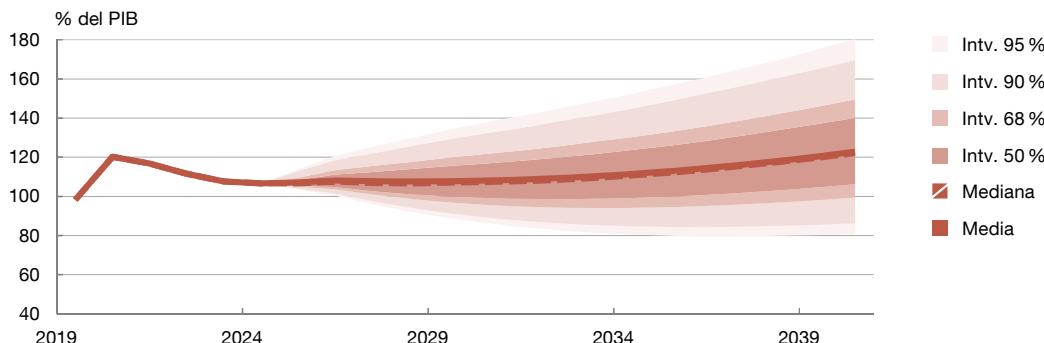
*Sería deseable que el plan de consolidación plurianual se enmarcara en un cuadro macroeconómico prudente y detallara las medidas de ingresos y gastos que permitan el saneamiento gradual de las cuentas públicas. Esto permitiría no solo reforzar la sostenibilidad de las finanzas públicas, sino también incrementar la confianza y la certidumbre en torno a las políticas económicas. En el diseño de este plan, deberían tenerse en cuenta algunas consideraciones generales relevantes:*

<sup>86</sup> Véase, por ejemplo, Alloza, Martínez, Rojas y Varotto (2024).

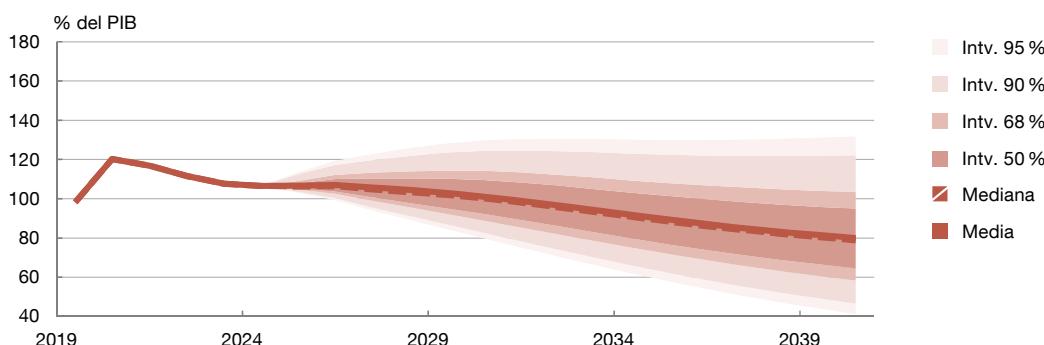
Gráfico 2.12

**Las dinámicas macroeconómicas y fiscales de la economía española ponen de manifiesto la necesidad de implementar, sin demora, un plan de consolidación presupuestaria a medio plazo que refuerce la sostenibilidad de las finanzas públicas (a)**

2.12.a Escenario sin consolidación fiscal



2.12.b Escenario con consolidación fiscal



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

- a Los dos escenarios incluyen un deterioro del saldo estructural primario hasta 2040 debido a los costes de envejecimiento (pensiones, sanidad y cuidados de largo plazo). El primer panel se refiere a una política fiscal que realiza un esfuerzo consistente con las nuevas medidas contenidas en la reforma del sistema de pensiones de 2023, pero sin contemplar la activación del mecanismo automático de aumento de ingresos por cotizaciones sociales destinado a corregir las desviaciones en el gasto en pensiones, ni medidas adicionales de consolidación fiscal. El segundo escenario introduce un plan de consolidación según los requerimientos descritos en el epígrafe anterior.



- **Es imprescindible que la economía española aproveche las fases expansivas de la actividad para construir márgenes de actuación fiscal que le permitan contrarrestar el efecto recesivo sobre la actividad de eventuales perturbaciones macrofinancieras adversas que puedan materializarse en el futuro.** En este sentido, cabe señalar que el elevado nivel actual de endeudamiento público en España es el resultado, principalmente, del hecho de que una parte importante de los aumentos del déficit de las AAPP que tuvieron lugar durante las anteriores fases recesivas de la actividad se convirtieran en estructurales y no se corrigieran durante las expansiones. Esto es, en gran medida, consecuencia de la evolución del gasto público. Así, desde una perspectiva histórica, en los períodos en los que la economía española ha crecido por debajo de su potencial, el gasto público ha tendido a elevarse. Sin embargo, los períodos de mayor crecimiento no se han aprovechado para reducir dicho gasto, observándose incluso un ligero incremento en el mismo<sup>87</sup>.

<sup>87</sup> En particular, desde el año 2000 hasta la actualidad se estima que el gasto estructural habría crecido en 1,6 pp durante los períodos de contracción de la brecha de producción, mientras que en los períodos de expansión de dicha brecha el gasto estructural habría experimentado un aumento de 0,1 pp.

- En la medida en que el plan de consolidación presupuestaria que requiere nuestra economía ha de tener un enfoque a medio plazo, sería deseable que este estuviera basado en amplios consensos económicos, políticos y sociales, y que involucrara activamente a todas las AAPP —centrales, regionales y locales— con responsabilidad en materia presupuestaria. En relación con este último aspecto, es importante destacar que sigue estando pendiente una reforma del sistema de financiación autonómica que corrija algunas de las limitaciones que este ha mostrado a lo largo de las últimas décadas<sup>88</sup>. Dicha reforma debería cumplir con los principios de suficiencia de los recursos disponibles para las Comunidades Autónomas (CCAA) —sobre la base de algún método de cálculo objetivo de las necesidades reales de gasto de las CCAA—, corresponsabilidad fiscal de estas en la financiación de sus gastos —entendida esta última como la capacidad de las regiones para generar ingresos que financien su gasto— y transparencia en los distintos parámetros que determinan el funcionamiento del sistema y su evolución. Asimismo, resulta fundamental una aplicación estricta de las reglas fiscales a los niveles inferiores de gobierno. En este sentido, una eventual condonación de parte de la deuda que las CCAA han acumulado en las últimas décadas podría tener efectos negativos sobre los incentivos a un comportamiento fiscal disciplinado por parte de estas en el futuro. La reforma debería resolver también la falta de estabilidad del sistema, que ha estimulado a la promoción, por parte de las CCAA, de los procesos negociadores como medio de incrementar el volumen de financiación adquirida.
- El plan de consolidación debe acompañarse, por una parte, de una selección rigurosa de los proyectos de inversión que se financiarán con cargo al programa europeo NGEU y, por otra, del diseño e implementación de reformas estructurales ambiciosas que ayuden a reducir algunas de las deficiencias que han venido caracterizando históricamente el funcionamiento de la economía española, así como de una mejora de la calidad de las finanzas públicas. De este modo, no solo se incrementaría la capacidad de crecimiento potencial de nuestro país con una perspectiva de medio plazo (Cuadrado, Izquierdo, Montero, Moral-Benito y Quintana, 2022), sino que también se mitigarían a corto plazo algunos de los efectos adversos sobre la actividad que se derivarían de un tono contractivo de la política fiscal doméstica.

Por el lado de los gastos, resulta imprescindible identificar todos aquellos capítulos presupuestarios en los que es posible aumentar la eficiencia, así como optimizar la distribución del gasto entre partidas para promover un crecimiento económico más robusto y equitativo.

- En particular, se debería continuar avanzando en la introducción de mejoras en la eficiencia del gasto público en línea con las recomendaciones del *Spending Review* realizado por la AIReF. Así, algunas partidas de gasto en las que se ha identificado un margen importante de mejora son las políticas activas de empleo, los beneficios fiscales, las subvenciones, el gasto hospitalario y los incentivos a la contratación.

---

<sup>88</sup> Para una valoración de dichas limitaciones, véase, por ejemplo, Hernández de Cos y Pérez (2015).

- Del mismo modo, algunos trabajos del Banco de España han venido apuntando recientemente a la conveniencia de desplegar actuaciones públicas con una orientación cada vez más focalizada, de forma que se puedan alcanzar los mismos objetivos —por ejemplo, en lo que se refiere a proteger a ciertos colectivos vulnerables ante determinadas perturbaciones adversas— con un menor coste presupuestario<sup>89</sup>.
- Por otra parte, sería recomendable que el ajuste fiscal que requiere nuestro país no suponga un lastre para el dinamismo futuro del gasto en algunas partidas —como la inversión pública, el gasto en educación y el gasto en sanidad— que desempeñan un papel fundamental, no solo a la hora de elevar el crecimiento potencial de la economía, sino también de favorecer la igualdad de oportunidades en la sociedad<sup>90</sup>. Este aspecto es especialmente relevante en la coyuntura actual, en la que la economía española, como el resto de principales economías mundiales, se encuentra inmersa en un intenso proceso transformacional que afecta a dimensiones tan diversas como la demográfica, la climática o la digital.

*Por el lado de los ingresos, es crucial que el plan de consolidación presupuestaria se apoye en una revisión integral del sistema tributario español que evalúe si, en su conjunto, las diversas figuras impositivas presentes en nuestro país logran sus objetivos de manera eficaz y eficiente. De cara a esta revisión y eventual reforma, que constituye uno de los hitos que se han asociado a la recepción del quinto desembolso de los fondos NGEU, sería deseable tener en cuenta las siguientes cuestiones<sup>91</sup>:*

- Para lograr una mayor eficiencia en nuestro sistema tributario, se podría incrementar el peso relativo de la imposición sobre el consumo en nuestro país, que es relativamente bajo en comparación con el de otras economías europeas y que genera, con carácter general, menores distorsiones sobre los mercados de factores y productos. Los potenciales efectos distributivos negativos que, en ocasiones, están asociados a la tributación sobre el consumo podrían evitarse dedicando parte de la recaudación a transferencias compensatorias a los colectivos vulnerables perjudicados<sup>92</sup>.
- En este sentido, los beneficios fiscales que se aplican a la tributación sobre el consumo en España suponen un gasto considerable —unos 53 mm de euros en 2022—, que se debería revisar y evaluar en función de su eficacia y eficiencia. De nuevo, los efectos distributivos que se derivarían de una eventual reducción de estos beneficios podrían compensarse con diferentes estrategias fiscales dirigidas a los grupos poblacionales más desfavorecidos.
- Por otra parte, desde numerosos organismos se ha puesto de relieve la conveniencia de ampliar la base imponible del IRPF mediante la reforma o eliminación de diversas reducciones

89 Véanse, por ejemplo, García-Miralles (2023) o Blanco y Mayordomo (2023).

90 Véanse, por ejemplo, Ramey (2020), Deleidi (2022), Barro (2001), Krueger y Lindahl (2001) y Blanchet, Chancel y Gethin (2022).

91 Para un diagnóstico exhaustivo del sistema tributario español y diversas propuestas para una eventual reforma del mismo, véase *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*.

92 Véanse Correia (2010), Nguyen, Onnis y Rossi (2021), Fuster (2022), Guner, Lopez-Daneri y Ventura (2023) y Macnamara, Pidkuyko y Rossi (2023).

fiscales que se consideran ineficientes. Véanse, por ejemplo, las recomendaciones de la AIReF (2022) o del *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria* (2022).

- Asimismo, cabe destacar que nuestro país se ha comprometido a alcanzar, durante las próximas décadas, unos objetivos climáticos muy ambiciosos (véase el epígrafe 10). Lograr dichos objetivos de manera eficiente requiere, entre otras medidas, mejorar y aumentar la fiscalidad medioambiental, un ámbito en el que España ha venido recaudando menos que otras economías europeas a lo largo de las últimas décadas<sup>93</sup>. Al igual que en los casos anteriores, el aumento de esta parcela de la tributación se podría acompañar de medidas compensatorias —algunas de carácter transitorio— para atenuar su impacto en determinados grupos de familias y empresas que pueden verse especialmente afectados por la transición ecológica (para más detalles sobre esta cuestión, véase el [capítulo 4](#) del *Informe Anual 2021* del Banco de España).
- Por último, el avance de la digitalización y la globalización de la actividad económica exigen mantener los esfuerzos para coordinar y armonizar el sistema fiscal a nivel internacional, tal como se está llevando a cabo, por ejemplo, en lo relacionado con los acuerdos de tributación internacional alcanzados en el marco de la OCDE y el G20, así como en las diferentes iniciativas de la UE dirigidas a avanzar en la coordinación y en la integración de la imposición societaria y de la tributación de las actividades digitales. Esta es la mejor forma de prevenir el debilitamiento de las bases tributarias y de la competitividad de nuestra economía.

---

<sup>93</sup> En particular, en 2021, última información disponible, los impuestos medioambientales supusieron un 4,5% del total de impuestos y cotizaciones sociales en España, frente a un 5,4% en la UEM.

## 10 Transición ecológica

### Contexto:

La lucha contra el cambio climático y la transición hacia una economía más sostenible representan uno de los mayores retos a los que se enfrenta nuestra sociedad. La valoración del impacto económico de los distintos riesgos físicos vinculados con el calentamiento global y la degradación medioambiental, así como de los riesgos de transición que se derivan del proceso de cambio hacia una economía de bajas emisiones, está sometida a una extraordinaria incertidumbre. No obstante, existe un amplio consenso acerca de que i) las pérdidas económicas derivadas de la materialización de los riesgos físicos serían muy superiores a los costes asociados a la implementación de una estrategia ambiciosa de mitigación y adaptación al cambio climático, y que ii) dichos costes de transición se verían reducidos en la medida en que se llevara a cabo, sin demora, un proceso de transición gradual y ordenado, con un alto grado de coordinación internacional (escenarios de la [Network for Greening the Financial System](#)). Por otra parte, también resulta evidente que este proceso transformacional supondrá un profundo cambio estructural en nuestro modelo de crecimiento económico —y, en particular, en nuestro modelo energético— y que todo ello tendrá implicaciones muy relevantes en prácticamente todos los ámbitos de la actividad; implicaciones que, además, serán muy heterogéneas por países, regiones, sectores, empresas y hogares.

En este contexto, en los últimos años, nuestro país ha venido asumiendo compromisos muy ambiciosos en materia medioambiental y que están en línea con los que también se han establecido en el conjunto de la UE y en otras economías avanzadas. En particular, el [Borrador de Actualización del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2023-2030](#)<sup>94</sup> establece, de cara a 2030, una reducción de las emisiones de gases de efecto invernadero en nuestro país del 32 % con respecto a las registradas en 1990, un despliegue de las energías renovables de forma que supongan un 48 % del consumo de energía final y un 81 % de la generación de electricidad, y una mejora de la eficiencia energética que suponga una disminución del 44 % del consumo de energía final. Asimismo, cabe reseñar que, de los recursos que han sido asignados a nuestro país en el contexto del programa europeo NGEU, un 42 % se destinará específicamente a distintas iniciativas vinculadas con la transición ecológica; entre otras, al plan de rehabilitación de vivienda y regeneración urbana, al plan de choque de movilidad sostenible, segura y conectada en entornos urbanos y metropolitanos, y al despliegue e integración de energías renovables.

### Evidencia:

*Existe consenso entre la comunidad científica sobre el hecho de que la península ibérica podría verse sensiblemente afectada por los riesgos físicos asociados al cambio climático, y que este*

<sup>94</sup> El documento definitivo deberá presentarse no más tarde del 30 de junio de 2024, teniendo en cuenta las recomendaciones de la [Comisión Europea](#) que se publicaron el pasado 18 de diciembre de 2023.

*impacto sería muy heterogéneo por regiones.* La considerable intensidad y asimetría del posible impacto del calentamiento global en nuestro país se pone de manifiesto, por ejemplo, en el , elaborado por la Comisión Europea.

- De manera complementaria a estos estudios, en los últimos años el Banco de España ha venido desarrollando una intensa agenda de investigación que busca profundizar en las muy diversas implicaciones del cambio climático, de la degradación medioambiental y de la transición ecológica en la economía española.
- En el marco de esta agenda analítica cabe destacar, por un lado, los trabajos que valoran el posible impacto macrofinanciero en nuestro país de distintos riesgos físicos, como los que se podrían derivar de las **sequías y olas de calor severas**, de los **incendios forestales**, de las **inundaciones**, del incremento de la aridez<sup>95</sup> y de la **degradación de los ecosistemas**. Por otro lado, en el contexto de los riesgos de transición, se han analizado los impactos sobre la economía española —a escala sectorial y agregada— que resultarían de un aumento de los costes de emisión<sup>96</sup>, así como del establecimiento de un mecanismo de ajuste de carbono en frontera<sup>97</sup>.
- En conjunto, estos trabajos apuntan, de manera generalizada, a que el impacto de los riesgos físicos y de transición sobre las dinámicas de la actividad, del empleo, de los precios y del crédito en la economía española no sería despreciable. Además, estos impactos serían muy heterogéneos por regiones, sectores, empresas y **hogares**, y tendrían una considerable incidencia para ciertos colectivos dentro de estos grupos.

#### Áreas en las que incidir:

*Para abordar los enormes desafíos que plantea el calentamiento global y la transición energética y ecológica, y para cumplir con los ambiciosos objetivos medioambientales a los que nuestro país se ha comprometido, todas las políticas y todos los agentes económicos deberían contribuir muy activamente.* En este sentido, los dos últimos Informes Anuales del Banco de España (**capítulo 4 del Informe Anual 2021** y **capítulo 4 del Informe Anual 2022**) analizan detalladamente qué papel habrían de desempeñar las distintas políticas económicas en este ámbito. A continuación se resumen algunos de los principales mensajes recogidos en estos documentos:

- **Los gobiernos deben jugar un papel protagonista** en todo este proceso, no solo porque gozan de la necesaria legitimidad democrática para marcar la hoja de ruta, sino también porque disponen del conjunto de instrumentos más amplio y adecuado para alcanzar los objetivos propuestos. En particular, a través de la imposición medioambiental, de la inversión pública y de la regulación de la actividad económica, las políticas públicas han de ser la palanca

<sup>95</sup> Broto y Hubert (2024).

<sup>96</sup> Veiga-Duarte, Hurtado, Aguilar, Quintana y Menéndez-Álvarez (2024).

<sup>97</sup> Delgado, Quintana y Santabárbara (2024).

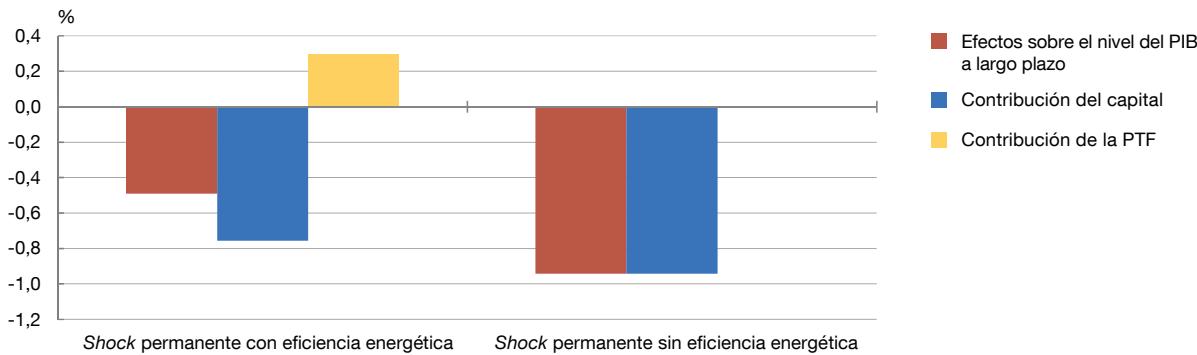
fundamental con la que impulsar la transición ecológica. En cualquier caso, es esencial que estas políticas aporten certidumbre a los agentes económicos y que mitiguen el mayor impacto adverso que este proceso transformacional tendrá sobre los colectivos más vulnerables.

- **La transformación energética de la economía precisará, entre otras actuaciones, del despliegue masivo de fuentes de energía renovables en las próximas décadas.** El impulso a las renovables plantea, entre otros desafíos, un considerable reto tecnológico, ya que algunas de las tecnologías verdes se encuentran actualmente en una fase de desarrollo inicial o tienen un coste que aún no es competitivo. Pero, además, provocará un incremento sustancial de la demanda de algunas materias primas —como las tierras raras— que son escasas en la UE. En este sentido, su importación de terceros países podría generar nuevas dependencias externas. En cualquier caso, cabe destacar que España disfruta de condiciones climáticas muy favorables para el desarrollo de fuentes energéticas renovables para la generación eléctrica. En particular, según la base de datos [ENSPRESO](#), de la Comisión Europea, es el segundo país de la UE con mayor potencial de producción de energía eólica terrestre y el primero en energía solar. En este contexto, y en los últimos 5 años, la capacidad instalada eólica y solar en España ha aumentado en 8 gigavatios (GW) y 19 GW, respectivamente, hasta alcanzar los 31 GW y 24 GW. En el año 2030 se espera tener instalados 62 GW de eólica y 76 GW de solar.
- **De cualquier manera, al margen del despliegue de las energías renovables, también será indispensable mejorar las interconexiones energéticas dentro de la UE y apostar decididamente por las ganancias de eficiencia energética.** Mejorar la eficiencia energética no solo contribuirá a alcanzar los objetivos climáticos, sino que también ayudará a que el impacto negativo sobre la actividad de la transición ecológica sea menor. A este respecto, una investigación reciente del Banco de España (Domínguez-Díaz, Hurtado y Urtasun, 2024) ha cuantificado el impacto sobre el PIB potencial de la economía española de un incremento permanente del 30 % en los costes de la energía importada. Los resultados de este trabajo ponen de manifiesto que, en respuesta a esta perturbación, una mayor inversión por parte de las empresas para mejorar su eficiencia energética podría reducir a la mitad el impacto del *shock* sobre el PIB potencial (véase gráfico 2.13). Este menor impacto sobre el PIB a largo plazo se explicaría, principalmente, por el hecho de que una mayor inversión en eficiencia energética se traduciría en ganancias de productividad que, a su vez, mitigarían la caída de la inversión privada en capital.
- **La transición ecológica también supone un reto considerable para los bancos centrales y el sistema financiero, en la medida en que este profundo cambio estructural podría afectar de forma muy significativa a la conducción de la política monetaria y suponer considerables riesgos para la estabilidad financiera.** Todo ello exige que los bancos centrales actúen de manera decidida, tanto en el análisis de las implicaciones económicas y financieras del cambio climático como en materia de regulación de las entidades financieras y de supervisión prudencial. En este sentido, si bien aún queda mucho por hacer, en los últimos años se han producido algunos avances reseñables.

Gráfico 2.13

## La eficiencia energética redonda en un menor impacto sobre la actividad de un aumento de los precios energéticos

2.13.a El impacto en el PIB del aumento de los precios energéticos con y sin eficiencia energética (a)



FUENTE: Banco de España.

a. Resultados del modelo EGGEM acerca del impacto sobre el PIB potencial de España de un incremento permanente del 30 % en los costes de la energía importada, según si se invierte o no en ganancias de eficiencia energética. Aunque en el modelo EGGEM el largo plazo se alcanza de manera muy lenta a lo largo de más de cien años, en 2050 se habría completado más del 80 % de la transición. Para más detalles, véase Domínguez-Díaz, Hurtado y Urtasun (2024).



- En el ámbito de la política monetaria, el Banco Central Europeo (BCE) decidió, en julio de 2022, orientar sus programas de compras de bonos corporativos hacia emisores con mejor comportamiento climático<sup>98</sup>. Asimismo, se anunció un límite a la proporción de activos emitidos por entidades con una elevada huella de carbono que pueden ser utilizados como garantía por entidades de contrapartida individuales para obtener financiación del Eurosistema y se incluyeron consideraciones climáticas en los requisitos de divulgación de información. Todas estas decisiones se encuentran en línea con el plan de actuación climática del BCE, publicado junto con el anuncio de la revisión de la estrategia de política monetaria en 2021<sup>99</sup>.
- En el ámbito de la estabilidad financiera, se han desarrollado pruebas de resistencia para evaluar el impacto en la solvencia y rentabilidad de las entidades bancarias de una transición hacia una economía más verde<sup>100</sup>.
- En materia de supervisión, el BCE ha realizado un seguimiento específico de las debilidades detectadas en la revisión temática sobre los riesgos climáticos y

<sup>98</sup> Véase “El BCE adopta nuevas medidas para incorporar el cambio climático en sus operaciones de política monetaria”, nota de prensa de 4 de julio de 2022. Los detalles sobre el proceso de descarbonización de las tenencias de bonos corporativos se publicaron en una nota de prensa posterior, “El BCE detalla cómo se propone descarbonizar sus tenencias de bonos corporativos”, el 19 de septiembre de 2022. Más adelante, tras la decisión del Consejo de Gobierno de comenzar a reducir el tamaño de la cartera del programa de compras de activos (APP), se anunció que las compras de bonos corporativos durante el período de reinversiones parciales se orientarían de forma más pronunciada hacia los emisores con mejor comportamiento climático (véase “El BCE ha decidido las modalidades detalladas para reducir las tenencias de valores en el marco del programa de compras de activos”, nota de prensa de 2 de febrero de 2023).

<sup>99</sup> Véase “El BCE presenta un plan de actuación para incluir consideraciones climáticas en su estrategia de política monetaria”, nota de prensa de 8 de julio de 2021.

<sup>100</sup> Para España, véanse los últimos resultados publicados en el primer *Informe bienal de riesgos del cambio climático para el sistema financiero* de la AMCESFI. A escala europea, véase *The Road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy*.

medioambientales llevada a cabo en 2022, que ha resultado en la imposición de requerimientos cualitativos a aquellas entidades significativas que siguen presentando deficiencias severas en sus análisis de materialidad y del entorno de negocio. Además, el BCE ha realizado inspecciones *in situ* relacionadas con los riesgos climáticos y medioambientales y ha analizado la información sobre estos riesgos que las entidades significativas publicaron por primera vez bajo los estándares de Pilar 3 en el primer semestre de 2023. Por su parte, el Banco de España ha continuado evaluando los avances de las entidades menos significativas en la implementación de sus expectativas supervisoras sobre la gestión de estos riesgos, incorporando los resultados de esta evaluación en el diálogo supervisor y las recomendaciones emitidas en el marco del proceso de revisión y evaluación supervisora.

## Bibliografía

- Acemoglu, Daron, Simon Johnson y James A. Robinson. (2005). "Chapter 6. Institutions as a fundamental cause of long-run growth". En Philippe Aghion y Steven N. Durlauf (eds.), *Handbook of Economic Growth*. North-Holland, 1 (part A), pp. 385-472. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01006-3](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01006-3)
- Adhvaryu, Achyuta, Teresa Molina y Anant Nyshadham. (2022). "Expectations, Wage Hikes and Worker Voice". *The Economic Journal*, 132(645), pp. 1978-1993. <https://doi.org/10.1093/ej/ueac001>
- Aguilar, Eduardo, Mario Alloza, Tamara de la Mata, Enrique Moral-Benito, Íñigo Portillo-Pampin y David Sarasa-Flores. (2023). "Una primera caracterización de las empresas receptoras de fondos NGEU en España". Documentos Ocasionales, 2321, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/35653>
- Albrizio, Silvia, y José Federico Geli. (2021). "Un análisis empírico de los factores que pueden potenciar la efectividad del programa Next Generation EU". *Boletín Económico - Banco de España*, 4/2021, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/19031>
- Alesina, Alberto, y Dani Rodrik. (1994). "Distributive Politics and Economic Growth". *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), pp. 465-490. <https://doi.org/10.2307/2118470>
- Alloza, Mario, Javier Andrés, Pablo Burriel, Iván Kataryniuk, Javier J. Pérez y Juan Luis Vega. (2021). "La reforma del marco de gobernanza de la política fiscal de la Unión Europea en un nuevo entorno macroeconómico". Documentos Ocasionales, 2121, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/17552>
- Alloza, Mario, Danilo Leiva-León y Alberto Urtasun. (2022). "La respuesta de la inversión privada a un incremento de la inversión pública". *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21135>
- Alloza, Mario, Jorge Martínez, Juan A. Rojas y Iacopo Varotto. (2024). "La dinámica de la deuda pública: una perspectiva estocástica aplicada al caso español". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.
- Almunia, Miguel, y David López-Rodríguez. (2018). "Under the Radar: The Effects of Monitoring Firms on Tax Compliance". *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(1), pp. 1-38. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.20160229>
- Álvarez-Román, Laura, Sergio Mayordomo, Carles Vergara-Alert y Xavier Vives. (2023). "Climate Risk, Soft Information, and Credit Supply". CEPR Discussion Paper, 18661, Centre for Economic Policy Research. <https://cepr.org/publications/dp18661>
- Andersson, Malin, Stephen Byrne, Lorenz Emter, Belén González Pardo, Valerie Jarvis y Nico Zorell. (2023). "Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP". *ECB Economic Bulletin*, 3/2023. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202303\\_02~3404c284d0.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202303_02~3404c284d0.en.html)
- Anghel, Brindusa, Henrique Basso, Olympia Bover, José María Casado, Laura Hospido, Mario Izquierdo, Iván A. Kataryniuk, Aitor Lacuesta, José Manuel Montero y Elena Vozmediano. (2018). "La desigualdad de la renta, el consumo y la riqueza en España". Documentos Ocasionales, 1806, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8774>
- Anghel, Brindusa, Olympia Bover, Laura Hospido, Julio Ortega y Ana Regil. (2023). "Inequality in Spain: 2005-2021". Country Studies: Inequalities in Europe and North America. A parallel study to the IFS Deaton Review, Institute for Fiscal Studies. <https://ifs.org.uk/inequality/wp-content/uploads/2023/11/Inequality-in-Spain.pdf>
- Anghel, Brindusa, y Aitor Lacuesta. (2020). "Envejecimiento, productividad y situación laboral". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2020, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10529>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2020). "Estudio de beneficios fiscales". <https://www.airef.es/es/estudios/estudio-beneficios-fiscales/>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2022). "1ª Opinión Ingreso Mínimo Vital". Opinión 1/22. <https://www.airef.es/wp-content/uploads/2022/08/IMV/OPINION-AIREF-IMV.pdf>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2023a). "2ª Opinión Ingreso Mínimo Vital". Opinión 2/23. [https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/06/IMV/230615.-Opinio%CC%81n.-Segunda-Opinio%CC%81n-IMV\\_AIReF.pdf](https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/06/IMV/230615.-Opinio%CC%81n.-Segunda-Opinio%CC%81n-IMV_AIReF.pdf)
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2023b). "Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo: La incidencia de la demografía". Opinión 1/23. [https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/03/OPINI%C3%93N-SOSTENIBILIDAD/AIReF-2023\\_Opinion-sostenibilidad-de-las-AAPP-largo-plazo.pdf](https://www.airef.es/wp-content/uploads/2023/03/OPINI%C3%93N-SOSTENIBILIDAD/AIReF-2023_Opinion-sostenibilidad-de-las-AAPP-largo-plazo.pdf)

Autoridad Macroprudencial Consejo de Estabilidad Finaciera. (2023). *Informe Bienal de Riesgos del Cambio Climático para el Sistema Financiero*, 1. [https://www.amcesfi.es/f/webwam/RCL/Publicaciones/archivos/AMCESFI\\_Informe\\_Cambio\\_Climatico\\_2023.pdf](https://www.amcesfi.es/f/webwam/RCL/Publicaciones/archivos/AMCESFI_Informe_Cambio_Climatico_2023.pdf)

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 Central Europeo. (2024). *Statement by the ECB Governing Council on advancing the Capital Markets Union*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.pr240307-76c2ab2747.en.html>

Banco de España. (2019). "Capítulo 4. Consecuencias económicas de los cambios demográficos". En Banco de España, *Informe Anual 2018*, pp. 227-272. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10080>

Banco de España. (2022). "Capítulo 4. La economía española ante el reto climático". En Banco de España, *Informe Anual 2021*, pp. 245-301. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21108>

Banco de España. (2023a). "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. (2023b). "Capítulo 4. España y la Unión Europea frente a la crisis energética: ajuste a corto plazo y retos pendientes". En Banco de España, *Informe Anual 2022*, pp. 201-239. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29658>

Banco de España. (2024a). *Informe de Estabilidad Financiera. Primavera 2024*. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/36417>

Banco de España. (2024b). "Informe trimestral y proyecciones macroeconómicas de la economía española. Marzo de 2024". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1. <https://doi.org/10.53479/36172>

Barro, Robert J. (2001). "Human Capital and Growth". *American Economic Review*, 91(2), pp. 12-17. <https://doi.org/10.1257/aer.91.2.12>

Basso, Henrique, Ourania Dimakou y Myroslav Pidkuyko. (2023). "How Inflation Varies Across Spanish Households". Documentos Opcionales, 2307, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29792>

Battaglia, Marianna, y Lara Lebedinski. (2022). "With a little help from my friends: Medium-Term effects of a remedial education program targeting Roma minority". *Economics of Education Review*, 86, 102196. <https://doi.org/10.1016/j.econedurev.2021.102196>.

Becker, Sascha O., Katrin Boeckh, Christa Hainz y Ludger Woessmann. (2016). "The empire is dead, long live the empire! Long-run persistence of trust and corruption in the bureaucracy". *The Economic Journal*, 126 (590), pp. 40-74. <https://doi.org/10.1111/eco.12220>

Bentolila, Samuel, Antonio Cabrales y Marcel Jansen. (2024). "Does Dual Vocational Education and Training Pay Off?". De próxima publicación.

Blanchet, Thomas, Lucas Chancel y Amory Gethin. (2022). "Why Is Europe More Equal than the United States?". *American Economic Journal: Applied Economics*, 14 (4), pp. 480-518. <https://doi.org/10.1257/app.20200703>

Blanco, Roberto, y Sergio Mayordomo. (2023). "Evidencia sobre el alcance de los programas de garantías públicas y de ayudas directas a las empresas españolas implementados durante la crisis del COVID 19". Documentos Opcionales, 2317, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/33192>

Bloom, Nicholas, y John Van Reenen. (2007). "Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries". *The Quarterly Journal of Economics*, 122(4), pp. 1351-1408. <https://doi.org/10.1162/qjec.2007.122.4.1351>

Bover, Olympia, Laura Hospido y Ernesto Villanueva. (2024). "The Impact of High School Financial Education on Financial Knowledge and Saving Choices". *Journal of Human Resources*, 59(2). <https://doi.org/10.3368/jhr.0720-11049R2>

Broto, Carmen, y Olivier Hubert. (2024). "Desertification in Spain: Is there any impact on credit to firms?". De próxima publicación.

Burriel, Pablo, Iván Kataryniuk y Javier J. Pérez. (2022). "Computing the EU'S SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool". Documentos Opcionales, 2210, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21159>

Cabrales, Antonio, Maia Güell, Rocío Madera y Analía Viola. (2020). "Income contingent university loans: Policy design and an application to Spain". *Economic Policy*, 34(99), pp. 479-521. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiz010>

- Card, David. (2008). "Returns to Schooling". *The New Palgrave Dictionary of Economics*, pp. 1-11. [https://doi.org/10.1057/978-1-349-95121-5\\_2574-1](https://doi.org/10.1057/978-1-349-95121-5_2574-1)
- Castellanos, María Alexandra. (2023). "Inmigration, parenthood and child penalties". Job Market Paper. [https://www.dropbox.com/s/u7xul0la2v9u19y/MCastellanos\\_Imm\\_ChildPenalty.pdf?dl=0](https://www.dropbox.com/s/u7xul0la2v9u19y/MCastellanos_Imm_ChildPenalty.pdf?dl=0)
- Cobreros, Lucía, Sandra García-Uribe y Marina Gómez. (2023). "Las cuentas distributivas: una herramienta para el seguimiento de la distribución de componentes de la riqueza y de la deuda de los hogares". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 02. <https://doi.org/10.53479/33812>
- Comisión Europea. (2012). "The 2012 Ageing Report: Economic and Budgetary Projections for the EU Member States (2010-2060)". *European Economy*, 2/2012. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2012/pdf/ee-2012-2\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2012/pdf/ee-2012-2_en.pdf)
- Comisión Europea. (2018). *2018 Annual Report of the European Fiscal Board*. [https://commission.europa.eu/publications/2018-annual-report-european-fiscal-board\\_en](https://commission.europa.eu/publications/2018-annual-report-european-fiscal-board_en)
- Comisión Europea. (2021). "The 2021 Ageing Report: Economic and budgetary projections for the EU Member States (2019-2070)". Institutional Paper, 148. <https://data.europa.eu/doi/10.2765/84455>
- Comisión Europea. (2023). "Commission Recommendation, Assessment (SWD) and Factsheet of the draft updated National Energy and Climate Plan of Spain". [https://commission.europa.eu/publications/commission-recommendation-assessment-swd-and-factsheet-draft-updated-national-energy-and-climate-5\\_en#details](https://commission.europa.eu/publications/commission-recommendation-assessment-swd-and-factsheet-draft-updated-national-energy-and-climate-5_en#details)
- Comisión Europea. (2024a). "2024 Ageing Report. Economic & budgetary projections for the EU Member States (2022-2070)". Institutional Paper, 279. [https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/971dd209-41c2-425d-94f8-e3c3c3459af9\\_en?filename=ip279\\_en.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/971dd209-41c2-425d-94f8-e3c3c3459af9_en?filename=ip279_en.pdf)
- Comisión Europea. (2024b). "Ninth report on economic, social and territorial cohesion". Jorge Durán Laguna (ed.), Publications Office of the European Union. [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/sources/reports/cohesion9/9CR\\_Report\\_FINAL.pdf](https://ec.europa.eu/regional_policy/sources/reports/cohesion9/9CR_Report_FINAL.pdf)
- Comité de Personas Expertas. (2022). *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*. Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda y Función Pública. [https://www.ief.es/docs/investigacion/comiteexpertos/LibroBlancoReformaTributaria\\_2022.pdf](https://www.ief.es/docs/investigacion/comiteexpertos/LibroBlancoReformaTributaria_2022.pdf)
- Correia, Isabel. (2010). "Consumption Taxes and Redistribution". *American Economic Review*, 100(4), pp. 1673-1694. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/aer.100.4.1673>
- Crespo, Laura, Angela Denis y Juan Francisco Jimeno. (2023). "El estado de salud de la población en edad de jubilación: una primera aproximación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 04. <https://doi.org/10.53479/34872>
- Criscuolo, Chiara, Peter Gal, Timo Leidecker y Giuseppe Nicoletti. (2021). "The human side of productivity: Uncovering the role of skills and diversity for firm productivity". OECD Productivity Working Papers, 29, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. <https://doi.org/10.1787/5f391ba9-en>
- Cuadrado, Pilar, Alejandro Fernández-Cerezo, José Manuel Montero y Francisco José Rodríguez. (2023). "El impacto del envejecimiento poblacional sobre la evolución de la tasa de actividad en España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 12. <https://doi.org/10.53479/33476>
- Cuadrado, Pilar, Mario Izquierdo, José Manuel Montero, Enrique Moral-Benito y Javier Quintana. (2022). "El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia". Documentos Ocasionales, 2208, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/21016>
- Daniele, Gianmarco, Arnstein Aassve y Marco Le Moglie. (2023). "Never forget the first time: The persistent effects of corruption and the rise of populism in Italy". *The Journal of Politics*, 85 (2). <https://doi.org/10.1086/723019>
- De la Fuente, Ángel (coord.), Mercedes Ayuso, José Ignacio Conde-Ruiz, Enrique Devesa, Javier Díaz-Giménez, Julián Díaz-Saavedra, Rafael Doménech, Inmaculada Domínguez-Fabián, Luisa Fuster, Miguel Ángel García-Díaz, José Antonio Herce, Sergi Jiménez, José María Marín Vigueras, Concepció Patxot, Alfonso Sánchez-Martín y Felipe Serrano. (2023). "Notas sobre las proyecciones de gasto en pensiones del MISSMI". *Estudios sobre la Economía Española*, 2023/31, Fedea. [https://documentos.fedea.net/pubs/eee/2023/eee2023-31.pdf?utm\\_source=wordpress&utm\\_medium=actualidad&utm\\_campaign=estudio&\\_gl=1\\*16qjk3x\\*\\_ga\\*MTEzODcyMDcxOC4xNjY5ODI2MDU2\\*\\_ga\\_K71EGLC8JC\\*MTY5OTI4NjM2Mi40LjAuMTY5OTI4NjM2Mi4wLjAuMA..&\\_ga=2.65175470.1671895838.1699286362-1138720718.1669826056](https://documentos.fedea.net/pubs/eee/2023/eee2023-31.pdf?utm_source=wordpress&utm_medium=actualidad&utm_campaign=estudio&_gl=1*16qjk3x*_ga*MTEzODcyMDcxOC4xNjY5ODI2MDU2*_ga_K71EGLC8JC*MTY5OTI4NjM2Mi40LjAuMTY5OTI4NjM2Mi4wLjAuMA..&_ga=2.65175470.1671895838.1699286362-1138720718.1669826056)
- Deleidi, Matteo. (2022). "Quantifying multipliers in Italy: does fiscal policy composition matter?". *Oxford Economic Papers*, 74 (2), pp. 359-381. <https://doi.org/10.1093/oep/gpab028>

- Delgado, Mar, Javier Quintana y Daniel Santabárbara. (2024). "Carbon Pricing, Border Adjustment and Renewable Energy Investment: a Network Approach". De próxima publicación.
- Dijkstra, Lewis, Hugo Poelman y Andrés Rodríguez-Pose. (2020). "The geography of EU discontent". *Regional Studies*, 54(6), pp. 737-753. <https://doi.org/10.1080/00343404.2019.1654603>
- Domínguez-Díaz, Rubén, Samuel Hurtado y Carolina Menéndez. (2024). "The medium-term effects of investment stimulus". Documentos de Trabajo, 2402, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/35913>.
- Domínguez-Díaz, Rubén, Samuel Hurtado y Alberto Urtasun. (2024). "Energy transition and vulnerability to external shocks: simulations with an endogenous growth model". Working Papers, Banco de España. Forthcoming.
- Emambakhsh, Tina, Maximilian Fuchs, Simon Kordel, Charalampos Kouratzoglou, Chiara Lelli, Riccardo Pizzeghello, Carmelo Salleo y Martina Spaggiari. (2023). "The Road to Paris: Stress Testing the Transition Towards a Net-Zero Economy". ECB Occasional Paper, 2023/328, European Central Bank. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4564374>
- Fernández-Cerezo, Alejandro, y Mario Izquierdo. (2024). "Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: primer trimestre de 2024". *Boletín Económico - Banco de España*, 2024/T1, 08. <https://doi.org/10.53479/36151>
- Fernández-Cerezo, Alejandro, Enrique Moral-Benito y Javier Quintana. (2023). "A production network model for the Spanish economy with an application to the impact of NGEU funds". Documentos de Trabajo, 2305, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/27333>
- Fondo Monetario Internacional. (2021). "Boosting productivity in the aftermath of COVID-19". <https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2021/061021.pdf>
- Foster, Lucia, John C. Haltiwanger y C. J. Krizan. (2001). "Aggregate Productivity Growth. Lessons from Microeconomic Evidence". *New Developments in Productivity Analysis*, University of Chicago Press, pp. 303-372. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c10129/c10129.pdf>
- Fuster, Luisa. (2022). "Macroeconomic and distributive effects of increasing taxes in Spain". *SERIEs*, 13, pp. 613-648. <https://doi.org/10.1007/s13209-022-00269-5>
- García-Miralles, Esteban. (2023). "Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 15. <https://doi.org/10.53479/29651>
- García-Miralles, Esteban, y Jorge Martínez Pagés. (2023). "Los ingresos públicos tras la pandemia: residuos fiscales e inflación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 16. <https://doi.org/10.53479/29732>
- García-Posada Gómez, Miguel, y Raquel Vegas Sánchez. (2018). "Bankruptcy reforms in the midst of the Great Recession: The Spanish experience". *International Review of Law and Economics*, 55, pp. 71-95. <https://doi.org/10.1016/j.irle.2018.04.001>
- 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>
- Gershenson, Seth, Cassandra M. D. Hart, Joshua Hyman, Constance A. Lindsay y Nicholas W. Papageorge. (2022). "The Long-Run Impacts of Same-Race Teachers". *American Economic Journal: Economic Policy*, 14 (4), pp. 300-342. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.20190573>
- Giovanni, Julian Di, Manuel García-Santana, Priit Jeenä, Enrique Moral-Benito y Josep Pijoan Mas. (2022). "Buy Big or Buy Small? Procurement Policies, Firms' Financing and the Macroeconomy". Documentos de Trabajo, 2233, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/23361>
- Grébol, Ricard, Margarita Machelett, Jan Stuhler y Ernesto Villanueva. (2024). "Educational inequality in Spain". Banco de España. De próxima publicación.
- Grossman, Herschell I. (1991). "A General Equilibrium Model of Insurrections". *The American Economic Review*, 81(4), pp. 912-921. <http://www.jstor.org/stable/2006650>
- Guner, Nezih, Ezgi Kaya y Virginia Sánchez Marcos. (2024). "Labor Market Institutions and Fertility". *Internacional Economic Review*. De próxima publicación. <https://www.cemfi.es/~guner/Labor-Market-Institutions-and-Fertility-July-2023.pdf>
- Guner, Nezih, Martin Lopez-Daneri y Gustavo Ventura. (2023). "The looming fiscal reckoning: Tax distortions, top earners, and revenues". *Review of Economic Dynamics*, 50, pp. 146-170. <https://doi.org/10.1016/j.red.2023.07.003>

- Heckman, James J., Lance J. Lochner y Petra E. Todd. (2006). "Chapter 7. Earnings Functions, Rates of Return and Treatment Effects: The Mincer Equation and Beyond". *Handbook of the Economics of Education*, 1, pp. 307-458. [https://doi.org/10.1016/S1574-0692\(06\)01007-5](https://doi.org/10.1016/S1574-0692(06)01007-5)
- Hernández de Cos, Pablo, y Javier J. Pérez. (2015). "Reglas fiscales, disciplina presupuestaria y corresponsabilidad fiscal". *Papeles de Economía Española*, 143. <https://www.funcas.es/articulos/reglas-fiscales-disciplina-presupuestaria-y-corresponsabilidad-fiscal/>
- Hertz, Tom, Tamara Jayasundera, Patrizio Piraino, Sibel Selcuk, Nicole Smith y Alina Verashchagina. (2008). "The Inheritance of Educational Inequality: International Comparisons and Fifty-Year Trends". *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 7(2). <https://doi.org/10.2202/1935-1682.1775>
- Hospido, Laura, Margarita Machelett, Myroslav Pidkuyko y Ernesto Villanueva. (2023). *Encuesta de Competencias Financieras (ECF) 2021: principales resultados y cambios desde 2016*. Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/34752>
- Instituto Nacional de Estadística. (2022). "Proyecciones de población. 2022-2072". [https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&cid=1254736176953&menu=ultiDatos&idp=1254735572981](https://www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&cid=1254736176953&menu=ultiDatos&idp=1254735572981)
- Izquierdo, Mario, Juan F. Jimeno y Aitor Lacuesta. (2016). "Spain: from massive immigration to vast emigration?". *IZA Journal of Migration*, 5 (10). <https://doi.org/10.1186/s40176-016-0058-y>
- Jansen, Marcel, y Aitor Lacuesta. (2024). "La educación post-obligatoria". En Antonio Cabrales e Ismael Sanz (coords.), *Economía de la Educación*. Fundación Areces. <https://www.fundacionareces.es/recursos/doc/portal/2024/04/23/economia-de-la-educacion.pdf#page=337>
- Krueger, Alan B., y Mikael Lindahl. (2001). "Education for Growth: Why and for Whom?". *Journal of Economic Literature*, 39 (4), pp. 1101-1136. <https://doi.org/10.1257/jel.39.4.1101>
- Lamas Rodríguez, Matías, Mari Luz García Lorenzo, Manuel Medina Magro y Gabriel Pérez-Quiros. (2023). "Impact of climate risk materialization and ecological deterioration on house prices in Mar Menor, Spain". *Scientific Reports*, 13, 11772. <https://doi.org/10.1038/s41598-023-39022-8>
- López Laborda, Julio, Carmen Marín González y Jorge Onrubia. (2024). "Observatorio sobre el reparto de los impuestos y las prestaciones entre los hogares españoles". Octavo informe-2021, Fedeia. <https://documentos.fedeia.net/pubs/eee/2024/eee2024-04.pdf>
- Lucas, Robert E. (1988). "On the mechanics of economic development". *Journal of Monetary Economics*, 22(1), pp. 3-42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- Lucas, Robert E. (1990). "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?". *The American Economic Review*, 80(2), pp. 92-96. <http://www.jstor.org/stable/2006549>
- Lucas, Robert E. (2015). "Human Capital and Growth". *American Economic Review*, 105 (5), pp. 85-88. <http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20151065>
- 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>
- Macnamara, Patrick, Myroslav Pidkuyko y Raffaele Rossi. (2023). "Taxing consumption in unequal economies". Documentos de Trabajo, 2331, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/34646>
- Martínez-Matute, Marta, y Ernesto Villanueva. (2023). "Task specialization and cognitive skills: evidence from PIAAC and IALS". *Review of Economics of the Household*, 21, pp. 59-93. <https://doi.org/10.1007/s11150-021-09587-2>
- Mathers, Colin D., Ritu Sadana, Joshua A. Salomon, Christopher J. L. Murray y Alan D. Lopez. (2001). "Healthy life expectancy in 191 countries, 1999". *The Lancet*, 357(9269), pp. 1685-1691. [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(00\)04824-8](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(00)04824-8)
- McGuigan, Martin, Sandra McNally y Gill Wyness. (2016). "Student awareness of costs and benefits of educational decisions: effects of an information campaign". *Journal of Human Capital*, 10(4), pp. 482-519. <https://www.journals.uchicago.edu/doi/10.1086/689551>
- Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. (2023). "Proyecciones del gasto público en pensiones en España." [https://www.inclusion.gob.es/documents/20121/3479582/Informe+Proyec\\_SS+2023\\_final.pdf](https://www.inclusion.gob.es/documents/20121/3479582/Informe+Proyec_SS+2023_final.pdf)
- Montalbán Castilla, José. (2019). "Financiación Universitaria: Desafíos y Soluciones Potenciales". *Estudios sobre la Economía Española*, 2019/16. Fedeia. [https://documentos.fedeia.net/pubs/eee/eee2019-16.pdf?gl=1\\*op4vfb\\*\\_ga\\*MTMxNDY1MTE2My4xNzEzMTgyNTE1\\*\\_ga\\_K71EGLC8JC\\*MTcxMzE4MjUxNC4xLjAuMTcxMzE4MjUxNC4wLjAuMA](https://documentos.fedeia.net/pubs/eee/eee2019-16.pdf?gl=1*op4vfb*_ga*MTMxNDY1MTE2My4xNzEzMTgyNTE1*_ga_K71EGLC8JC*MTcxMzE4MjUxNC4xLjAuMTcxMzE4MjUxNC4wLjAuMA)

- 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>
- Mora-Sanguinetti, Juan S., Javier Quintana, Isabel Soler y Rok Spruk. (2024). "The heterogenous effects of a higher volume of regulation: evidence from more than 200k Spanish norms". *Journal of Regulatory Economics*, 65, pp. 137-153. <https://doi.org/10.1007/s11149-023-09466-x>
- 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>
- Nguyen, Anh D. M., Luisanna Onnis y Raffaele Rossi. (2021). "The Macroeconomic Effects of Income and Consumption Tax Changes". *American Economic Journal: Economic Policy*, 13(2), pp. 439-466. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/pol.20170241>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2021). "Improving knowledge transfer and collaboration between science and business in Spain". OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, 122. <https://doi.org/10.1787/4d787b35-en>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2023a). *International Migration Outlook 2023*. <https://doi.org/10.1787/b0f40584-en>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2023b). "OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy". OECD Business and Finance Policy Papers, 39. <https://doi.org/10.1787/56003a32-en>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2023c). *Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/678055dd-en>
- Persson, Torsten, y Guido Tabellini. (1994). "Is Inequality Harmful for Growth?". *The American Economic Review*, 84(3), pp. 600-621. <http://www.jstor.org/stable/2118070>
- Ramey, Valerie A. (2020). "The macroeconomic consequences of infrastructure investment". Working Paper, 27625, National Bureau of Economic Research. [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w27625/w27625.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27625/w27625.pdf)
- Regueiro-Ons, Camila, y Beatriz González López-Valcárcel. (2023). "Los retos del sistema sanitario a la luz de la transición demográfica". En Funcas, *La economía española ante el reto demográfico*, pp. 112-131. Papeles de Economía Española, 176. <https://www.funcas.es/revista/la-economia-espanola-ante-el-reto-demografico/>
- Romer, Paul M. (1986). "Increasing returns and long-run growth". *Journal of Political Economy*, 94(5), pp. 1002-1037. [https://www.jstor.org/stable/1833190](http://www.jstor.org/stable/1833190)
- Solé-Ollé, Albert, y Pilar Sorribas-Navarro. (2018). "Trust no more? On the lasting effects of corruption scandals". *European Journal of Political Economy*, 55, pp. 185-203. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2017.12.003>
- Soria, Javier. (2022). "Intergenerational Mobility, Gender Differences and the Role of Out-Migration: New Evidence from Spain". <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4110960>
- Syverson, Chad. (2011). "What Determines Productivity?". *Journal of Economic Literature*, 49(2), pp. 326-365. <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jel.49.2.326>
- Veiga-Duarte, Rubén, Samuel Hurtado, Pablo A. Aguilar, Javier Quintana y Carolina Menéndez-Álvarez. (2024). "CATALIST: a new, bigger, better model for evaluating climate change transition risks at Banco de España". De próxima publicación.
- 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 2.1

### LOS EFECTOS HETEROGÉNEOS DE LA INFLACIÓN SOBRE LA RECAUDACIÓN POR IRPF

El elevado dinamismo de los ingresos públicos en España de los últimos cuatro años viene explicado, predominantemente, por el fuerte crecimiento de la recaudación procedente del impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF). Este incremento se debe, por un lado, al crecimiento real de la base tributaria (el número de empleados y de pensionistas) y, por otro, al crecimiento de la base nominal (los salarios, las prestaciones sociales y otras rentas de los hogares), que se está viendo impulsado por el episodio inflacionista<sup>1</sup>.

Además, el crecimiento nominal de la base del IRPF puede dar lugar a un incremento de los tipos medios efectivos del impuesto cuando los parámetros que determinan la cuota tributaria no se actualizan plenamente al ritmo de crecimiento de dicha base. Este efecto, denominado «progresividad en frío» (o, en la terminología anglosajona, *fiscal drag*), provoca que, ante incrementos de la renta en un determinado porcentaje, la cuota tributaria aumente en un porcentaje aún mayor. Esto es, implica que la elasticidad de la recaudación a la base (ERB) sea mayor de uno<sup>2</sup>.

En este recuadro se resumen los principales resultados de un trabajo de próxima publicación<sup>3</sup> que analiza el impacto de la progresividad en frío sobre la recaudación agregada, así como su efecto heterogéneo entre los hogares en función de su nivel de renta. Para ello, se utiliza la herramienta de microsimulación del IRPF desarrollada en el Banco de España<sup>4</sup>, basada en datos administrativos anonimizados de los declarantes del IRPF y en una modelización detallada de la normativa fiscal. Esta herramienta permite realizar simulaciones hipotéticas de cambios en la renta de los declarantes o en la normativa

aplicable y obtener resultados individuales para cada declarante de la muestra, así como resultados agregados para el conjunto de la economía.

En un primer ejercicio se estima la ERB de cada declarante en un contexto estático, en el que, dados unos microdatos y una normativa fiscal, se simula el impacto sobre la cuota tributaria de incrementar un 1 %, de manera homogénea, las distintas fuentes de renta de los declarantes. Con este ejercicio se calcula la progresividad en frío marginal (es decir, la que se produce ante aumentos pequeños de la renta) presente en el sistema fiscal, al margen de potenciales cambios normativos o del crecimiento observado de las rentas. De acuerdo con los resultados obtenidos, se estima una ERB agregada de 1,85. Es decir, un incremento de la renta de los hogares de un 1 % daría lugar a un incremento de la recaudación total de un 1,85 % en ausencia de actualizaciones de los parámetros fiscales<sup>5</sup>. Por ejemplo, para un declarante con una renta de 33.700 euros (perteneciente al percentil 77) y una cuota tributaria igual a 5.472 euros, un incremento de su renta del 1 % (337 euros) supondría un incremento de su cuota de alrededor de 101 euros (un incremento del 1,85 %). Esta elasticidad está en línea con las estimaciones disponibles para la media de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE)<sup>6</sup>.

El efecto progresividad en frío está determinado por dos mecanismos. El primero se produce por la pérdida de valor relativo de los beneficios fiscales (reducciones, deducciones y créditos fiscales), que no crecen proporcionalmente con la renta, al ser cuantías nominales fijas o al estar sujetas a límites superiores que no se actualizan. Se estima que un 58 % del efecto progresividad

1 Los factores que han determinado el incremento reciente de los ingresos públicos en España se documentan en el capítulo 1 de este Informe, así como en 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. Nótese que la recaudación por IRPF se define como la recaudación en términos de caja en un año. Esta, en su mayor parte, corresponde a retenciones y pagos fraccionados de las rentas de ese año. De este modo, la recaudación, las rentas que forman la base tributaria y el PIB al que contribuyen dichas rentas coinciden en el mismo año.

2 Más técnicamente, la ERB de cada individuo es igual a su tipo marginal efectivo (el tipo de gravamen que se aplica al último euro de renta recibida) dividido por su tipo medio efectivo (la cuota tributaria a pagar dividida por la renta total).

3 Sofía Balladares y Esteban García-Miralles. (2024). “Progresividad en frío. El impacto heterogéneo de la inflación sobre la recaudación por IRPF”. Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.

4 Olympia Bover, José María Casado, Esteban García-Miralles, José María Labeaga y Roberto Ramos. (2017). “Microsimulation tools for the evaluation of fiscal policy reforms at the Banco de España”. Documentos Ocasionales, 1707, Banco de España.

5 Esta estimación está basada en los últimos microdatos disponibles previos a la pandemia, de 2019, y en su normativa correspondiente, por lo que los resultados capturan el efecto de la normativa fiscal con independencia del crecimiento observado de las rentas o de los cambios normativos implementados con posterioridad. En cualquier caso, una simulación basada en la legislación de 2023 arroja una estimación similar, de 1,84. Además, se observa que la relación histórica entre el crecimiento de la base del impuesto y el de la recaudación neta de medidas para el período 2017-2022 son de la misma magnitud, 1,84.

6 Robert Price, Thai-Thanh Dang y Jarmila Botev. (2015). “Adjusting fiscal balances for the business cycle: New tax and expenditure elasticity estimates for OECD countries”. OECD Economics Department Working Papers, 1275, OECD Publishing.

## Recuadro 2.1

## LOS EFECTOS HETEROGRÉNEOS DE LA INFLACIÓN SOBRE LA RECAUDACIÓN POR IRPF (cont.)

en frío estaría determinado por este mecanismo, especialmente influido por la pérdida de valor relativo de la reducción por obtención de rendimientos del trabajo y del mínimo personal y familiar. El segundo mecanismo se produce porque los incrementos de renta se gravan con un tipo marginal superior al tipo medio de cada individuo, al estar los tramos de la escala progresiva de gravamen definidos en términos nominales y no verse incrementados, es decir, no deflactarse. Se estima que un 42 % del efecto progresividad en frío se debería a este segundo mecanismo. La importancia de estos dos mecanismos varía en función de la renta de los declarantes, como se ilustra a continuación.

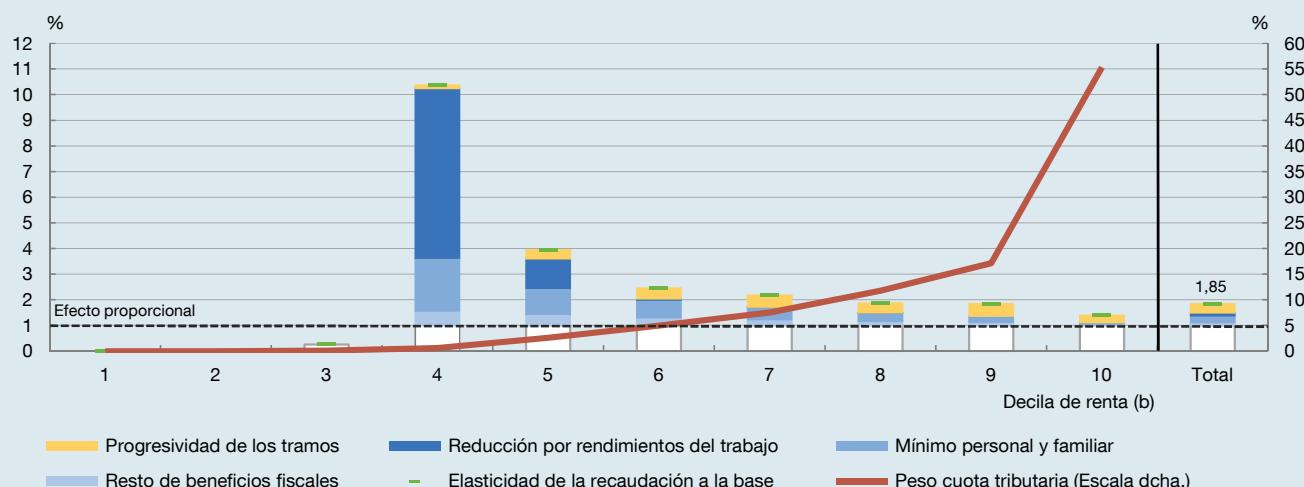
El gráfico 1 muestra que existen marcadas diferencias en la ERB de los declarantes en función de su renta total, con elasticidades cercanas a cero para los declarantes que se encuentran en la parte baja de la distribución y elasticidades elevadas en las rentas medias y medias-altas, que decrecen conforme se incrementa la renta.

Destacan las elevadas elasticidades en la parte central de la distribución y, en especial, la ERB superior a 10 de la

cuarta decila. Los declarantes situados en esta decila tienen rentas y cuotas tributarias reducidas, pero el incremento de su renta da lugar a aumentos relativos muy elevados en su cuota tributaria, causados casi exclusivamente por la pérdida de valor relativo de los beneficios fiscales, que suponen una parte muy importante en el cálculo de su cuota tributaria. Por otro lado, los declarantes de las deciles superiores tienen elasticidades más reducidas que las de las rentas medias, siendo la ERB igual a 1,8 en la novena decila y a 1,4 en la décima decila. Para estas deciles, el efecto progresividad en frío está causado en mayor medida por la progresividad de las escalas de gravamen<sup>7</sup>. Cabe señalar que estas dos deciles aportan un 17,2 % y un 55,4 %, respectivamente, de la recaudación agregada del IRPF, por lo que su peso en la ERB agregada es muy relevante.

En términos generales, el efecto progresividad en frío provoca una reducción de la desigualdad de la renta en la medida en que supone un incremento generalizado de los tipos medios efectivos a lo largo de toda la distribución de la renta. Dado que el IRPF tiene un diseño progresivo, mayores tipos medios a lo largo de la distribución suponen mayor redistribución. En concreto, tanto el índice de Gini

Gráfico 1  
Distribución de la elasticidad de la recaudación a la base (ERB) (a)



FUENTES: Ministerio de Hacienda (Instituto de Estudios Fiscales) y Banco de España.

- a La ERB se define como el cambio porcentual en la cuota tributaria que se produce como resultado de un aumento de la base sujeta a un gravamen del 1 %.  
 b La ERB media de cada decila se calcula como la media ponderada por el peso de cada individuo en la recaudación total, de manera que la media de las deciles ponderada por su contribución a la recaudación total coincide con la ERB total para el conjunto de los declarantes.

7 Para estos declarantes, los beneficios fiscales suponen una parte muy pequeña de su base. Por ello, el efecto de los tramos de gravamen es el principal mecanismo causante de su ERB. Esto es así a pesar de que la escala de gravamen de la base imponible se aplana en los tramos superiores y de que la escala de gravamen de la base del ahorro (más relevante para las rentas altas) es menos progresiva.

## Recuadro 2.1

## LOS EFECTOS HETEROGRÉNEOS DE LA INFLACIÓN SOBRE LA RECAUDACIÓN POR IRPF (cont.)

como la ratio 90:10 de la renta después de impuestos indican una distribución menos desigual cuando las rentas se incrementan de manera homogénea y la normativa fiscal no cambia<sup>8</sup>. No obstante, cabe señalar que, si bien la capacidad redistributiva del impuesto se ve incrementada, su progresividad, esto es, la diferencia entre los tipos medios efectivos de rentas altas y bajas, disminuye ligeramente<sup>9</sup>.

En un segundo ejercicio, se cuantifica el impacto de la progresividad en frío en la coyuntura actual, en la que las rentas nominales de los hogares están creciendo con fuerza y los parámetros que determinan la cuota que se ha de pagar del IRPF no se han actualizado plenamente, pese a algunas reformas en los últimos años<sup>10</sup>. El ejercicio consiste en actualizar los microdatos de manera homogénea sobre la base del crecimiento observado o proyectado de las diferentes fuentes de renta bruta de los declarantes (del trabajo, del capital, del autoempleo)<sup>11</sup>, así como en incorporar la legislación vigente en cada año o una legislación hipotética en la que se hubiesen actualizado los parámetros fiscales, y calcular la recaudación resultante.

El gráfico 2 muestra que el efecto progresividad en frío está siendo cuantitativamente relevante en el período reciente. En concreto, se estima que del incremento

observado en la ratio de recaudación por IRPF sobre PIB entre 2019 y 2023<sup>12</sup> (de un 6,9% a un 8,5%), el efecto progresividad en frío explicaría aproximadamente la mitad, y el incremento restante lo explicaría principalmente el mayor crecimiento de la base tributaria del IRPF respecto al crecimiento del PIB. Asimismo, se estima que los tipos medios efectivos se habrían elevado desde el 12,8% en 2019 hasta el 14,7% en 2023; un 70% de dicho incremento lo causaría el efecto progresividad en frío. Esta estimación se realiza comparando la recaudación estimada para 2023, dada la normativa vigente con la que se obtiene, para ese mismo año, en una simulación en la que los parámetros del IRPF se hubiesen actualizado cada año entre 2019 y 2023 utilizando el IPC observado en el año anterior<sup>13</sup>.

En los próximos años, si no se produjese cambios normativos que actualizasen los parámetros del IRPF, el efecto progresividad en frío continuará teniendo un impacto significativo en la recaudación. En particular, se estima que, si la normativa del IRPF se mantuviese inalterada con respecto a la vigente en 2023 (incorporando la reciente reforma de la reducción por obtención de rendimientos de trabajo, que afectaría a partir de 2024) y los diferentes componentes de las rentas de los hogares creciesen de manera homogénea de acuerdo con las previsiones macroeconómicas del cuarto trimestre de 2023 del Banco de España, la recaudación por IRPF podría alcanzar el 9%

- 8 El índice de Gini se define como el área entre la curva de Lorenz (que muestra el porcentaje acumulado de la renta) y una recta con 45 grados de pendiente (que se correspondería con una distribución totalmente igualitaria de la renta). La ratio 90:10 es el cociente entre la renta del 10% más rico de la distribución y la del 10% más pobre.
- 9 Este resultado es coherente con la literatura previa, que también encuentra que la progresividad en frío reduce la desigualdad a pesar de atenuar la progresividad del impuesto. Véase Herwig Immervoll. (2005). *"Falling up the stairs: the effects of 'bracket creep' on household incomes"*. *Review of Income and Wealth*, 51(1), pp. 37-62.
- 10 Algo más de la mitad de los países de la OCDE, incluidos España, Italia o Portugal, actualizan los parámetros de su impuesto sobre la renta de manera discrecional, con mayor o menor regularidad y con criterios más o menos definidos, mientras que otros países lo hacen de manera automática por ley, por ejemplo, los países nórdicos, Estados Unidos y Bélgica. En España, en 2022 y en 2023 se produjeron cambios normativos por parte de varias comunidades autónomas destinados a actualizar algunos de los parámetros fiscales. También se han producido cambios en la normativa estatal de 2023 y 2024 que modifican la reducción por obtención de rendimientos del trabajo con el objeto de acomodar el incremento de las rentas más bajas, en especial las afectadas por la subida del salario mínimo interprofesional. Toda esta normativa está incorporada en el análisis.
- 11 Si bien en este ejercicio no se introduce heterogeneidad en el crecimiento de cada fuente de renta entre declarantes, esto no tiene un efecto significativo sobre los resultados agregados que se obtienen con este segundo ejercicio. Esto se debe a que la gran mayoría de la recaudación se concentra en las deciles superiores (como se ilustra en el gráfico 1), que, a su vez, son las que determinan la tasa de crecimiento de la renta bruta utilizada en las simulaciones. En cualquier caso, como ejercicio de robustez, también se ha realizado una simulación simplificada en la que se incorpora heterogeneidad por deciles en el crecimiento de la renta total de cada declarante, usando información de la Encuesta de Condiciones de Vida (en la que se observan las rentas hasta 2022 y se asume la misma distribución para el crecimiento de 2023). El ejercicio utiliza estos crecimientos heterogéneos, combinados con la ERB estimada para cada decila (véase gráfico 1), para obtener la recaudación agregada. El resultado de este ejercicio de robustez (un crecimiento de la recaudación del 43,7% entre 2019 y 2023) es muy parecido al obtenido utilizando un crecimiento homogéneo de la renta para todas las deciles (43,3%) y al obtenido con el microsimulador (43%).
- 12 La estimación para el año 2023 está basada en una extrapolación con información observada hasta el tercer trimestre del año.
- 13 En concreto, la actualización de los parámetros fiscales del año  $t$  se basa en el crecimiento del IPC observado entre diciembre del año  $t-2$  y noviembre del año  $t-1$ , que es la práctica habitual en la mayoría de los países que indexan su impuesto con el IPC del año anterior. No obstante, existen alternativas de indexación utilizadas en otros países, como el IPC del año en curso u otros índices que reflejan el crecimiento de los salarios. Los resultados de la simulación para el período analizado son similares si los parámetros del IRPF se actualizan con estos índices alternativos.

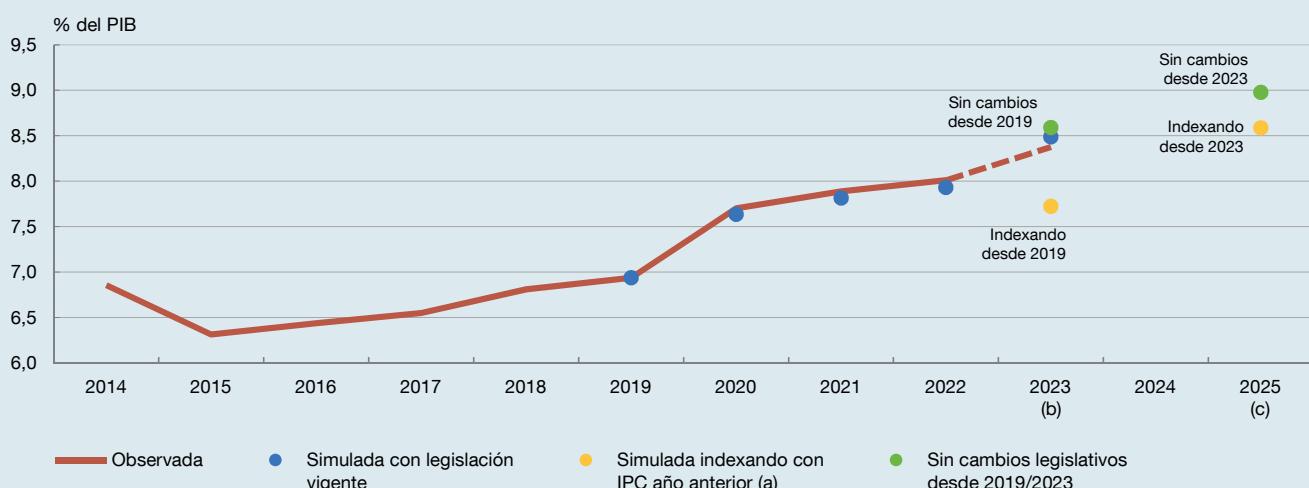
## Recuadro 2.1

## LOS EFECTOS HETEROGÉNEOS DE LA INFLACIÓN SOBRE LA RECAUDACIÓN POR IRPF (cont.)

del PIB en 2025 —un 29 % mayor que en 2019—. En cambio, si los parámetros del IRPF se actualizasen en 2024 y 2025 con el IPC del año precedente, la ratio de IRPF sobre PIB se situaría en un 8,6 %, cercana a su valor en 2023 —un 24 % mayor que en 2019—. Asimismo, se estima que, en ausencia de cambios futuros en la normativa del IRPF, el tipo medio efectivo del impuesto podría alcanzar el 15,3 % en 2025 —un 20 % mayor que en 2019—.

Estos resultados evidencian que la decisión de cómo y cuándo actualizar los parámetros fiscales tiene consecuencias tanto para la recaudación total como para su distribución por niveles de renta. Estas implicaciones se deben sopesar dentro del contexto actual de vulnerabilidad de las finanzas públicas y dadas las recomendaciones para un diseño eficiente de la imposición (véase el epígrafe 9.4 de este capítulo).

Gráfico 2  
Evolución observada y simulada de la ratio de IRPF sobre PIB



FUENTES: Ministerio de Hacienda (Instituto de Estudios Fiscales y Agencia Estatal de la Administración Tributaria) y Banco de España.

a Se indexan los parámetros del IRPF cada año  $t$ , utilizando el IPC observado entre diciembre del año  $t-2$  y noviembre del año anterior  $t-1$ .

b En 2023 se extrapola el crecimiento observado hasta el tercer trimestre de 2023 al conjunto del año.

c En 2025 se utilizan las proyecciones económicas del Banco de España para los diferentes agregados macroeconómicos que subyacen a la base tributaria.

## Recuadro 2.2

## LOS NUEVOS INCENTIVOS A RETRASAR LA JUBILACIÓN Y EL GASTO EN PENSIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL

La última reforma del sistema de pensiones, llevada a cabo entre 2021 y 2023, ha establecido la salvaguarda del poder adquisitivo de las prestaciones y un incremento de la suficiencia de las mismas, mediante medidas tales como la revalorización de las pensiones con el IPC, la derogación del factor de sostenibilidad y el incremento de los complementos a mínimos, entre otras. Estas actuaciones por el lado del gasto, compensadas en parte por mayores cotizaciones sociales, implican un aumento notable de las obligaciones del sistema a medio y largo plazo, como se ha señalado en el epígrafe 9.2.

Este recuadro trata de cuantificar el posible impacto de una de las medidas aprobadas para paliar estos mayores gastos del sistema —el incentivo a retrasar la edad de jubilación— a partir de simulaciones con los microdatos de la Muestra Continua de Vidas Laborales (MCVL). En relación con la situación previa a la reforma, se han aprobado dos cambios esenciales. Por un lado, el porcentaje de incremento de la pensión por cada año de demora de la jubilación se ha fijado en el 4%, independientemente del período de cotización acreditado. Por otro lado, se ha introducido la opción de recibir, como resultado de dicha demora, bien el incremento porcentual señalado, bien una cantidad fija en el momento de la jubilación o bien una combinación de ambas posibilidades<sup>1</sup>.

Analizar la efectividad de estos nuevos incentivos de cara a contener el crecimiento proyectado de la ratio de gasto en pensiones sobre PIB resulta crucial para determinar la necesidad de aplicar nuevas medidas que permitan garantizar la sostenibilidad financiera del sistema en el futuro (véase gráfico 2.10). Dicha contención opera a través de dos canales. Por una parte, la permanencia en el mercado laboral reduce el número de años en los que se recibe la pensión (si bien esta es de cuantía más alta con respecto a la asociada a la edad ordinaria). Por otra, una mayor tasa de actividad a edades avanzadas, en la medida en que se traduzca en un mayor empleo agregado, favorecería el crecimiento económico y, por tanto, el nivel del PIB. En este sentido, los datos a escala europea muestran que la tasa de actividad en España entre los 55

y los 64 años (65,4 %) está por debajo de la de algunos países de la Unión Europea (UE) tales como Suecia (81,7 %), Alemania (75,3 %) y Portugal (68,6 %), si bien se sitúa por encima de la de otros, entre los que se encuentran Francia (60,3 %), Italia (57,8 %) y Grecia (57,1 %)<sup>2</sup>.

El poco tiempo transcurrido desde la entrada en vigor de los nuevos incentivos, en 2022, hace que aún sea demasiado pronto para cuantificar en qué medida estos pueden generar un cambio sustancial en las decisiones de los trabajadores sobre el momento de dejar la fuerza laboral. Dicha decisión depende de muchos otros elementos, como la salud, las circunstancias personales y familiares o la satisfacción en el trabajo, de modo que las bonificaciones monetarias son solo un elemento más en el conjunto de factores que influyen en la misma.

En general, la evidencia más reciente muestra que los beneficios y las dinámicas del mercado de trabajo existentes antes de 2022 ofrecían un aliciente limitado a la hora de incentivar a los trabajadores a permanecer en el mercado laboral, lo que permite hacerse una idea del reto que implica elevar sustancialmente la edad efectiva de jubilación mediante este mecanismo. En particular, la información de la MCVL revela que la decisión de seguir en activo más allá de la edad ordinaria ha estado restringida tradicionalmente a un número reducido de trabajadores. Concretamente, el patrón de salida del mercado laboral de algunas de las últimas cohortes que han transitado a la jubilación (aquellas nacidas entre 1950 y 1954) ha estado muy influenciado por las edades establecidas normativamente, tanto anticipada como ordinaria. Así, el gráfico 1.a muestra que la tasa de abandono del mercado de trabajo ha caído significativamente en la franja de edad comprendida entre 65 y 66 años, debido al incremento gradual de la edad legal de jubilación estipulado en la reforma de 2011. Sin embargo, el número de trabajadores con una edad superior a la legal ha experimentado cambios mucho menos apreciables. Por ejemplo, entre los trabajadores pertenecientes a la cohorte de 1954 que a los 60 años se encontraban cotizando a la Seguridad Social, solo un 9,2 % seguía contribuyendo a los 67 años. Este porcentaje

1 La nueva facultad para percibir un tanto alzado puede ser más atractiva para aquellos trabajadores cuyo descuento intertemporal es elevado; es decir, para aquellos que muestran una mayor preferencia por percibir unos ingresos en el momento presente en lugar de otros, posiblemente mayores, en el futuro.

2 Por el lado de los ingresos, a partir de la edad ordinaria de jubilación, las empresas y las personas trabajadoras que prestan sus servicios fuera del ámbito de las Administraciones Públicas y de los organismos públicos están exentas de cotizar a la Seguridad Social por contingencias comunes, salvo por incapacidad temporal derivada de dichas contingencias. Esta exención comprende también las aportaciones por desempleo, Fondo de Garantía Salarial y formación profesional.

## Recuadro 2.2

## LOS NUEVOS INCENTIVOS A RETRASAR LA JUBILACIÓN Y EL GASTO EN PENSIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL (cont.)

supone, además, un aumento modesto, de 1,2 pp, con respecto a la misma ratio calculada con los trabajadores de la cohorte de 1950.

Asimismo, de acuerdo también con la MCVL, cerca de un 30 % de las altas de jubilación de 2022 se produjeron desde un estado laboral en el cual las bonificaciones por prolongación de la actividad podrían tener escasa efectividad. En concreto, este porcentaje de trabajadores habría accedido a la pensión desde una situación de desempleo, de no relación con la Seguridad Social o siendo perceptores de una pensión de incapacidad, circunstancias todas ellas en las cuales el margen para extender la vida activa podría ser reducido (véase gráfico 1.b)<sup>3</sup>.

Existe incertidumbre, igualmente, sobre en qué medida un potencial aumento de la edad efectiva de jubilación se trasladaría a una menor ratio de gasto en pensiones sobre PIB. Para abordar esta cuestión, el Banco de

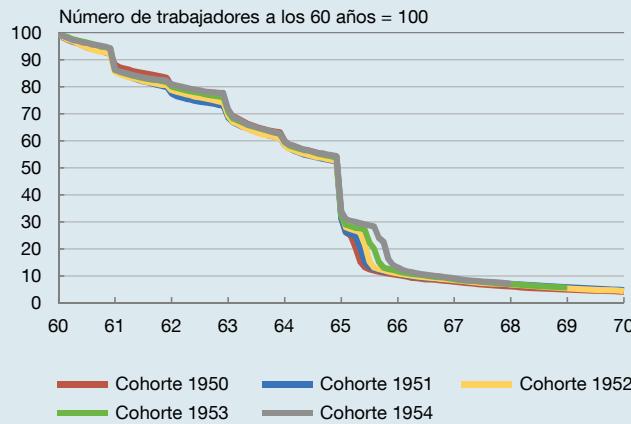
España ha desarrollado recientemente una herramienta de simulación del gasto en pensiones contributivas de la Seguridad Social a largo plazo, basada en la MCVL<sup>4</sup>. A partir de la estimación de un proceso de rentas laborales y de un modelo de decisión de jubilación<sup>5</sup>, la herramienta permite simular hasta 2050 los historiales de cotización de una muestra de trabajadores de 2021 y el momento en que causarían la pensión, teniendo en cuenta la normativa vigente en la actualidad y la que se irá aplicando en las próximas décadas<sup>6</sup>.

Los resultados preliminares obtenidos a partir de dicha herramienta muestran que el gasto en pensiones contributivas de la Seguridad Social, equivalente al 12 % del PIB en 2021, crecerá significativamente en los próximos años. En el año 2050, la ratio de gasto en pensiones alcanzaría distintos niveles en función, entre otros factores, del crecimiento económico proyectado. Así, se situaría en una banda comprendida entre el 14,3 %,

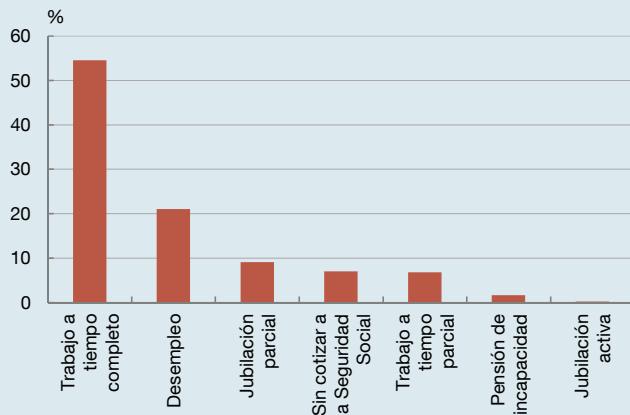
Gráfico 1

En los últimos años, menos de un 10 % de los trabajadores se mantuvo en el mercado laboral después de los 67 años de edad

1.a Número de trabajadores que continuó en el mercado laboral a distintas edades



1.b Situación laboral de las altas de jubilación de 2022 antes de causar la pensión



FUENTES: Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones (MCVL) y Banco de España.

- 3 El análisis estima el estado laboral de los trabajadores que causaron alta de jubilación en 2022 dos meses antes de acceder a la misma. Se definen ocho estados: trabajo a tiempo completo, trabajo a tiempo parcial, desempleo, jubilación completa, jubilación parcial, jubilación activa, pensión de incapacidad y situación de no cotización a la Seguridad Social.
- 4 Véase Henrique Basso, Angela Denis, Esteban García-Miralles, José María Labeaga y Roberto Ramos. "Simulaciones del gasto en pensiones en el largo plazo". Documentos Opcionales, Banco de España. De próxima publicación.
- 5 En particular, se estima, con datos mensuales de 2010 a 2017 y para los trabajadores de entre 58 y 70 años, un modelo logit multinomial de cinco estados: trabajo a tiempo completo o parcial, desempleo, jubilación completa, jubilación parcial y situación de no cotización. Las variables explicativas del modelo comprenden, entre otras, la renta laboral, la cuantía de la prestación por desempleo, la cuantía de la pensión de jubilación, distintos indicadores de derecho a causar la pensión y diferentes variables demográficas.
- 6 La herramienta descansa, asimismo, en diversos supuestos macroeconómicos y demográficos, así como en una serie de reglas simples de evolución del resto de pensiones que no son de jubilación (viudedad, incapacidad, orfandad y a favor de familiares), al objeto de completar la senda de gasto en pensiones contributivas de la Seguridad Social.

## Recuadro 2.2

## LOS NUEVOS INCENTIVOS A RETRASAR LA JUBILACIÓN Y EL GASTO EN PENSIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL (cont.)

bajo un escenario favorable de crecimiento anual del PIB del 1,8 % a largo plazo, y el 16,9 %, si dicho crecimiento fuese únicamente del 1 %.

Es preciso destacar que, debido a que en el modelo de decisión de jubilación los trabajadores no tienen en cuenta el incremento de su renta futura como consecuencia de prorrogar su salida del mercado laboral y a que durante el período muestral utilizado para estimarlo no existía la bonificación por demorar la jubilación en forma de tanto alzado, estos resultados deben interpretarse bajo el supuesto de que los nuevos incentivos no cambian la evolución inercial de la edad efectiva de jubilación proyectada en el futuro, determinada en gran medida por el aumento de la edad legal establecido en la reforma de 2011<sup>7</sup>.

En este sentido, con el fin de calibrar el efecto potencial de las bonificaciones aprobadas en 2021 para demorar la jubilación, se han llevado a cabo una serie de ejercicios de simulación adicionales. En concreto, a partir de la distribución de las edades de jubilación obtenida en el horizonte de proyección, se ha supuesto un aumento de entre uno y tres años de dichas edades para un porcentaje creciente de trabajadores. Así, por ejemplo, en el escenario de menor impacto de los nuevos incentivos, se asume que únicamente el 10 % de las altas de jubilación ordinaria pospondría su jubilación y la retrasaría solo un año. En cambio, en el escenario de mayor efecto de los incentivos, se asume que un 100 % de las mismas prorrogaría tres años su salida del mercado laboral<sup>8</sup>. Además, se consideran dos opciones alternativas: una en la que los trabajadores escogen, al posponer su retiro, el incremento del 4 % en su prestación y otra en la que eligen recibir la cuantía fija<sup>9</sup>.

Cabe destacar que, bajo las proyecciones habituales de tasa de inflación y de esperanza de vida, el valor presente de la primera opción es superior al de la segunda, por lo que, desde la óptica de los gastos de la Seguridad Social, dicha segunda opción conlleva un ahorro más elevado<sup>10</sup>.

El gráfico 2 muestra los resultados de estas simulaciones. En el promedio del período 2022-2050, puede observarse que la ratio de gasto en pensiones sobre PIB caería en apenas una décima si un 20 % de los trabajadores que en la proyección base se jubilan a su edad ordinaria extendiese un año su permanencia en el mercado laboral, y entre tres y cinco décimas si el 100 % de las altas de jubilación ordinaria decidiese posponer un año su acceso a la misma<sup>11</sup>. Lógicamente, extensiones más dilatadas de la vida activa resultarían en un menor gasto en pensiones. Por ejemplo, si la mitad de estos trabajadores aplazase la jubilación durante tres años, el ahorro en el gasto en pensiones sería de cinco décimas de PIB, bajo el supuesto de que dichos trabajadores optasen por el aumento de la pensión, o de siete décimas de PIB, si, por el contrario, escogiesen la opción del tanto alzado. Estos ejercicios, que deben ser tomados con mucha cautela debido a la gran cantidad de supuestos que requieren, sugieren que, incluso en escenarios donde las nuevas bonificaciones tienen un efecto notable a la hora de incrementar la edad efectiva de jubilación, la reducción del gasto en pensiones sería, al menos en una primera aproximación, relativamente limitada.

Asimismo, las simulaciones permiten establecer una relación entre un aumento de la edad efectiva de jubilación y un cambio en la ratio de gasto en pensiones. Tomando como referencia el año 2050 y estimando dicha relación

7 En concreto, la edad ordinaria se situará, a partir de 2027, en los 65 años si el trabajador acredita al menos 38,5 años de cotización y en los 67 años en caso contrario.

8 Para este ejercicio, se asume un crecimiento del PIB a largo plazo del 1,3 %, que lleva a un gasto en pensiones del 16 % del PIB en 2050. Este valor del crecimiento del PIB es coherente con la estimación del PIB potencial de la economía española recogida en Pilar Cuadrado, Mario Izquierdo, José Manuel Montero, Enrique Moral-Benito y Javier Quintana. (2022). “El crecimiento potencial de la economía española tras la pandemia”. Documentos Ocasionales, 2208, Banco de España. Cabe mencionar, por otro lado, que en el horizonte de proyección el número de altas de jubilación ordinaria representa aproximadamente el 75 % del total de nuevas pensiones de jubilación.

9 Por simplicidad, se asume que a todos los trabajadores que eligen el tanto alzado se les aplica la fórmula establecida para un período de cotización inferior a 44 años y 6 meses, que arroja una cuantía un 10 % más baja que la correspondiente a los trabajadores cuyas cotizaciones acumuladas superan ese período.

10 Por ejemplo, tomando como referencia una pensión anual de 14.000 euros, una proyección de crecimiento de los precios del 2 % y una esperanza de vida en el momento de la jubilación de 20 años, el valor presente del flujo de incremento de la pensión por la demora de la jubilación (descontado con la inflación) ascendería a 13.607 euros, mientras que el pago único se situaría en 6.028 euros si el período de cotización no llegase a 44 años y 6 meses o en 6.631 euros en caso contrario.

11 En la herramienta descrita, el crecimiento del PIB se obtiene como la suma del crecimiento del número de trabajadores y el crecimiento de la productividad aparente del trabajo. De este modo, en las simulaciones, las nuevas distribuciones de edades de jubilación fruto del efecto asumido que tendrían los incentivos se reflejan en el crecimiento del PIB mediante el cambio en el número de trabajadores a consecuencia de la decisión de un porcentaje de ellos de permanecer en activo un año más, sin que se modifique el supuesto de crecimiento de la productividad.

## Recuadro 2.2

## LOS NUEVOS INCENTIVOS A RETRASAR LA JUBILACIÓN Y EL GASTO EN PENSIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL (cont.)

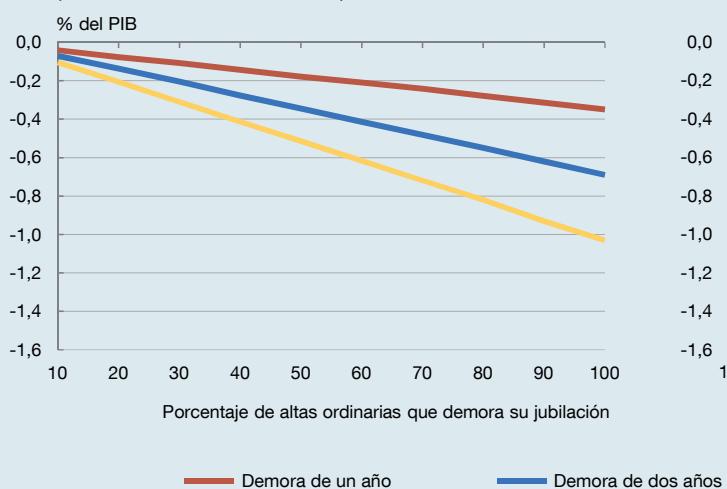
mediante una forma lineal, puede concluirse que cada año de incremento en la edad efectiva de jubilación estaría asociado a una disminución del gasto en pensiones de entre dos y seis décimas de PIB (véase

gráfico 3)<sup>12</sup>. El valor de esta relación puede compararse con las estimaciones llevadas a cabo por otras instituciones. Por ejemplo, de acuerdo con la Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal (AIReF), un

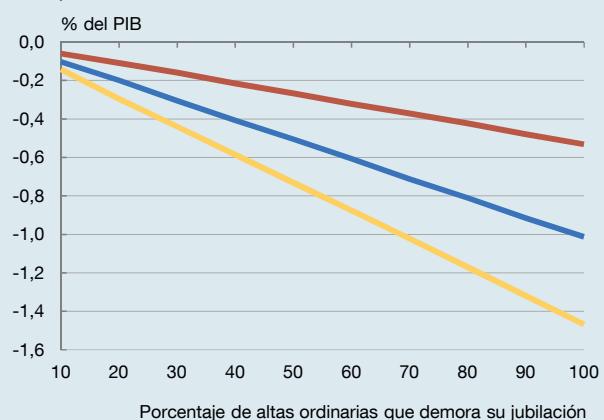
Gráfico 2

Cambio en el gasto medio en pensiones durante el período 2022-2050 con respecto a la proyección base, según el porcentaje de altas que demora su jubilación y la modalidad de incentivo elegida

2.a Opción de incremento del 4 % de la pensión



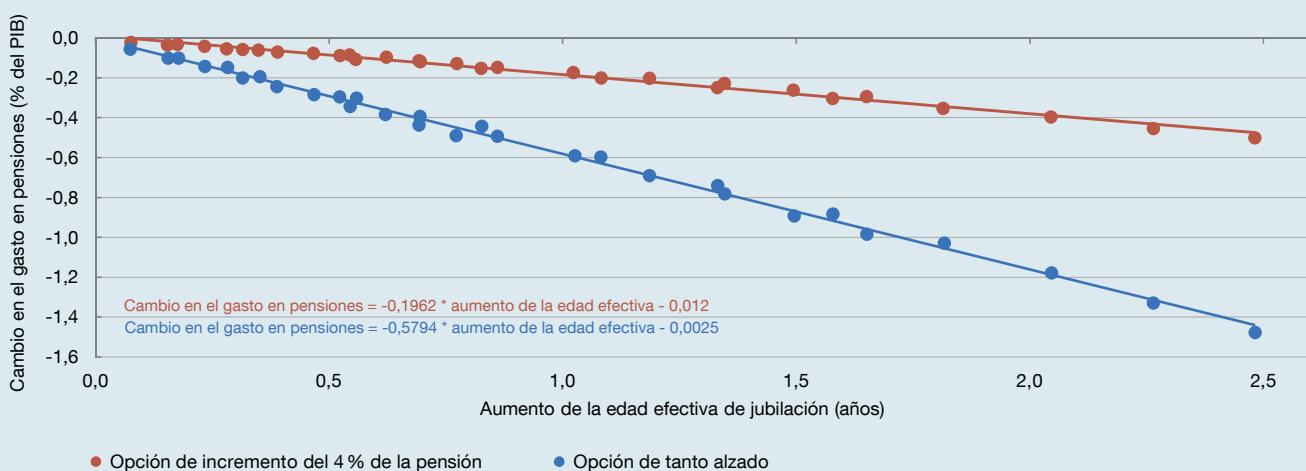
2.b Opción de tanto alzado



FUENTE: Banco de España.

Gráfico 3

Cada año de aumento en la edad efectiva de jubilación estaría asociado a una caída de entre dos y seis décimas en la ratio de gasto en pensiones y PIB en 2050. Relación estimada entre un aumento de la edad efectiva de jubilación y el cambio en el gasto en pensiones en 2050



FUENTE: Banco de España.

12 Si se toma como referencia el período 2022-2050, un aumento en la edad efectiva de un año en promedio durante dicho período estaría asociado a una disminución del gasto medio de entre seis y ocho décimas de PIB.

## Recuadro 2.2

## LOS NUEVOS INCENTIVOS A RETRASAR LA JUBILACIÓN Y EL GASTO EN PENSIONES DE LA SEGURIDAD SOCIAL (cont.)

aumento de un año en la edad efectiva de jubilación reduciría el gasto en pensiones en ocho décimas de PIB en 2050, mientras que el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones cifra este ahorro en nueve décimas en dicho año. Fedea, por su parte, calcula que un retraso medio de la edad de jubilación de un año generaría un impacto en la ratio de gasto en pensiones que variaría entre una caída de tres décimas y un aumento de una décima<sup>13</sup>. Es importante subrayar que cada una de estas estimaciones se fundamenta en su propia metodología, modelos y supuestos, por lo que las comparaciones

señaladas requieren ser interpretadas con la debida prudencia.

De cara al futuro, serán necesarios más análisis para calibrar el potencial del nuevo esquema de incentivos a posponer el retiro. En este sentido, la evolución durante los próximos años del mercado laboral en lo concerniente al segmento de trabajadores con edades próximas a la jubilación ofrecerá evidencia adicional sobre su capacidad para incrementar la participación laboral a edades avanzadas y, por ende, mejorar la sostenibilidad financiera de la Seguridad Social.

13 El valor de la relación correspondiente al Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones se ha calculado a partir de la simulación llevada a cabo por este organismo, que vincula un aumento de 1,6 años en la edad de jubilación en 2050 a una reducción del gasto en pensiones de 1,4 pp del PIB en dicho año; véase Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones. (2023). ["Proyecciones del gasto público en pensiones en España"](#). Véanse, asimismo: Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2023). ["Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo: la incidencia de la demografía"](#). Opinión 1/23, y Ángel de la Fuente et al. (2023). ["Notas sobre las proyecciones de gasto en pensiones del MISSMI"](#). Estudios sobre la Economía Española, 2023/31, Fedea.

# Capítulo 3

## **El mercado de trabajo español: situación actual, tendencias estructurales y políticas de empleo**

## Índice

**Ideas principales** 180

**1 Introducción** 181

**2 Situación actual del mercado de trabajo español** 183

- 2.1 Empleo (en número de personas) 183
- 2.2 Algunos rasgos relevantes de la composición del empleo 185
- 2.3 Empleo (horas trabajadas) 189
- 2.4 Productividad, remuneración por asalariado y costes laborales unitarios 191
- 2.5 Tasa de paro e indicadores de tensionamiento en el mercado de trabajo 197

**3 Las consecuencias laborales de los cambios tecnológicos y demográficos** 201

- 3.1 Nuevas tecnologías, organización del trabajo, empleo y salarios 201
- 3.2 El envejecimiento de la población trabajadora 206

**4 Políticas de empleo** 212

- 4.1 Políticas activas y pasivas de empleo 212
- 4.2 Otros elementos institucionales del mercado de trabajo 218

**Bibliografía** 223

Recuadros

- 3.1** El comportamiento reciente de la tasa de temporalidad y de otros indicadores que aproximan el grado de estabilidad del empleo 226



## Capítulo 3

### Ideas principales

- La principal característica del comportamiento reciente del mercado de trabajo español ha sido el considerable dinamismo del empleo. En cambio, la productividad del trabajo apenas ha aumentado desde el comienzo de la pandemia.
- A pesar del vigor observado en la creación de empleo, en la economía española la tasa de paro sigue siendo excesivamente elevada y, aun así, nuestro mercado de trabajo muestra síntomas de tensionamiento similares a los de otros países con tasas de desempleo inferiores. Por ejemplo, las empresas declaran que la falta de mano de obra es uno de los principales factores que limitan su actividad productiva.
- Mirando al futuro, los cambios tecnológicos y demográficos en curso podrían llegar a causar una profunda transformación del mercado laboral, con implicaciones muy relevantes para la demanda y la oferta de trabajo y para la empleabilidad y productividad de determinados colectivos.
- Ante los retos para el mercado laboral español que se derivan de una tasa de paro persistentemente más elevada que las de otros países de nuestro entorno, de los cambios tecnológicos y del envejecimiento poblacional, una revisión exhaustiva de las políticas de empleo resulta prioritaria.
- En concreto, las políticas activas del mercado de trabajo (formación e intermediación laboral) son especialmente necesarias para acomodar los efectos disruptivos de los cambios tecnológicos sobre el empleo y para aumentar la empleabilidad de los trabajadores de mayor edad.
- Por su parte, las prestaciones por desempleo deben ofrecer una adecuada protección a los parados, sin que ello perjudique los incentivos a la búsqueda de empleo y a la movilidad laboral.
- En cuanto a otros aspectos relativos al marco institucional del mercado laboral, para favorecer la necesaria reasignación ocupacional del empleo, resultaría adecuado seguir avanzando en la definición de las causas objetivas de despido y en la reducción de la incertidumbre asociada a estos procesos.
- Asimismo, en un contexto en el que la heterogeneidad empresarial está aumentando en múltiples dimensiones, la negociación colectiva debe permitir que las condiciones laborales —por ejemplo, en cuanto a duración de la jornada laboral— puedan adaptarse con una cierta flexibilidad a las distintas circunstancias de las empresas.

## 1 Introducción

La principal característica del comportamiento reciente del mercado de trabajo español ha sido el considerable dinamismo del empleo.

Y ha sido así en un contexto muy complejo condicionado, entre otros aspectos, por el estallido de la pandemia de COVID-19, la crisis energética, la invasión rusa de Ucrania, el conflicto de Gaza y el endurecimiento de la política monetaria global. De acuerdo con la Encuesta de Población Activa (EPA), entre el cuarto trimestre de 2019 y el último trimestre de 2023, se crearon en España 1,28 millones de puestos de trabajo, 783.000 en 2023. En el mismo período, la tasa de empleo (en relación con la población de 16-64 años) aumentó 2,2 puntos porcentuales (pp), del 63,7 % al 65,9 %. En el epígrafe 2 de este capítulo se revisan este y otros de los principales desarrollos recientes de nuestro mercado laboral. Además, en el recuadro 3.1 se documenta el comportamiento en los últimos trimestres de la tasa de temporalidad y de otros indicadores que permiten aproximar el grado de estabilidad del empleo.

A pesar del buen comportamiento del empleo, en la economía española la tasa de desempleo sigue siendo excesivamente elevada.

Desde mediados de 2020, la tasa de paro ha seguido una tendencia descendente. No obstante, a finales de 2023 esta se situó en el 11,8 %, el doble que la del conjunto de la UE-27. Esta diferencia es especialmente acusada en lo que respecta al desempleo juvenil, la incidencia del paro de larga duración y la situación laboral de los trabajadores con edades cercanas a la jubilación. Este diferencial negativo en la tasa de paro, junto con el que también se aprecia en cuanto a la productividad del trabajo, es la principal causa de que la renta per cápita española no haya logrado converger en las últimas décadas hacia la de otros países de nuestro entorno (Banco de España, 2023).

Mirando al futuro, los cambios tecnológicos y demográficos en curso podrían llegar a causar una profunda transformación del mercado laboral.

Los cambios tecnológicos proceden principalmente de los desarrollos de la robótica y de la inteligencia artificial; los demográficos tienen que ver, sobre todo, con el envejecimiento de la población trabajadora, fruto de la reducción del tamaño de las nuevas cohortes que entran en el mercado de trabajo y del alargamiento de la vida laboral. Ambos fenómenos tienen implicaciones importantes para la demanda y la oferta de trabajo, así como para la eficacia de las políticas de empleo. Su análisis y el de los distintos factores que podrían amplificar o mitigar dichas implicaciones es el objeto del epígrafe 3 de este capítulo.

En este contexto, la revisión de las políticas de empleo resulta prioritaria.

Con una tasa de paro persistentemente más elevada que las de otros países de nuestro entorno, y ante los cambios tecnológicos y el envejecimiento poblacional actuales, que podrían

suponer un extraordinario reto para la empleabilidad y la productividad de determinados colectivos de trabajadores, es necesario reconsiderar las políticas de empleo. En concreto, las políticas activas del mercado de trabajo (formación e intermediación laboral) son especialmente necesarias para acomodar los efectos disruptivos de los cambios tecnológicos sobre el empleo y para aumentar la empleabilidad de los trabajadores de mayor edad. Por su parte, las prestaciones por desempleo deben ofrecer una adecuada protección a los parados, sin que ello perjudique los incentivos a la búsqueda de empleo y a la movilidad laboral. En cuanto a otros aspectos relativos al marco institucional del mercado laboral, para favorecer la necesaria reasignación ocupacional del empleo, resultaría adecuado seguir avanzando en la definición de las causas objetivas de despido y en la reducción de la incertidumbre asociada a estos procesos. Asimismo, en un contexto en el que la heterogeneidad empresarial está aumentando en múltiples dimensiones, la negociación colectiva debe permitir que las condiciones laborales —por ejemplo, en cuanto a duración de la jornada laboral— puedan adaptarse con una cierta flexibilidad a las distintas circunstancias de las empresas. El último epígrafe de este capítulo se dedica a la discusión de la situación actual y las posibles líneas de mejora de estas políticas.

## 2 Situación actual del mercado de trabajo español

### 2.1 Empleo (en número de personas)

Uno de los aspectos más destacados del comportamiento reciente de la economía española es el dinamismo que ha mostrado el empleo medido en número de personas.

Durante la pandemia, el empleo disminuyó (y el paro aumentó) mucho menos de lo que cabría esperar tras la fuerte caída de la actividad económica (véase gráfico 3.1). A ello contribuyeron especialmente los expedientes de regulación temporal de empleo (ERTE), que constituyeron la principal respuesta de las políticas económicas a las consecuencias laborales de la crisis del COVID-19. A lo largo de la recuperación económica posterior, en 2021 y 2022, el empleo también creció por encima de lo que correspondería, históricamente, a la evolución observada del PIB. Más recientemente, la actividad económica ha estado lastrada por acontecimientos geopolíticos adversos, por la persistencia de notables presiones inflacionistas y por el incremento de los tipos de interés necesario para controlarlas, lo que también ha provocado una desaceleración en el ritmo de avance del empleo. Aun así, este ha seguido creciendo a tasas relativamente elevadas. De acuerdo con la EPA, en la primera mitad de 2023 se crearon en España 590.000 puestos de trabajo, a los que hay que añadir los 190.000 empleos creados en la segunda mitad del año. Esto permitió elevar la cifra de ocupados en nuestro país hasta los 21,25 millones, un máximo histórico que se sitúa 6,4 pp por encima del nivel alcanzado a finales de 2019.

Este buen comportamiento del empleo tras la crisis del COVID-19 se ha observado también en un amplio conjunto de países.

Los perfiles de recuperación de las tasas de empleo son cualitativamente parecidos en España y en el conjunto de la UE-27 (véase gráfico 3.2). No obstante, en nuestro país el número de personas efectivamente ocupadas disminuyó más durante 2020-2021 y el empleo se recuperó algo más rápidamente a partir de entonces. La reciente desaceleración del mercado de trabajo también es común en las economías de nuestro entorno, si bien en todas ellas se está observando, como en España, una mayor resistencia del empleo en comparación con la evolución de la actividad económica que la registrada en episodios pasados similares.

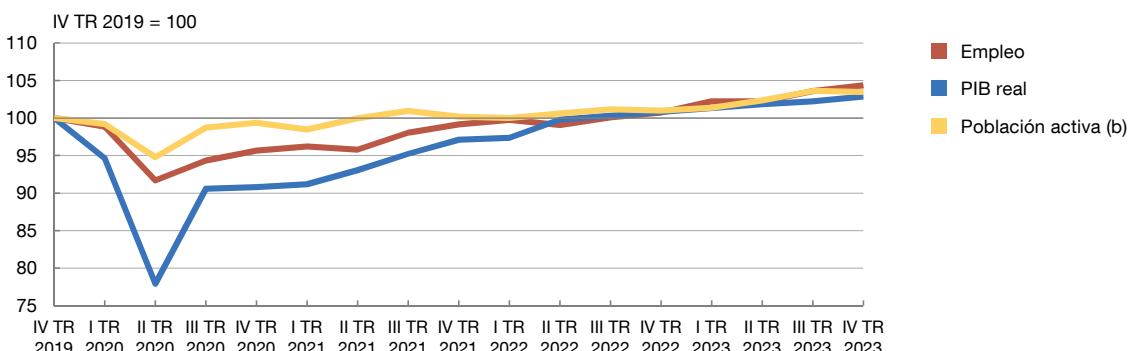
Son varios los motivos que podrían estar detrás de esta relativa fortaleza del empleo:

- Como se detalla en el epígrafe 2.2, una parte del vigor que viene mostrando el empleo en la economía española estaría asociado al aumento del empleo público y a la llegada de inmigrantes. Todo ello en un contexto en el que, tras la pandemia, se han generado nuevas necesidades de contratación en determinados sectores y ocupaciones. En particular, en los últimos años algunos de los sectores que habrían registrado un mayor crecimiento de su actividad serían particularmente intensivos en mano de obra. Esto habría contribuido a un mayor dinamismo del empleo agregado que del PIB en comparación con otros períodos anteriores.

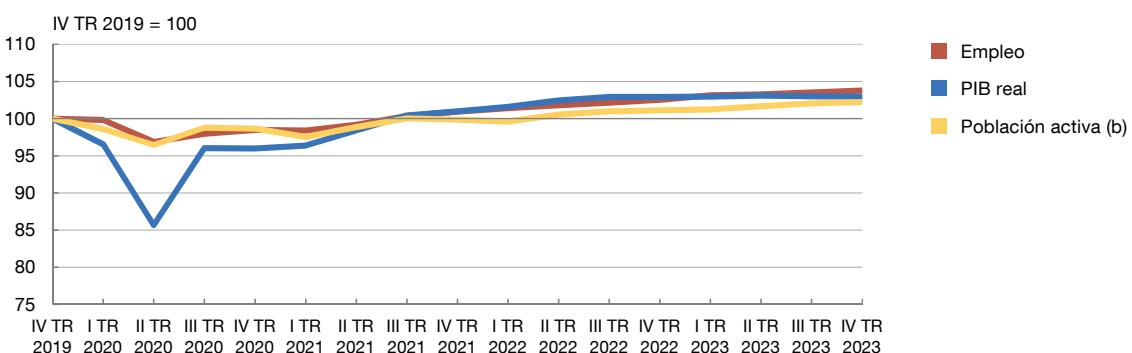
Gráfico 3.1

**El buen comportamiento del mercado de trabajo tras la crisis es cualitativamente parecido en España y la zona del euro. En ambas zonas, el empleo creció en mayor medida que el PIB**

3.1.a Evolución trimestral del PIB real y del empleo total para España (a)



3.1.b Evolución trimestral del PIB real y del empleo total para la UEM-19 (a) (c)



FUENTE: Eurostat (*Quarterly National Accounts, Labour Force Survey*).

- a PIB y empleo de las Cuentas Nacionales, datos ajustados de estacionalidad.  
 b Población activa de entre 15 y 64 años.  
 c La UEM-19 incluye los países que formaban parte de la zona del euro entre 2015 y 2022.

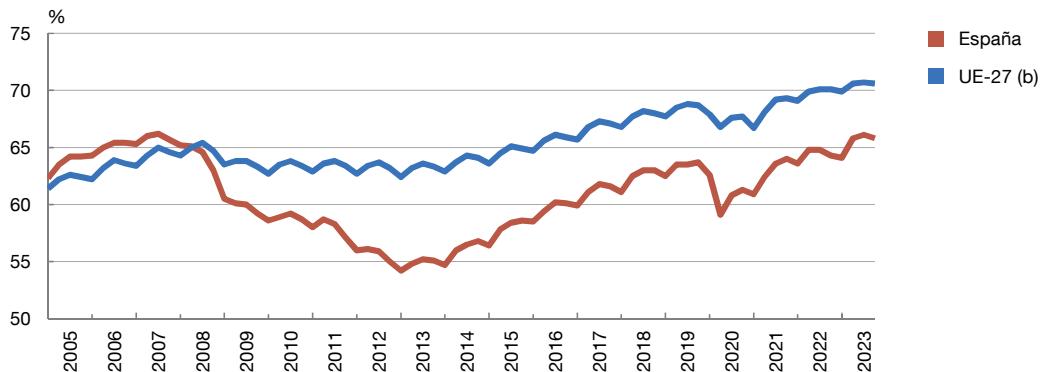


- Por otra parte, las encuestas a empresas que regularmente realiza el Banco de España indican que el «atesoramiento de empleo» también habría desempeñado un papel en el período reciente. El concepto de atesoramiento de empleo —*labour hoarding* en inglés— se refiere a que las empresas deciden mantener a los trabajadores en plantilla durante períodos de menor actividad en previsión de futuras necesidades de demanda de trabajo. Existe una considerable incertidumbre en relación con el peso relativo de los principales determinantes de esta conducta —que también se aprecia con una cierta intensidad en otras economías de nuestro entorno (Comisión Europea, 2023)— y con el grado de persistencia que esta podría mostrar. Entre sus posibles factores explicativos, se han mencionado, por ejemplo: i) las experiencias vividas durante la pandemia —así, en España se empezaron a utilizar, por primera vez de forma generalizada, los ERTE como forma de ajustar las plantillas ante un episodio recesivo sin destruir empleo—; ii) las mayores dificultades que las empresas vienen enfrentando recientemente para contratar nuevos trabajadores —véase epígrafe 2.5

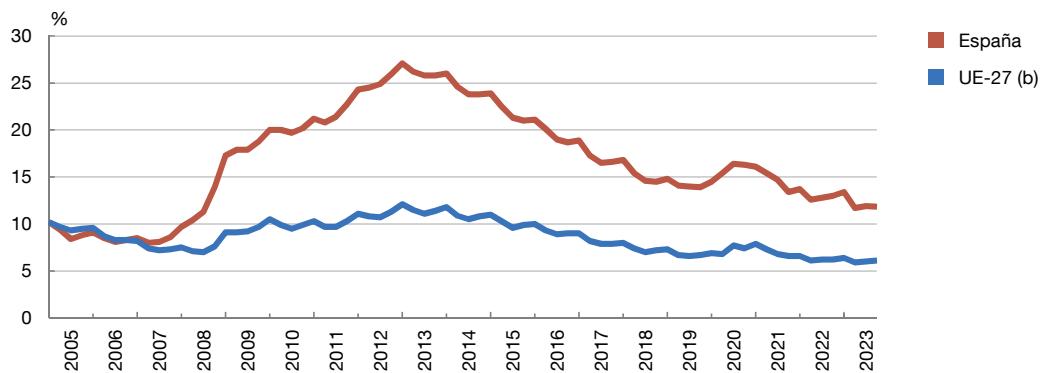
Gráfico 3.2

**Durante la pandemia, las tasas de empleo disminuyeron y las tasas de paro aumentaron mucho menos de lo que cabría haber esperado tras la fuerte caída que experimentó la actividad económica**

### 3.2.a Tasa de empleo (a)



### 3.2.b Tasa de desempleo (c)



FUENTE: Eurostat (*Labour Force Survey*).

- a Tasa de empleo medida como el porcentaje de población ocupada sobre el total de la población en edad de trabajar (entre 15 y 64 años).
- b UE-27 es, en todo el período considerado, el agregado de aquellos países que forman la UE desde 2020 en adelante.
- c Tasa de desempleo medida como el porcentaje de población desocupada sobre el total de la población activa (entre 15 y 64 años).



para más detalles sobre esta cuestión—, y iii) el hecho de que las empresas puedan estar anticipando que las perturbaciones negativas recientes son de carácter temporal.

## 2.2 Algunos rasgos relevantes de la composición del empleo

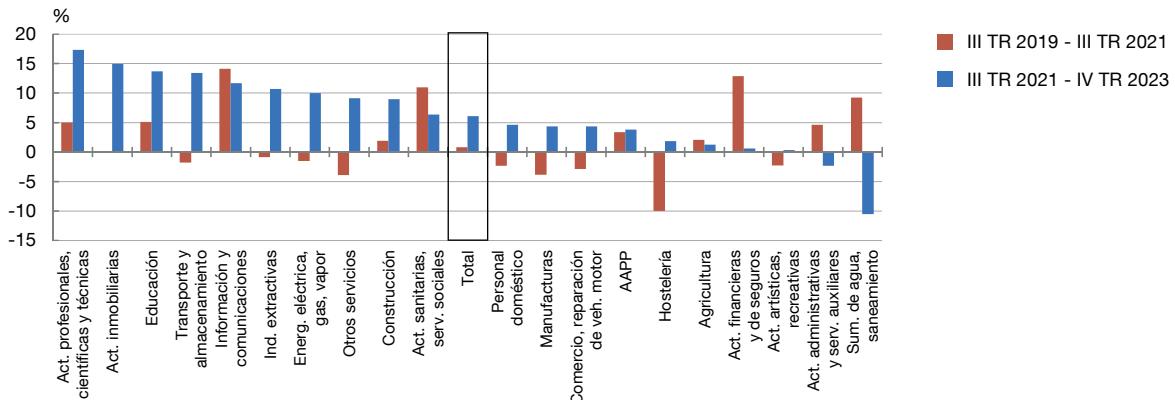
El avance del empleo se ha producido con una notable heterogeneidad sectorial, ocupacional y regional.

El distinto comportamiento del empleo por sectores de actividad, ocupaciones y zonas geográficas se ha acentuado en el período más reciente; un fenómeno que, como se argumenta en el epígrafe 3, probablemente se intensifique en los próximos años. Desde 2019, y a pesar

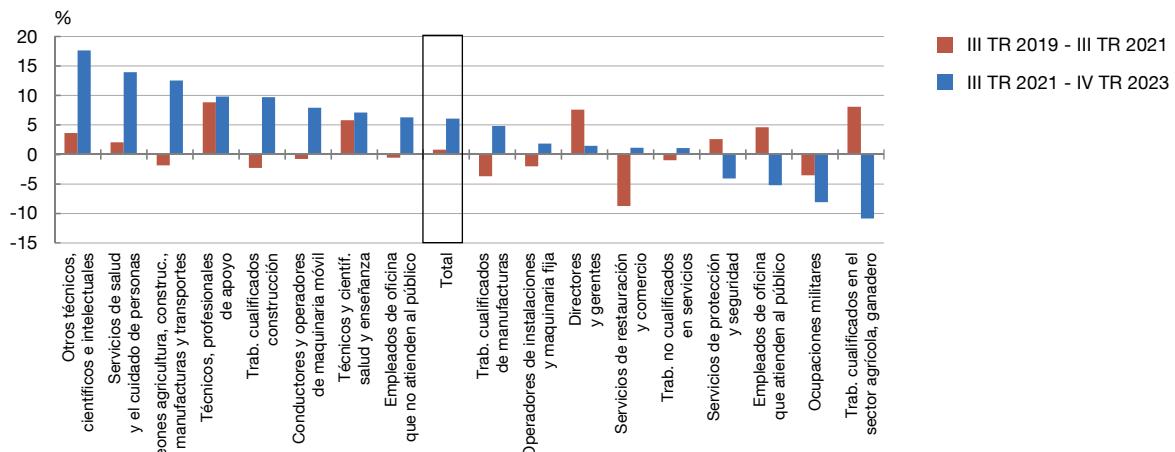
Gráfico 3.3

**El empleo ha mostrado un comportamiento distinto por sectores de actividad y por ocupación, debido, en parte, a la necesaria reasignación del empleo durante la pandemia**

### 3.3.a Tasa de crecimiento del empleo, por ramas de actividad



### 3.3.b Tasa de crecimiento del empleo, por ocupación



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).

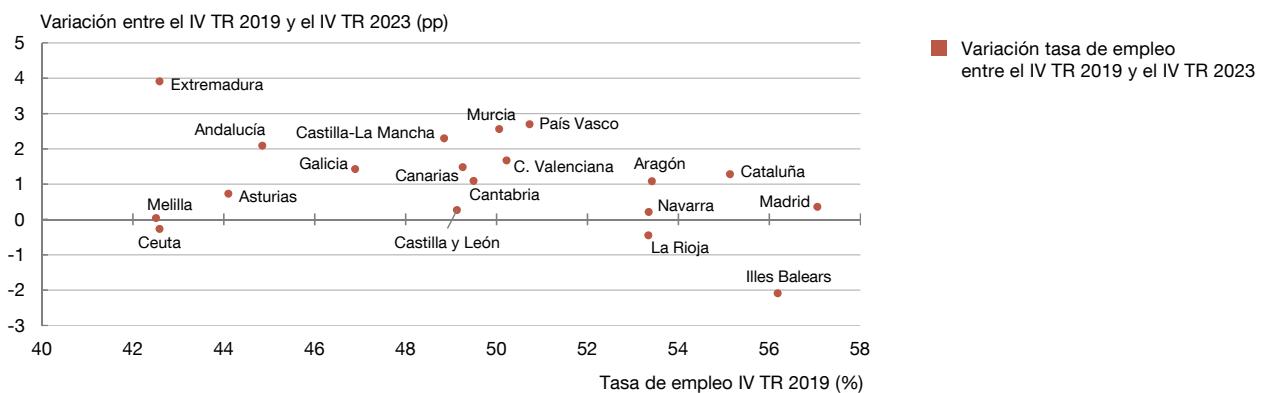


de la pandemia, la expansión del empleo ha seguido siendo mayor en el sector servicios —exceptuando las ramas de comercio y hostelería— que en la construcción y la industria. Por ocupaciones, las mayores fluctuaciones (disminuciones durante la pandemia y aumentos después) se observan en los trabajadores de los servicios de restauración y comercio y en los trabajadores cualificados de los sectores agrícola, ganadero y de la construcción. Igualmente, destaca el fuerte incremento en el período más reciente del personal técnico, científico y de actividades intelectuales (véase gráfico 3.3), característica que también se observa en el conjunto de la UE-27. Por zonas geográficas, las regiones que históricamente han mantenido tasas de empleo más reducidas —como Canarias, Extremadura, Castilla-La Mancha y Andalucía— han sido aquellas donde estas han aumentado más desde 2019 (véase gráfico 3.4.a). Por último, cabe reseñar que el crecimiento de las tasas de empleo se ha debido, sobre todo, a la mayor presencia de ocupados con estudios superiores (véase gráfico 3.4.b).

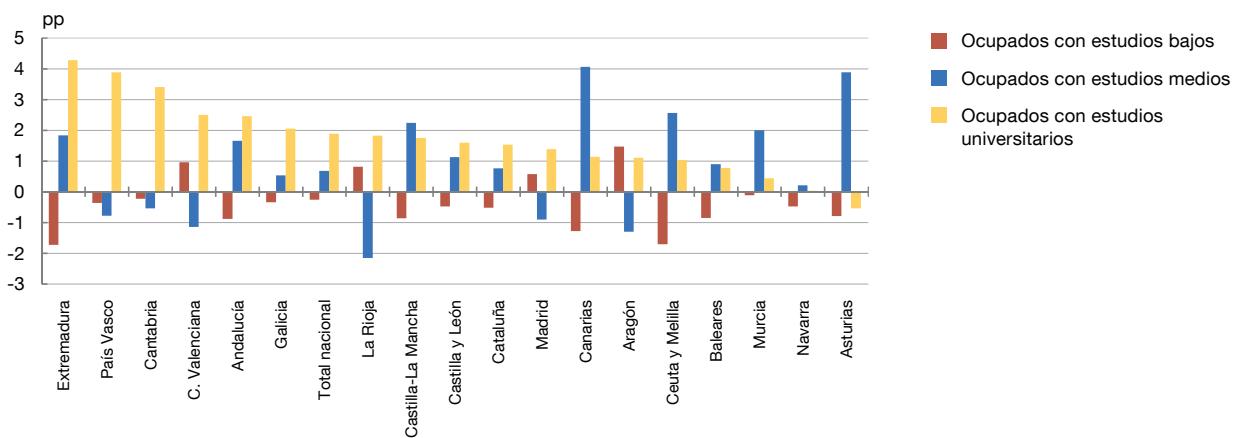
Gráfico 3.4

**Las tasas de empleo han crecido más en CCAA donde eran más bajas, en especial por la contribución del grupo de población con niveles educativos altos**

**3.4.a Variación de la tasa de empleo por CCAA desde el cuarto trimestre de 2019 en función de su valor en esa fecha (a)**



**3.4.b Contribución a la variación de la tasa de empleo de cada CA por nivel de estudios (a) (b)**



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).

a Tasa de empleo calculada para la población de entre 16 y 64 años.

b «Estudios bajos» se refiere a estudios hasta la primera etapa de la ESO. «Estudios medios» incluye ESO, Bachillerato, Formación Profesional y otros estudios. «Estudios universitarios» comprende diplomaturas, grados, másteres oficiales y doctorados. Elaboración propia a partir de los microdatos de la EPA.



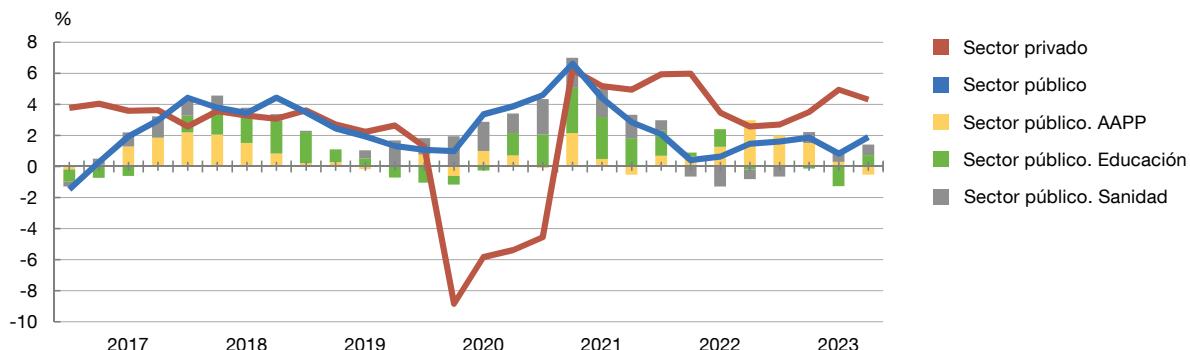
El empleo ha crecido más en el sector público que en el sector privado.

Entre finales de 2019 y finales de 2023, el empleo asalariado del sector público aumentó en 340.000 personas. Esto es, se expandió a una tasa anual media del 2,4 %, por encima del avance del 1,7 % que registraron los asalariados en el sector privado —si bien estos últimos aumentaron en 850.000 personas durante el mismo período (véase gráfico 3.5.a)—. Ello ha supuesto que el peso de los asalariados del sector público en el empleo asalariado total haya aumentado y haya pasado del 16,3 % al 16,9 %. El mayor dinamismo del empleo público en comparación con el privado fue particularmente visible entre 2020 y 2022 —cuando el primero llegó a suponer un 17,3 % del empleo asalariado total—, mientras que en 2023 los asalariados del sector privado crecieron más.

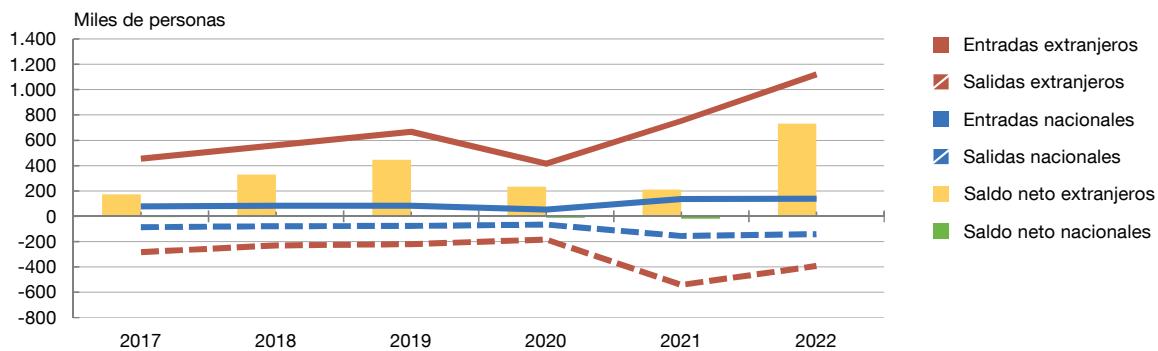
Gráfico 3.5

## Otros factores que han contribuido al dinamismo del empleo han sido el empleo público y la llegada de inmigrantes

## 3.5.a Evolución del empleo público y privado (a). Tasa de variación interanual



## 3.5.b Flujos migratorios de nacionales y extranjeros (b)



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística (EPA, Estadística de Migraciones, Estadística de Variaciones Residenciales, Estadística de Migraciones y Cambios de Residencia) y Banco de España.

- a) Empleo público medido por los asalariados del sector público. Las ramas de AAPP, educación y sanidad suponen más del 85 % de los asalariados del sector público.  
 b) Elaboración propia con información de la Estadística de Migraciones, la Estadística de Variaciones Residenciales y la Estadística de Migraciones y Cambios de Residencia.



La recuperación de los flujos migratorios, que se vieron afectados muy negativamente por la pandemia, ha contribuido de forma notable al vigor reciente del empleo.

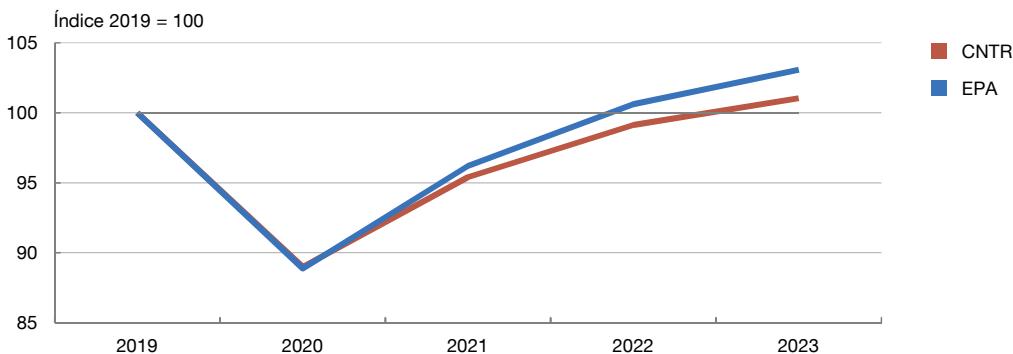
Desde principios de 2022 y hasta finales de 2023, la población creció en España en un millón de personas y la población activa se incrementó en 788.000 personas. La práctica totalidad de estos aumentos —un 96,1 % y un 71,7 %, respectivamente— se debió a la inmigración (véase gráfico 3.5.b). Por lo que respecta al empleo, en ese período, de los 1,06 millones de nuevos trabajadores ocupados, un 54 % eran de nacionalidad extranjera<sup>1</sup>. Las previsiones demográficas del Instituto Nacional de Estadística (INE), Eurostat y la AIReF coinciden en señalar que este

1 Véase el epígrafe 7 del capítulo 2 de este Informe para más detalles sobre la composición y participación laboral de estos flujos migratorios.

Gráfico 3.6

**Frente al considerable dinamismo del número de ocupados, la recuperación de las horas totales trabajadas ha sido más modesta**

### 3.6.a Evolución de las horas efectivas trabajadas según distintas estadísticas



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística.



dinamismo de la inmigración se mantendrá en los próximos años, con saldos netos de entrada de 200.000-500.000 personas en 2024 y 2025.

## 2.3 Empleo (horas trabajadas)

Frente al considerable dinamismo del número de ocupados, el crecimiento de las horas efectivamente trabajadas ha sido sensiblemente menor y las horas trabajadas por ocupado han disminuido.

Según datos de Contabilidad Nacional, las horas efectivas trabajadas disminuyeron más del 10 % en 2020, se recuperaron gradualmente después y llegaron a alcanzar los niveles previos a la pandemia a finales de 2023. La información proporcionada por la EPA ofrece un nivel de horas trabajadas que ya era en 2022 mayor que en 2019 (véase gráfico 3.6).

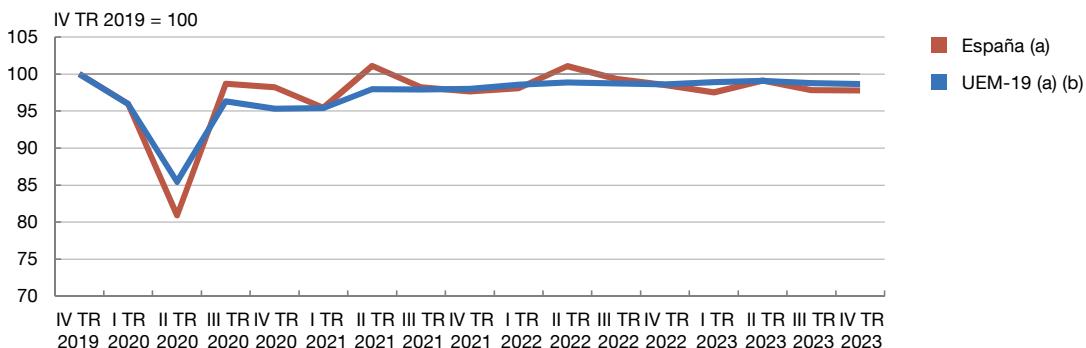
La disminución de las horas trabajadas por ocupado se aprecia también en otros países de nuestro entorno y debe enmarcarse dentro de una tendencia de reducción gradual de la jornada laboral.

Con anterioridad a la pandemia, las horas de trabajo por ocupado ya seguían una clara tendencia descendente, tanto en España como en la Unión Europea (UE). Esta evolución era resultado, entre otros factores, de cambios en la composición sectorial de la actividad, de una mayor incidencia del empleo a tiempo parcial y, en menor medida, de aumentos de la productividad —que pueden permitir un mayor consumo de ocio— (Cuadrado, 2023). Durante la pandemia, las horas de trabajo disminuyeron de forma mucho más intensa que el número de ocupados —fundamentalmente como consecuencia del despliegue de los ERTE—, lo que provocó una intensificación en su senda descendente. No obstante, una vez superadas las fases más agudas de la crisis sanitaria, esta variable ha recuperado su tendencia anterior (véase gráfico 3.7.a).

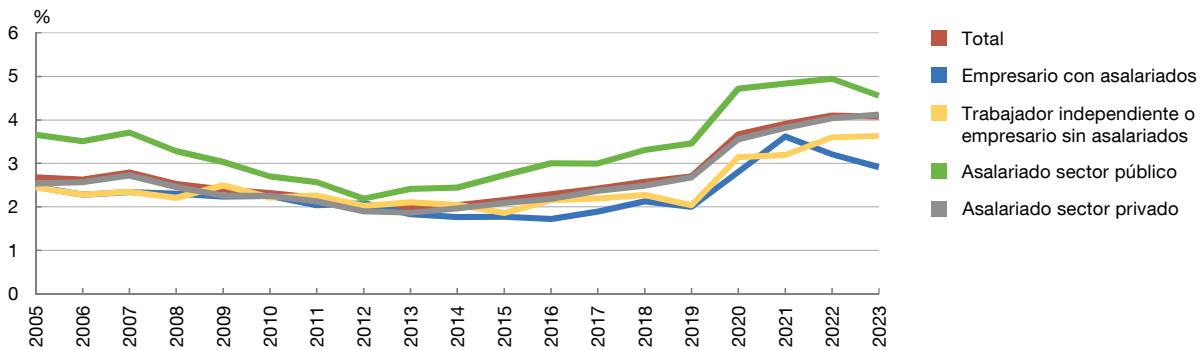
Gráfico 3.7

**Las horas trabajadas por ocupado en España y en la UEM-19 muestran un crecimiento moderado tras la pandemia, todavía lastradas por una elevada incidencia de las bajas laborales por enfermedad**

### 3.7.a Horas trabajadas por persona ocupada en España y la UEM-19



### 3.7.b Ocupados ausentes de su trabajo por enfermedad o accidente en España, según su situación profesional (c) En porcentaje sobre el total de cada categoría



FUENTES: Eurostat (*Quarterly National Accounts*) e Instituto Nacional de Estadística (EPA).

- a Horas trabajadas por persona ocupada. Contabilidad Nacional.  
 b La UEM-19 incluye los países que formaban parte de la zona del euro entre 2015 y 2022.  
 c Elaboración propia con los microdatos de la EPA.



Entre los factores que habrían contribuido al reducido dinamismo de las horas trabajadas por ocupado<sup>2</sup>, destaca la mayor incidencia de las bajas por enfermedad e incapacidad laboral.

La incidencia de estas bajas, que aumentó sensiblemente durante la pandemia, se ha mantenido, más recientemente, en niveles relativamente elevados (véase gráfico 3.7.b), un patrón que también se ha observado en un amplio número de países. Este fenómeno, sobre el que existe una considerable incertidumbre, podría deberse a múltiples factores. Entre ellos, cabría destacar las posibles secuelas persistentes sobre la salud del COVID-19 (Hurtado e Izquierdo, 2023), los cambios adoptados en los protocolos sanitarios para hacer frente a la

<sup>2</sup> También habría contribuido a estos desarrollos el mayor crecimiento relativo del empleo en el sector público, donde el número de horas trabajadas por ocupado suele ser menor que en el sector privado. En sentido contrario, entre finales de 2019 y finales de 2023, el porcentaje de ocupados a jornada parcial disminuyó en nuestro país del 14,7% al 13,5%. Todo lo demás constante, este aspecto habría favorecido un aumento de las horas trabajadas por ocupado.

pandemia —por ejemplo, en cuanto al proceso de concesión de bajas laborales por enfermedad—, el habitual comportamiento procíclico del absentismo laboral, el mayor vigor reciente del empleo en el sector público —donde este tipo de bajas tienen habitualmente una mayor incidencia relativa— y el envejecimiento de la población trabajadora (véase epígrafe 3.2). De mantenerse, esta mayor incidencia de las bajas laborales podría afectar negativamente a la productividad, al empleo y al crecimiento económico potencial.

## 2.4 Productividad, remuneración por asalariado y costes laborales unitarios

En contraste con el empleo, la productividad del trabajo apenas ha aumentado desde el comienzo de la pandemia.

En el período 2019-2023, el PIB por hora trabajada apenas creció un 0,8 % en España, un avance que no es muy distinto al observado en el conjunto de la Unión Económica y Monetaria (UEM). No obstante, cuando la productividad del trabajo se mide en términos de ocupados, se aprecia una reducción de esta, del 1,4 % en nuestro país y del 0,8 % en la UEM (véase gráfico 3.8).

Por su parte, desde finales de 2019 la remuneración por asalariado ha aumentado en España un 16,9 % en términos nominales y un 1,2 % en términos reales, un avance que fue más acusado en 2023.

La remuneración por asalariado pasó de crecer en términos nominales menos del 2 % en 2020 a hacerlo en más del 5 % en 2023 (e incluso por encima del 6 % en los sectores de la economía de mercado). Dicho repunte está asociado, fundamentalmente, al incremento de la inflación, de modo que, en términos reales, este habría sido relativamente contenido (véase gráfico 3.9).

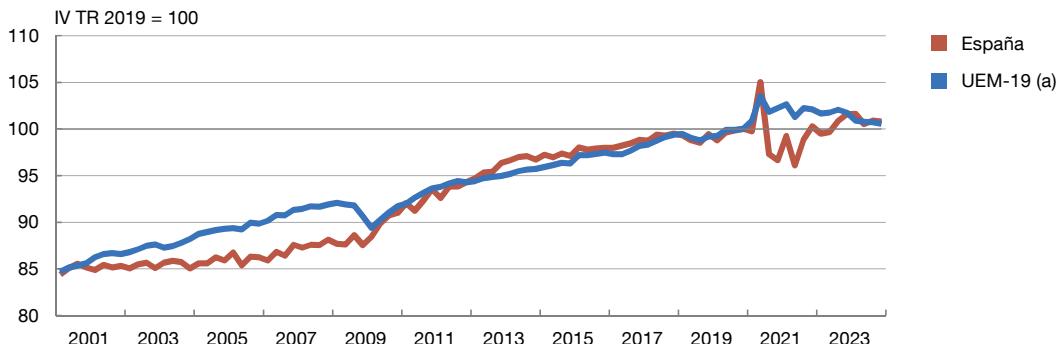
- *En una coyuntura caracterizada por elevadas presiones inflacionistas, los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos han sido relativamente moderados.* En 2023 y en la parte transcurrida de 2024, estos aumentos se encuentran muy alineados con las recomendaciones establecidas en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva, que los agentes sociales suscribieron en marzo del año pasado —de un incremento salarial del 4 % en 2023 y del 3 % en 2024 y 2025—. Por otra parte, aunque la incidencia de las cláusulas de salvaguardia aumentó con el inicio del episodio inflacionista —desde el 19 % en 2019 hasta el 24 % en 2023—, por el momento su impacto en el incremento de los costes salariales estaría siendo muy reducido.
- *Al repunte de los costes laborales de 2023 ha contribuido el incremento de las cotizaciones a la Seguridad Social.* Este incremento se origina en dos medidas: la introducción del Mecanismo de Equidad Intergeneracional (MEI) y el aumento de la base máxima de cotización<sup>3</sup>. El propósito de estas actuaciones es reducir, parcialmente,

<sup>3</sup> En 2023, el tipo de cotización en el MEI fue del 0,5 % para los empleadores y del 0,1 % para los trabajadores. En 2024, estos tipos se elevaron hasta el 0,58 % para los empleadores y el 0,12 % para los trabajadores. Por su parte, la base máxima de cotización aumentó un 7,92 % en 2023 y un 5 % en 2024.

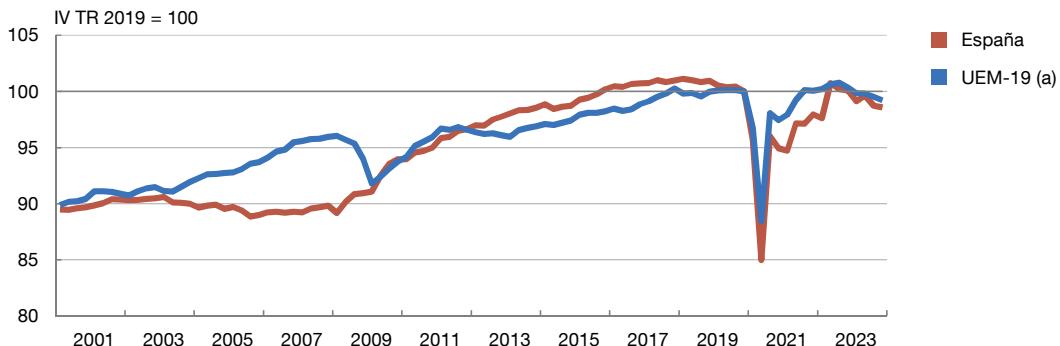
Gráfico 3.8

**La productividad se mantiene estancada en los niveles de 2019, tanto en España como en la zona del euro, y disminuyó en 2023**

### 3.8.a Productividad aparente del trabajo por hora trabajada



### 3.8.b Productividad aparente del trabajo por ocupado



FUENTE: Eurostat (*Quarterly National Accounts*).



a La UEM-19 incluye los países que formaban parte de la zona del euro durante el período entre 2015 y 2022.

el abultado déficit del sistema público de pensiones español. No obstante, conviene destacar que, de acuerdo con los ejercicios de simulación realizados con el Modelo Trimestral del Banco de España, un incremento de 1 pp en el tipo efectivo medio de las cotizaciones sociales podría generar, al cabo de cuatro años, una caída en el número de ocupados cercana al 0,25 %<sup>4</sup>.

- *El salario mínimo interprofesional (SMI) ha seguido aumentando.* Desde 2018, y teniendo en cuenta el [incremento recientemente aprobado para 2024](#), el SMI ha aumentado un 54 % en España, hasta los 1.134 euros mensuales en 14 pagas. Así, en nuestro país la ratio entre salario mínimo y salario medio se ha acercado a la observada en otras economías europeas e, incluso, habría superado los objetivos del 60 % del salario bruto mediano y del 50 % del salario bruto medio recomendados por la [directiva del Parlamento y del Consejo Europeo sobre salarios mínimos adecuados en la UE](#) aprobada en octubre

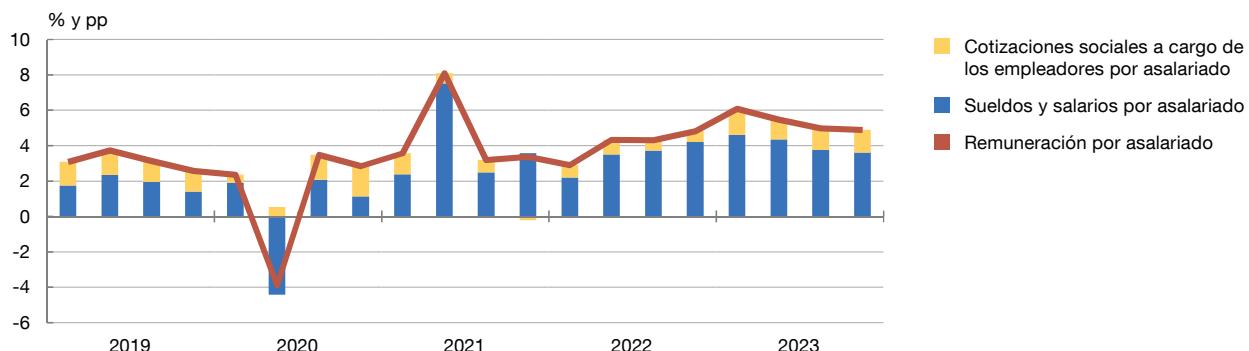
4 En 2022, las cotizaciones sociales supusieron un 12,8 % del PIB en España, mientras que, en la UE, esta partida representó un 10,7 % del PIB cuando se considera la media aritmética y un 12,9 % del PIB cuando se considera la media ponderada.

Gráfico 3.9

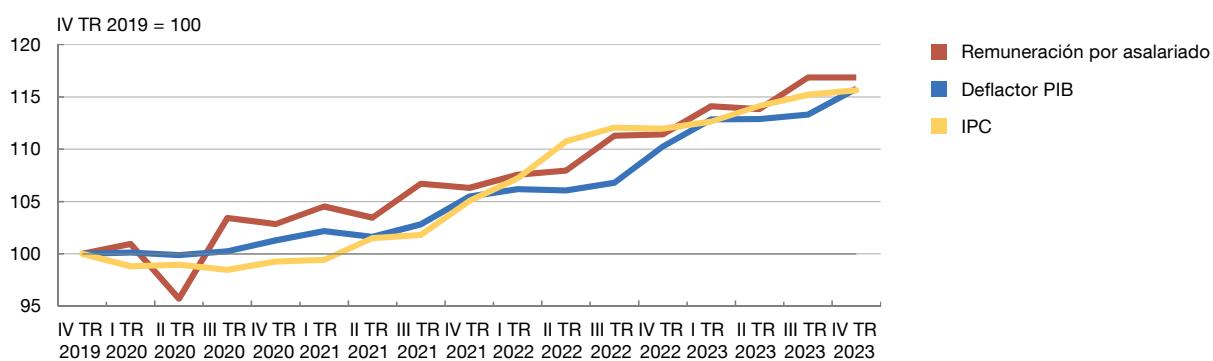
**La remuneración por asalariado aumentó un 5,3 % en 2023, con un crecimiento importante de los sueldos y una aportación apreciable de las cotizaciones sociales. En términos reales, la remuneración por asalariado avanzó de forma más moderada**

### 3.9.a Evolución de la remuneración por asalariado y sus principales componentes

Tasas de variación interanual de la remuneración y contribución a esta de sus componentes



### 3.9.b Remuneración por asalariado e índices de precios desde finales de 2019



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



de 2022<sup>5</sup>. Como resultado de estos desarrollos, el porcentaje de trabajadores afectados por el SMI en nuestro país pasó de un 5,1 % en 2018 a un 11,5 % en 2023, y se estima que este se situará en el 12,7 % en 2024. Alcanzados estos niveles, sería conveniente que eventuales aumentos futuros del SMI tuvieran en cuenta —mediante un análisis *ex ante* detallado— los posibles efectos adversos que dichos incrementos podrían suponer, en ausencia de mejoras en la productividad, para el empleo de determinados grupos de trabajadores, empresas y regiones<sup>6</sup>.

5 A este respecto, cabe señalar que la variabilidad entre provincias del porcentaje de trabajadores afectados por el SMI y de la ratio salario mínimo-salario mediano es muy elevada. En concreto, por lo que respecta a la ratio salario mínimo-salario mediano, en Álava, Bizkaia, Gipuzkoa, Navarra, Barcelona y Madrid está entre el 50 % y el 60 %, mientras que en provincias como Almería, Ourense, Badajoz, Lugo y Cuenca supera el 80 %.

6 Algunos estudios señalaron que los efectos negativos de los aumentos del salario mínimo sobre el empleo durante el período 2018-2021 no fueron de gran magnitud en términos agregados, pero sí fueron adversos en los colectivos de mayor edad y redujeron las horas trabajadas y el flujo de creación de empleo para los jóvenes (Barceló, Izquierdo, Lacuesta, Puente, Regil y Villanueva, 2021). Por otra parte, un estudio reciente (Anghel y Tagliatti, 2024) muestra que la incidencia del SMI es especialmente elevada en pequeñas y medianas empresas y en las regiones con las tasas de paro más elevadas.

- *La deriva salarial ha sido mayor que la observada en el pasado.* La deriva salarial es la diferencia entre el crecimiento observado de los salarios y el avance de las tarifas salariales pactadas y del salario mínimo. Tradicionalmente, esta brecha ha sido negativa en la economía española en las fases expansivas de la actividad y positiva en los episodios recesivos. Todo ello como consecuencia, principalmente, de cambios en la composición sectorial y ocupacional del empleo y de la movilidad laboral. Sin embargo, en los últimos años, en los que el PIB de la economía española se ha expandido con un considerable vigor, la deriva salarial ha sido positiva —cercana a 2 pp en 2023—. Si bien aún existe mucha incertidumbre en cuanto a los motivos y al grado de persistencia de este comportamiento procíclico de la deriva —que es novedoso en España, pero relativamente habitual en otras economías de nuestro entorno—, dicho comportamiento podría ser el reflejo, al menos en parte, del notable tensionamiento que el mercado de trabajo español viene experimentando recientemente (véase epígrafe 2.5).

En conjunto, el crecimiento de la remuneración por asalariado, unido al débil comportamiento de la productividad, ha impulsado los costes laborales unitarios (CLU) por encima de los observados en el resto de los países de la UEM.

De acuerdo con la información más actualizada de la Contabilidad Nacional, los CLU registraron un incremento del 6 % durante 2023. Desde 2019, el aumento de los CLU en nuestro país ha superado en 2,6 pp al observado en el conjunto de la UEM (véase gráfico 3.10). Este deterioro relativo de los CLU podría acabar afectando a la competitividad-precio de las empresas españolas y retrasando el retorno de la inflación a la tasa objetivo a medio plazo del 2 %. En este sentido, estimaciones recientes del Banco de España (Aguilar, Domínguez-Díaz, Gallegos y Quintana, 2024) sugieren que, por cada punto porcentual de aumento de este diferencial, las exportaciones españolas podrían disminuir entre un 0,2 % y un 0,3 %, mientras que el PIB podría retroceder un 0,6 %.

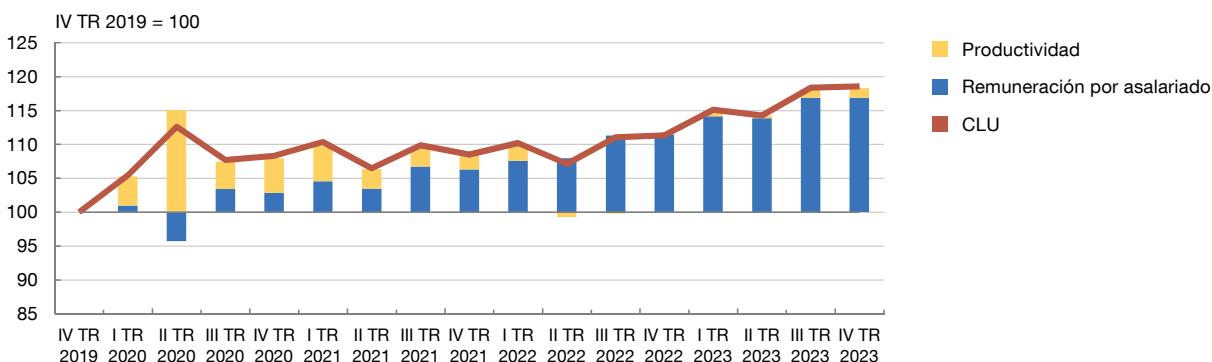
Con una perspectiva temporal amplia, el avance de la productividad es el principal factor detrás del crecimiento de los salarios reales, si bien, en determinadas coyunturas, los incrementos de la productividad no tienen por qué suponer aumentos de los salarios reales de la misma magnitud.

- *La evidencia internacional de las últimas décadas apunta a que los salarios reales crecen de forma más intensa en aquellas economías donde la productividad presenta un mayor dinamismo.* El gráfico 3.11 muestra la evolución de la productividad aparente del trabajo y del salario real medio durante el período 1990-2019 en economías avanzadas. La correlación entre ambas variables es positiva y significativa: a mayor crecimiento de la productividad, mayores aumentos salariales medios en términos reales. Esta evidencia contribuye a explicar también el escaso crecimiento de los salarios reales en España a lo largo de las últimas décadas: el avance de la productividad en nuestro país ha sido muy reducido tanto en términos absolutos como en comparación con el que se ha observado en otras de las principales economías mundiales.

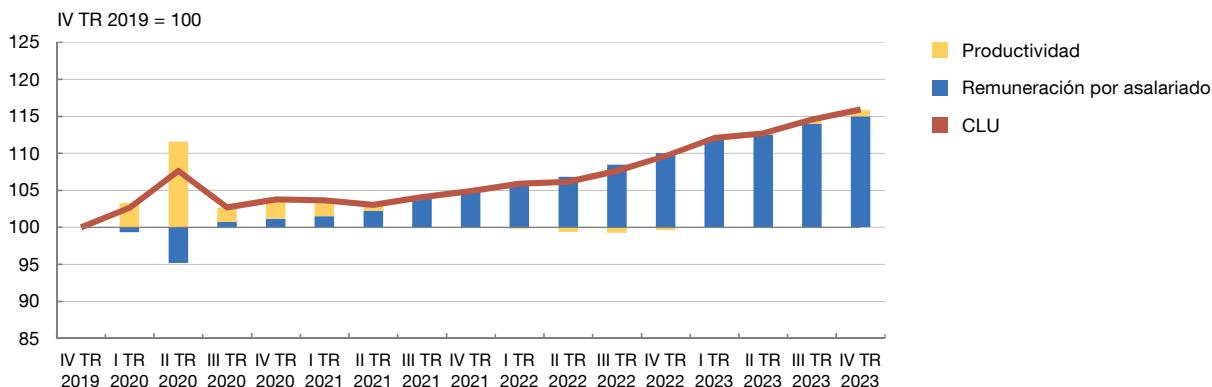
Gráfico 3.10

**El mayor crecimiento de los CLU en 2023 se debió tanto a un aumento de la remuneración por asalariado como a una caída de la productividad**

### 3.10.a CLU en España (a)



### 3.10.b CLU en la UEM-19 (a) (b)



FUENTE: Eurostat (*Quarterly National Accounts*).

- a Series desestacionalizadas. La descomposición de los CLU se hace bajo el supuesto de que la productividad de los asalariados es igual a la de los ocupados.  
 b La UEM-19 incluye los países que formaban parte de la zona del euro entre 2015 y 2022.

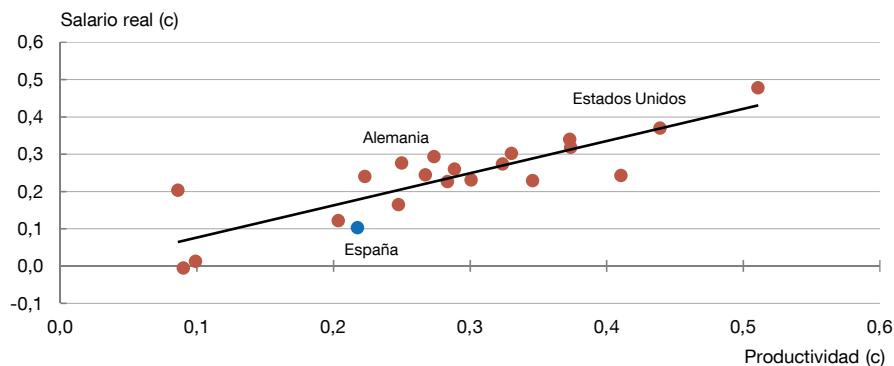


- *Ello no implica que los aumentos de la productividad aparente del trabajo supongan, necesariamente, incrementos de los salarios reales de la misma magnitud.* Como también se puede apreciar en el gráfico 3.11, en la gran mayoría de los países representados, el avance de la productividad aparente del trabajo durante el período 1990-2019 fue mayor que el crecimiento observado en los salarios reales medios. España figura entre los países donde esta brecha es mayor.
- *Las razones que hay detrás de esta brecha han sido y siguen siendo objeto de un análisis exhaustivo por parte de la literatura económica, si bien esta aún no ofrece resultados concluyentes en cuanto a la importancia relativa de cada uno de los posibles factores explicativos.* Entre los principales determinantes analizados destacan los cambios tecnológicos, que podrían haber mostrado en las últimas décadas un mayor

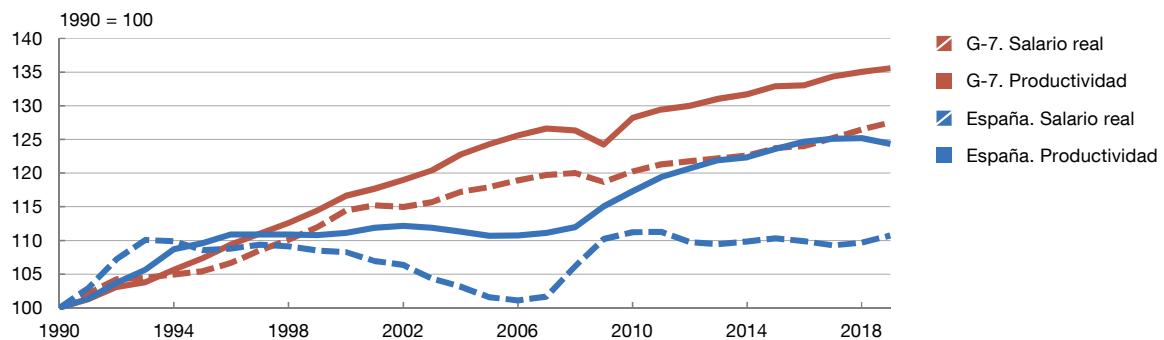
Gráfico 3.11

**Existe una asociación positiva entre salarios y productividad, a pesar de que desde 1990 se observa un menor crecimiento agregado de los salarios que de la productividad**

### 3.11.a Relación entre salario real y productividad del trabajo: economías avanzadas (a) (b)



### 3.11.b Evolución del salario real y de la productividad del trabajo en España y en los países del G-7 (a)



FUENTES: OCDE y Banco de España.

- a. El salario real se mide como la remuneración por asalariado deflactada con el deflactor del PIB. La productividad del trabajo se expresa como la ratio del PIB real sobre el total de ocupados.
- b. Las economías avanzadas consideradas son las siguientes: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Suecia y Suiza.
- c. Tasa de variación entre 2019 y 1990, en porcentaje.



grado de complementariedad con el factor capital que con el factor trabajo. También ha recibido mucha atención por parte de los investigadores el proceso de globalización de la actividad económica, que habría generado una cierta deslocalización de las actividades más intensivas en empleo y reducido el poder de negociación de los trabajadores en las economías avanzadas. Otro de los aspectos que se ha resaltado en la literatura como posible causa de un menor crecimiento de los salarios en comparación con el avance de la productividad estaría relacionado con un mayor poder de monopsonio y de monopolio por parte de las empresas<sup>7</sup>, en un contexto en el que, como se ha mencionado, el poder de negociación de los trabajadores podría

<sup>7</sup> Por ejemplo, Deb, Eeckhout, Pattel y Warren (2022) estiman conjuntamente la evolución del poder de monopolio y de monopsonio con una muestra de empresas estadounidenses y encuentran que el primero explicaría un 75 % del estancamiento salarial observado en el período 1997-2016, mientras que el resto vendría explicado por el incremento del poder de monopsonio.

haberse reducido. Por último, también se ha puesto de relieve la importancia de los intensos cambios que se han venido produciendo en la composición de la oferta de empleo, por ejemplo, en términos del envejecimiento de los trabajadores —que también se discute en el epígrafe 3.2—, la incorporación de la mujer al mercado laboral y la inmigración<sup>8</sup>.

## 2.5 Tasa de paro e indicadores de tensionamiento en el mercado de trabajo

Como resultado del dinamismo del empleo, la tasa de paro ha disminuido.

A finales de 2023, la tasa de desempleo se situó en el 11,8 %, 5,6 pp menos que al comienzo de la pandemia y la tasa más baja registrada en nuestro país desde 2008. A este descenso ha contribuido positivamente el vigor mostrado por la creación de empleo, mientras que el aumento de la población activa ha evitado que el ajuste a la baja en la tasa de paro fuera algo más acusado<sup>9</sup>.

No obstante, se mantiene un diferencial positivo elevado entre la tasa de paro española y la de las principales economías europeas.

A finales de 2023, en España la tasa de desempleo aún era el doble que la del conjunto de la UE-27, del 5,9 %. Por su parte, la tasa de paro juvenil (de 16 a 24 años) era del 28 %, casi el triple que la del conjunto de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) (10,7 %) y alrededor del doble que la media de la UE-27 (14,9 %). Además, a pesar de la elevada rotación del empleo en nuestro país, el porcentaje de parados que lo han estado durante más de un año era del 39 % en España, frente al 25,4 % del conjunto de la OCDE. Estos indicadores de la elevada magnitud del desempleo de la economía española, incluso en períodos de intensa recuperación económica, y su desigual distribución por grupos de población (véase gráfico 3.12) sugieren que una buena parte de este es de carácter estructural.

Las causas de la persistencia de este diferencial positivo en la tasa de paro entre España y la mayor parte de los países de nuestro entorno han sido objeto de mucha investigación a lo largo de las últimas décadas<sup>10</sup>.

Si bien dichas causas continúan siendo objeto de debate y de evaluación empírica, la literatura económica ha venido argumentando, con carácter general, que una parte importante de las diferencias internacionales observadas en las tasas de paro tienen que ver con las propias instituciones y políticas que afectan directamente al funcionamiento del mercado laboral. Entre

<sup>8</sup> Para una panorámica reciente sobre los factores que pueden explicar el desacople entre salarios y productividad, véase Grossman y Oberfield (2022).

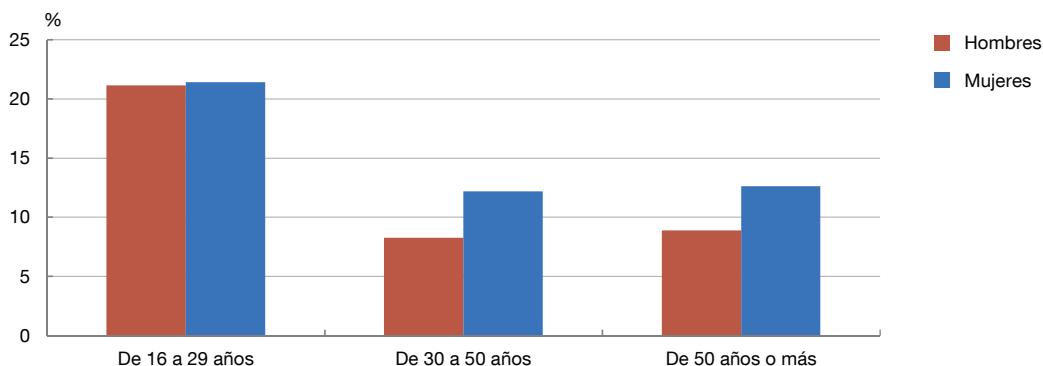
<sup>9</sup> Tomando la población en edad de trabajar como la comprendida entre 16 y 69 años, si la tasa de actividad se hubiera mantenido constante, la tasa de paro habría sido 1 pp menor a finales de 2023, del 10,8 %.

<sup>10</sup> La literatura sobre esta cuestión ya era abundante a finales del siglo pasado. Una revisión reciente de dicha literatura se puede encontrar en Bertola (2017).

Gráfico 3.12

**El paro juvenil sigue siendo casi el doble que el del resto de la población. Esta diferencia es algo más marcada entre los varones**

3.12.a Tasa de paro en 2023, por grupo de edad y sexo



FUENTE: Instituto Nacional de Estadística (EPA).



ellas se suelen destacar el diseño de las políticas activas —cuyo objetivo principal debe estar centrado en aumentar la empleabilidad de los parados— y de las políticas pasivas de empleo —que han de ofrecer un nivel adecuado de protección a los desempleados, al tiempo que deben proporcionar los suficientes incentivos para el retorno al empleo—, y distintos elementos que influyen tanto en el ritmo de creación de empleo como en su estabilidad —por ejemplo, las diferentes modalidades contractuales disponibles, el nivel de los costes de despido o los múltiples factores que condicionan la negociación colectiva—. Estas cuestiones se analizan en el epígrafe 4.

A pesar de la elevada tasa de paro, el mercado de trabajo español muestra síntomas de tensionamiento similares a los de otros países con tasas de paro inferiores.

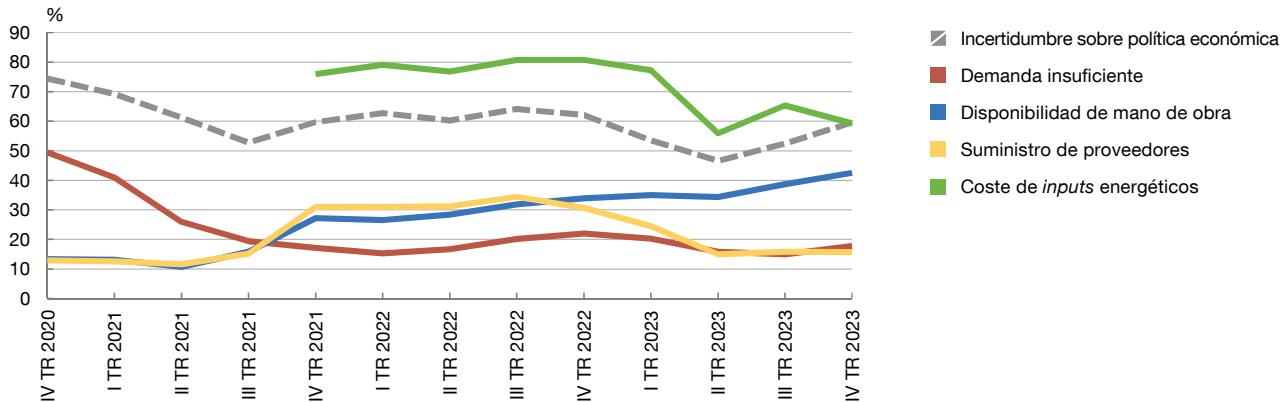
A este respecto cabe mencionar dos indicadores:

- Las encuestas regulares realizadas a empresas, por parte tanto de la Comisión Europea como del Banco de España, ponen de manifiesto que la falta de mano de obra es percibida por las empresas como uno de los principales factores que limitan su actividad productiva (véase gráfico 3.13.a). En particular, el porcentaje de empresas que declaran que la falta de mano de obra es un factor que limita la actividad empresarial pasó del 25 % a principios de 2022 al 42,5 % a finales de 2023.
- Por otro lado, aunque las vacantes de puestos de trabajo son difíciles de medir con los instrumentos estadísticos al uso —y, por tanto, la información disponible debe interpretarse con cautela—, hay indicios de escasez de oferta de trabajo en varios sectores de actividad y ocupaciones. Esto ocurre tanto en sectores y ocupaciones de

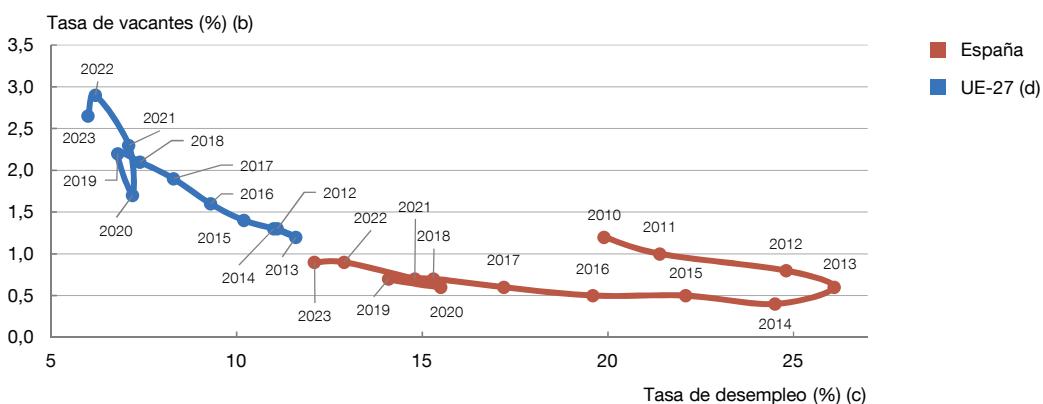
Gráfico 3.13

**La disponibilidad de mano de obra es un factor limitativo de la actividad empresarial. La tasa de vacantes ha aumentado en España y en la UE-27**

### 3.13.a Factores que limitan la actividad empresarial (a)



### 3.13.b Curva de Beveridge



**FUENTES:** Banco de España (EBAE) y Eurostat (*Labour Force Survey* y *job vacancy rate*).

- a En la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), las empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo de cada uno de los factores sobre su actividad. Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.
- b La tasa de vacantes se mide como el cociente del número de puestos vacantes y la suma del número de puestos ocupados y número de puestos vacantes.
- c La tasa de desempleo es el cociente de la población desempleada sobre el total de la población activa (de entre 15 y 74 años).
- d UE-27 es, en todo el período considerado, el agregado de países que forman la UE desde 2020.



baja cualificación —por ejemplo, la hostelería y el comercio— como en aquellos que requieren una cierta cualificación técnica profesional —sobre todo, en el ámbito de las empresas tecnológicas y de ingeniería—. En todo caso, para el conjunto de la economía, tanto en España como en la UEM, la tasa de vacantes ha aumentado en los últimos años a medida que disminuía la tasa de paro (véase gráfico 3.13.b).

Las razones de este tensionamiento del mercado de trabajo español, en un contexto en el que las tasas de desempleo aún son tan elevadas, pueden diferir por sectores y ocupaciones.

El tensionamiento del mercado de trabajo puede producirse por el lado de la demanda (debido a un aumento del número de puestos de trabajo que generan las empresas), por el lado de la oferta de trabajo (debido a un aumento del salario de reserva de los trabajadores), por una menor eficiencia en el proceso de emparejamiento entre puestos de trabajo vacantes y trabajadores en búsqueda de empleo o por una combinación de varios de estos factores.

- En algunos sectores y ocupaciones, es probable que el desajuste entre los requerimientos de habilidades de los nuevos puestos de trabajo y las cualificaciones de los trabajadores que buscan empleo haya aumentado y, por tanto, que la eficiencia del emparejamiento haya disminuido. Esta hipótesis resulta especialmente plausible en una coyuntura, como la actual, con rápidos avances tecnológicos y con un sistema educativo que no se está adaptando a ellos con la suficiente rapidez —véase el epígrafe 4 del capítulo 2 de este Informe—.
- En otros casos, el emparejamiento entre los trabajadores que buscan empleo y los puestos de trabajo vacantes puede haberse ralentizado, al menos en parte, como consecuencia de un aumento de los salarios de reserva, esto es, de los salarios que los trabajadores exigen para aceptar un determinado puesto de trabajo. Este fenómeno, difícil de cuantificar, podría responder, en parte, a factores muy diversos; por ejemplo, a la extensión del ingreso mínimo vital (IMV) o a unas mejores expectativas por parte de los trabajadores que buscan empleo.

Por otra parte, en los momentos álgidos de la pandemia, en algunos países —especialmente, en Estados Unidos— se observó un aumento muy significativo de las salidas voluntarias del mercado de trabajo y, con ello, una caída de la tasa de actividad. No obstante, este fenómeno —que ya se ha revertido en Estados Unidos en los últimos años— parece poco relevante para explicar las dinámicas del mercado laboral español. En efecto, en 2020 la caída de la tasa de actividad fue de mucha menor intensidad en España que en Estados Unidos y, desde entonces, esta tasa ha seguido una tendencia creciente, de forma que a finales de 2023 superaba en 0,7 pp su nivel prepandemia<sup>11</sup>. Desde finales de 2019, este aumento ha sido de alrededor de 1 pp para los trabajadores de 20-34 años, de alrededor de 1,5 pp para los de 35-54 años y especialmente notable, de alrededor de 4 pp, para los de 55-69 años.

---

<sup>11</sup> Tasa de actividad referida a la población de 16 a 69 años.

### 3 Las consecuencias laborales de los cambios tecnológicos y demográficos

#### 3.1 Nuevas tecnologías, organización del trabajo, empleo y salarios

Con cada nueva ola de desarrollo tecnológico resurgen las preocupaciones por el impacto que la tecnología tiene sobre el empleo.

Con carácter general, dicho impacto podría materializarse a través de tres canales principales:

- Un primer canal tiene que ver con el incremento de productividad derivado de las innovaciones, que permiten producir más bienes y servicios con menos factores de producción.
- Otro canal está asociado al desplazamiento de algunos trabajadores que realizan determinadas tareas productivas, las cuales pasan a ser redundantes a causa de las nuevas tecnologías.
- En tercer lugar, las innovaciones tecnológicas generan nuevos puestos de trabajo que requieren de habilidades y de cualificaciones profesionales complementarias a ellas.

En conjunto, se estima que, a lo largo de la historia, las innovaciones tecnológicas han mantenido —e incluso aumentado— los niveles de empleo.

En particular, el efecto desplazamiento ha sido tradicionalmente dominado por el aumento de la productividad y la aparición de nuevos puestos de trabajo. De esta manera, en un contexto de adaptación educativa y profesional de la oferta de trabajo relativamente rápida y de incrementos apreciables de la producción, el consumo y los salarios, los avances tecnológicos han impulsado el crecimiento económico y, con ello, el bienestar social (Autor y Salomons, 2017).

En el pasado, los cambios tecnológicos estuvieron limitados a la automatización de tareas muy específicas y complementarias del trabajo humano u otras de carácter manual o rutinario.

Dichos cambios tendían a desplazar a algunos trabajadores poco cualificados, al tiempo que aumentaban la productividad de los trabajadores más cualificados (*skill-biased technological progress*) o permitían automatizar tareas rutinarias incrementando la productividad de los trabajadores (*routinization*).

Por el contrario, el desarrollo de la robótica y de la inteligencia artificial (IA) podría permitir automatizar tareas productivas a lo largo de toda la distribución de ocupaciones, incluso de las de mayor nivel de cualificación profesional.

Al tratarse de innovaciones tecnológicas de uso general (*general-purpose technology*), con capacidad para desarrollar tareas creativas y no solo rutinarias, la IA y la robotización tienen el potencial de cambiar radicalmente el mercado laboral. Es por ello que existe una creciente preocupación en el debate público y un considerable interés en la literatura académica en cuanto a la posibilidad de que estos cambios tecnológicos lleguen a ser más disruptivos que los observados en el pasado, y no solo para el mercado de trabajo sino también en otros muchos ámbitos.

En este sentido, al margen de los posibles efectos positivos que estas nuevas tecnologías podrían tener sobre la productividad, también se vislumbran algunos riesgos.

Entre otros, la aparición de sesgos favorables a la selección de tecnologías más intensivas en IA —en lugar de en trabajo humano—, la pérdida de economías de alcance y complementariedades en la toma de decisiones —cuando las decisiones se delegan en las máquinas— y un uso intensivo de «máquinas inteligentes» en la supervisión de las tareas realizadas por los trabajadores. La preocupación por estos (y otros) posibles efectos<sup>12</sup> ya ha dado lugar a algunas iniciativas normativas. Por ejemplo, a principios de diciembre del año pasado, la Presidencia del Consejo y los negociadores del Parlamento Europeo alcanzaron un acuerdo provisional sobre normas armonizadas en materia de IA: el llamado Reglamento de Inteligencia Artificial. Este proyecto tiene por objeto garantizar que los sistemas de IA introducidos en el mercado europeo y utilizados en la UE sean seguros y respeten los derechos fundamentales y los valores de esta, al mismo tiempo que pretende estimular la inversión y la innovación en el ámbito de la IA en Europa.

La evidencia sobre el impacto laboral de estos nuevos cambios tecnológicos es todavía muy limitada y ha de interpretarse con cautela.

Diversos trabajos han tratado de medir los efectos de la robotización y de la IA sobre el empleo utilizando diferentes enfoques. Uno de ellos consiste en analizar el comportamiento de distintos segmentos del mercado de trabajo en función de su exposición a las nuevas tecnologías. En general, se obtienen resultados dispares en función del país y del período temporal analizado. Para el caso español, hay alguna evidencia de que, en el sector manufacturero, la nueva ola de innovación tecnológica ha producido crecimientos tanto de la productividad como del empleo. En particular, se observa que, frente a las empresas que no instalaron robots, las que sí lo hicieron incrementaron su producción entre un 20 % y un 25 % al cabo de cuatro años, redujeron el peso de sus costes laborales en los costes totales entre 5 pp y 7 pp y lograron una creación neta de empleo del 10 % (Koch, Manuylov y Smolka, 2021). Una posible explicación de estos resultados es que las empresas que automatizan son más productivas y competitivas, de manera que pueden reducir el precio de sus productos y, por tanto, ganar cuota de mercado, por lo que su demanda de trabajo aumenta (Aghion, Antonin, Bunel y Jaravel, 2022)<sup>13</sup>.

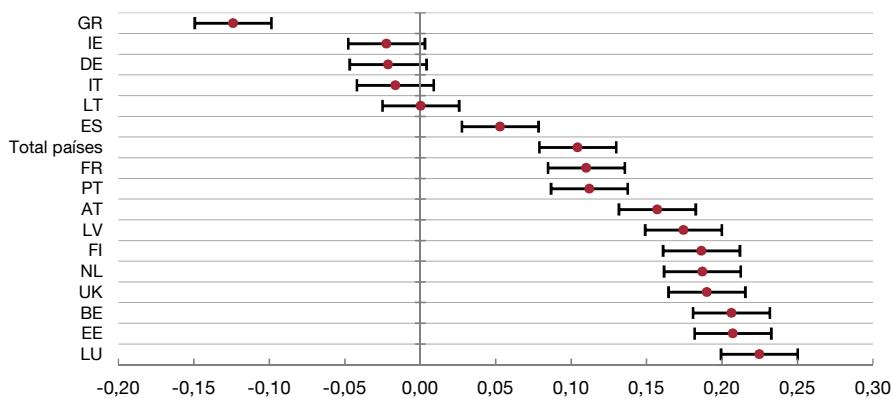
12 Acemoglu (2021) repasa los posibles efectos negativos de la IA más allá del mercado de trabajo.

13 La robotización también podría afectar a la dinámica de la inflación a través de cambios en el poder negociador de los trabajadores y en el peso del trabajo en la producción. Véase Basso y Rachedi (2023).

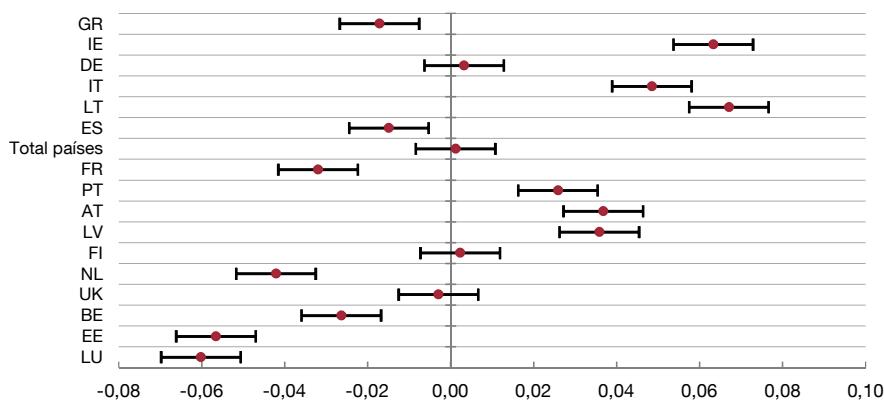
Gráfico 3.14

**El empleo ha aumentado más en aquellas ocupaciones más expuestas a los desarrollos de la robótica y la IA, cuyo impacto sobre los salarios depende de su complementariedad con las cualificaciones profesionales de los trabajadores (a)**

3.14.a Asociación por ocupaciones entre el peso del empleo total y la exposición a las nuevas tecnologías



3.14.b Asociación por ocupaciones entre los salarios relativos y la exposición a las nuevas tecnologías



FUENTE: Albanesi, Dias da Silva, Jimeno, Lamo y Wabitsch (2023).

a Barras de error según el error estándar con un 95 % de confianza.



Hasta el momento, la demanda de trabajo ha aumentado relativamente más en aquellas ocupaciones potencialmente más expuestas a los desarrollos de la robótica y de la IA.

Albanesi, Dias da Silva, Jimeno, Lamo y Wabitsch (2023) muestran cómo aquellas ocupaciones que mejor se complementan con los progresos de la robótica y de la IA ganaron peso en el empleo durante el período 2011-2019 en los países de la UE. Este fenómeno, además, parece ser más intenso cuanto mayor es la presencia de jóvenes y de trabajadores con un alto nivel educativo en dichas ocupaciones (véase gráfico 3.14). Por otra parte, las pérdidas salariales asociadas a la introducción de nuevas tecnologías suelen ser más acusadas para los trabajadores manuales de mayor edad, mientras que los trabajadores más jóvenes, más

proclives a ocupar puestos de trabajo en los sectores más tecnológicos, suelen percibir aumentos salariales con la implementación de las nuevas tecnologías (Humlums, 2021).

La exposición a las nuevas tecnologías y el grado de complementariedad de estas con el trabajo humano determinarán quiénes serán los trabajadores desplazados y quiénes se beneficiarán de un mayor aumento de su productividad.

La incertidumbre sobre el grado de complementariedad que podría llegar a existir entre los nuevos avances tecnológicos y el trabajo humano es muy elevada, más aún cuando todavía no es posible anticipar, con un mínimo grado de certeza, el potencial real de estas nuevas innovaciones. Por ejemplo, no se descarta que los desarrollos más recientes de la IA, basados en modelos de lenguaje generativo, tengan implicaciones muy extensas y profundas en numerosas actividades productivas que requieren altos niveles de cualificación. De esta manera, es posible que la escasa evidencia empírica disponible hasta la fecha en relación con los impactos de la robótica y de la IA sobre el mercado laboral no sea verdaderamente representativa de los cambios que se observarán en un futuro próximo.

- *En principio, cabe esperar que la complementariedad con la robótica y la IA será mayor para aquellos trabajadores que entiendan cómo operan las nuevas tecnologías y sean capaces de proporcionar valor añadido a las tareas realizadas por robots y algoritmos.* También se verán en mayor medida favorecidos aquellos trabajadores lo suficientemente versátiles como para realizar varias tareas diferentes y horizontales en el proceso de producción de bienes y servicios. Por el contrario, aquellos trabajadores que se limitan a la realización de un número reducido de tareas —rutinarias o no, manuales o no manuales— serán, previsiblemente, desplazados por las nuevas tecnologías<sup>14</sup>.
- *En cualquier caso, la digitalización y los avances en IA también podrían favorecer las oportunidades de empleo para los trabajadores de menor cualificación profesional y habilitar instrumentos que complementen sus habilidades.* Así, por ejemplo, existe evidencia de que estos desarrollos han permitido la extensión del empleo independiente —esto es, la mayor presencia de trabajadores que realizan tareas para las empresas sin tener relaciones laborales estables con ellas— y la creación de nuevos puestos de trabajo asociados a plataformas digitales, las cuales han sido una fuente de empleo cuantitativamente importante. A este respecto, será importante entender en qué medida la aparición de estas nuevas formas de empleo no asalariado y la disminución del peso de los asalariados pueden tener consecuencias agregadas sobre las dinámicas del empleo y la productividad. En particular, como señalan Gómez García y Hospido (2022), el empleo independiente y/o el vinculado a las plataformas digitales tienen, en general, unas condiciones laborales distintas a las que tenían los asalariados que se han visto desplazados por las nuevas tecnologías.

---

14 Véase Green (2024) para estimaciones preliminares del impacto de la IA sobre la demanda de cualificaciones.

- *En definitiva, el sesgo a favor de aquellos trabajadores con mayores cualificaciones profesionales que se observó en avances tecnológicos anteriores podría desaparecer o, incluso, cambiar de signo con los nuevos desarrollos tecnológicos. Si este fuera el caso, dichos avances podrían llegar a contribuir a una reducción de la desigualdad de renta.*

El uso de las nuevas tecnologías en la producción de bienes y servicios aún se encuentra en una fase muy incipiente y la velocidad de su despliegue dependerá, previsiblemente, de factores institucionales de diversa índole.

Algunos estudios han señalado que el ritmo de dicho despliegue dependerá del desarrollo de las infraestructuras digitales, del capital humano y de las habilidades digitales de los trabajadores, así como de la flexibilidad del mercado de trabajo y de las políticas de empleo. Una combinación de indicadores correspondientes a estos factores institucionales sitúa a la economía española algo retrasada, en comparación con otros países desarrollados, en lo que respecta al grado de preparación para la implementación de las nuevas tecnologías (Cazzaniga et al.).

El teletrabajo es un ejemplo de cómo las nuevas tecnologías pueden cambiar la organización interna de las empresas y las pautas de prestación de los servicios laborales.

La pandemia de COVID-19 supuso un considerable impulso al uso del teletrabajo (Anghel, Cozzolino y Lacuesta, 2020). Así, en España, el porcentaje de trabajadores que desarrollan su labor desde casa aumentó desde el 4,8 % en 2019 hasta el 7,6 % en 2022. No obstante, este porcentaje, que varía de forma significativa por tipo de ocupación, aún está sensiblemente por debajo del que se observa en otros países europeos. En particular, en la UE-27, dicho porcentaje pasó del 5,4 % al 10,2 % en el mismo período.

El impacto del teletrabajo sobre la productividad depende de su implementación y probablemente sea muy heterogéneo entre ocupaciones.

La hipótesis más plausible es que la relación entre teletrabajo y productividad tenga forma de «U» invertida (OCDE, 2020a). Con niveles muy reducidos de teletrabajo, es probable que la productividad se resienta por la menor satisfacción de los trabajadores y la menor facilidad que encuentran para desarrollar sus tareas de manera eficiente. Asimismo, con niveles muy elevados de teletrabajo quizás se pierda productividad, como consecuencia de una reducción significativa del grado de interacción y de los flujos de información entre los equipos, un aspecto que, en ciertas ocupaciones, resulta fundamental para la correcta realización de determinadas tareas. En cambio, con niveles intermedios de teletrabajo dominarían las ganancias de productividad, que podrían derivarse, por ejemplo, de la reducción de los costes de desplazamiento al trabajo y de un mayor grado de satisfacción de los empleados. Por otra parte, el impacto del teletrabajo sobre la productividad también depende de cómo se resuelvan diversas cuestiones logísticas relacionadas con las infraestructuras disponibles para el trabajo en remoto, las condiciones de trabajo en el domicilio de los empleados y la naturaleza de las

tareas que se han de realizar, entre otros factores. De igual modo, para que el impacto del teletrabajo sobre la productividad pueda llegar a ser positivo, es indispensable que los trabajadores tengan las suficientes competencias digitales, aspecto en el que existe margen de mejora en nuestro país, tal y como ya se señaló en Banco de España (2023).

La medición del impacto del teletrabajo sobre la productividad es todavía muy preliminar y se necesitará más tiempo para calcularlo con distintos horizontes temporales.

Por ahora, la evidencia empírica disponible es favorable a la hipótesis de una asociación positiva entre teletrabajo y productividad. En particular, Bergeaud, Cette y Drapala (2023), combinando datos de encuestas a aproximadamente 1.600 empresas francesas con información financiera de sus balances, estiman un incremento del 0,6 % en la productividad total de los factores por cada punto porcentual de aumento en la proporción de trabajadores con teletrabajo. Como ya se ha mencionado, es preciso interpretar estos resultados con la debida cautela. En cualquier caso, lo que sí se ha observado con claridad en los últimos años es un aumento notable del porcentaje de ofertas de puestos que permiten el teletrabajo, así como de las preferencias de los trabajadores por este tipo de empleos (Adrjan, Ciminelli, Judes, Koelle, Schwellnus y Sinclair, 2021; Colonnelli, McQuade, Ramos, Rauter y Xiong, 2023).

### 3.2 El envejecimiento de la población trabajadora

Los cambios demográficos que están afectando a la población española, como a la de la mayoría de países avanzados, están provocando, y lo seguirán haciendo en el futuro, una profunda transformación de la composición por grupos de edad de la población trabajadora.

La disminución de la natalidad, la llegada a la jubilación de las generaciones —especialmente numerosas— nacidas en las décadas de 1950 y 1960 y el continuo incremento de la longevidad se están traduciendo en un notable envejecimiento de la población ocupada en nuestro país, un proceso que se acentuará en los próximos años<sup>15</sup>. En lo que llevamos de siglo, la edad media de los ocupados asalariados en España ha aumentado en 6 años —de 37,5 a 43,5 años—, mientras que la de los ocupados no asalariados lo ha hecho en 4 años —de 44 a 48 años— (véase gráfico 3.15).

El envejecimiento de los trabajadores incide negativamente sobre las tasas de crecimiento del empleo y de la productividad y, por tanto, sobre el crecimiento económico potencial.

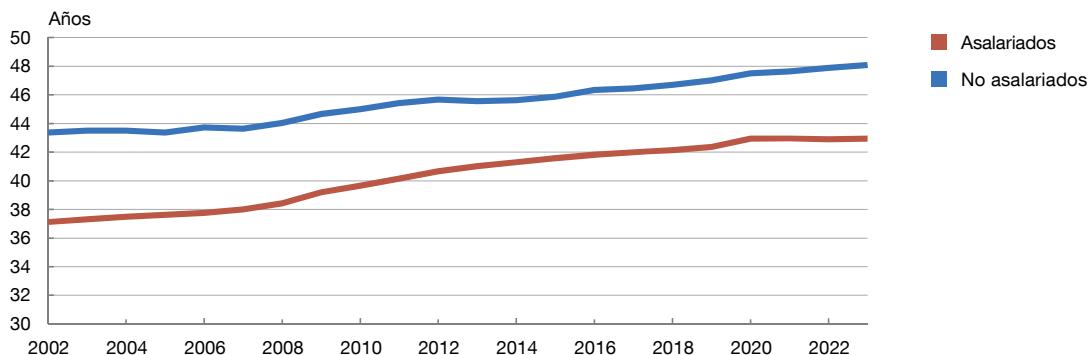
- *Las tasas de actividad y de empleo de los trabajadores con edades cercanas a la jubilación son menores que las de los trabajadores con edades intermedias.* Por consiguiente, un aumento del peso relativo de la población de mayor edad implica,

<sup>15</sup> Para más detalles sobre este cambio demográfico y sobre sus posibles implicaciones, véase Banco de España (2019).

Gráfico 3.15

**La disminución de la tasa de natalidad entre 1977 y 1997 y el alargamiento de la vida laboral han supuesto un aumento significativo de las edades medias de los ocupados**

3.15.a Edad media de los asalariados y no asalariados (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (EPA) y Banco de España.

a Elaboración propia con los microdatos de la EPA. Edad media calculada sobre los ocupados de más de 16 años.



mecánicamente, una disminución de las tasas agregadas de actividad y de empleo (véase gráfico 3.16 y, para más detalle, Cuadrado, Fernández Cerezo, Montero y Rodríguez, 2023).

- También se observan diferencias similares por grupos de edad en relación con la productividad, que reflejan el mayor dinamismo de esta al inicio de la vida laboral con respecto a etapas más tardías<sup>16</sup>. De este modo, el crecimiento agregado de la productividad también se reduce, por un efecto composición, como consecuencia del envejecimiento de la población trabajadora.
- Pero, además, el envejecimiento poblacional puede alterar las distribuciones de las tasas de empleo y productividad por grupos de edad observadas en el pasado. Así, en países con poblaciones trabajadoras más envejecidas se aprecian tasas de crecimiento de la productividad más reducidas entre los grupos de edad más jóvenes y una menor propensión a la innovación tecnológica. Una explicación de lo primero tiene que ver con las menores posibilidades de promoción ocupacional de los jóvenes en países más envejecidos y, por tanto, con un menor crecimiento de la productividad en las etapas iniciales de la vida laboral (Liang, Wang y Lazear, 2018). La explicación de lo segundo tiene que ver con el hecho de que la productividad de los trabajadores jóvenes en el sector de la I+D es relativamente elevada y, por tanto, hay menos innovación tecnológica en países más envejecidos (Aksoy, Basso, Smith y Gras, 2019).

16 Estas diferencias se suelen aproximar mediante salarios relativos por edad a lo largo de la vida laboral. Véase Anghel, Jimeno y Jovell (2023).

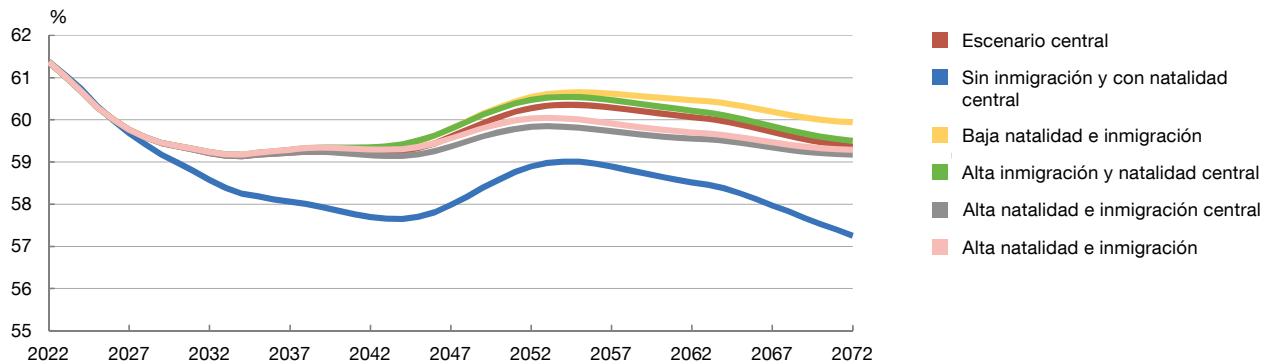
Gráfico 3.16

**El envejecimiento de la población trabajadora española implica un lastre para el crecimiento de la tasa agregada de empleo durante las próximas décadas**

### 3.16.a Tasa de actividad observada y contrafactual (a)



### 3.16.b Proyecciones de la tasa de empleo (b)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (EPA, proyecciones de población) y Banco de España.

- a La tasa de actividad contrafactual se calcula fijando los pesos poblacionales (por grupos de edad de 5 años) en su nivel medio de 2012 y aplicando trimestre a trimestre la tasa de actividad observada para cada grupo poblacional.
- b Cálculos a partir de los datos de la EPA y las proyecciones de población del INE. Véase Anghel, Jimeno y Jovell (2023). Los escenarios son definidos de la siguiente manera:
  - Sin inmigración y con natalidad central: ausencia de inmigración y natalidad central proyectada.
  - Baja natalidad e inmigración: establecemos para 2071 un indicador coyuntural de fecundidad inferior en dos veces la desviación típica en el escenario central y una reducción de un 10 % de los valores de la inmigración en los años 2036 y 2071.
  - Alta inmigración y natalidad central: aumento de un 10 % de los valores de la inmigración en los años 2036 y 2071 y natalidad central proyectada.
  - Alta natalidad e inmigración central: establecemos para 2071 un indicador coyuntural de fecundidad superior en dos veces la desviación típica al establecido en el escenario central e inmigración central proyectada.
  - Alta natalidad e inmigración: establecemos para 2071 un indicador coyuntural de fecundidad superior en dos veces la desviación típica al establecido en el escenario central y un aumento de un 10 % de los valores de la inmigración en los años 2036 y 2071.



Por otra parte, es importante tener en cuenta que los cambios demográficos y tecnológicos interactúan entre sí y que el envejecimiento de la población también actúa sobre la demanda de trabajo.

- Los impactos económicos de la transformación demográfica y tecnológica estarán estrechamente interconectados. Por un lado, la robótica y la IA pueden aumentar la productividad de aquellos trabajadores que no sean desplazados y acometer algunas de las tareas que ya no podrían ser realizadas por unas cohortes más reducidas de

trabajadores jóvenes. Por otro lado, la creación de nuevos puestos de trabajo intensivos en mano de obra a partir de las innovaciones tecnológicas dependerá de la capacidad de reinserción laboral de los trabajadores desplazados, entre los que es previsible que tengan un peso relativamente elevado los de mayor edad.

- *A través de cambios en las pautas de consumo de los hogares y de la aparición de nuevas actividades relacionadas con la llamada silver economy, el envejecimiento de la población también influirá sobre la demanda de trabajo.* Es previsible que, con una mayor población disfrutando de períodos más largos de jubilación, aumente la demanda de ciertos servicios personales y de actividades relacionadas con el ocio. Esta recomposición del consumo<sup>17</sup> podría dar lugar a una significativa reasignación sectorial y ocupacional del empleo que provocaría la aparición de nuevos puestos de trabajo.

Varios elementos podrían mitigar, al menos en parte, los posibles efectos adversos del envejecimiento de los trabajadores españoles sobre la actividad económica, si bien ello exigirá actuaciones decididas en materia de política económica.

Entre dichos elementos destacan los flujos migratorios, el alargamiento de la vida laboral y las políticas formativas y de empleo.

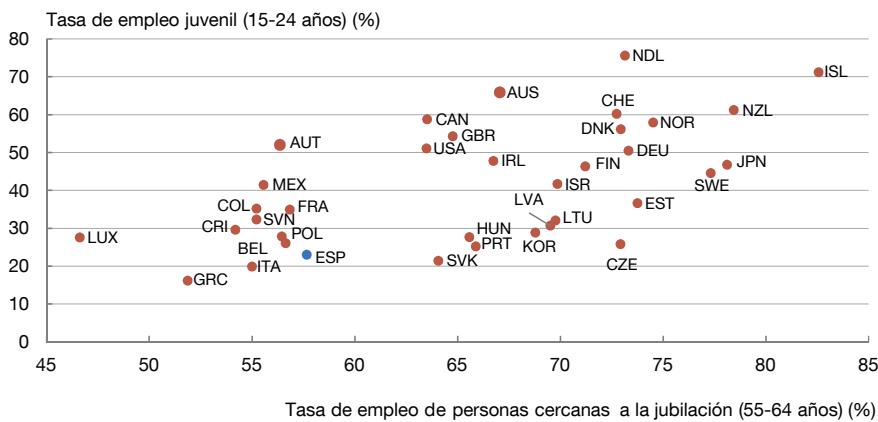
- *Los flujos migratorios producen un cierto rejuvenecimiento de la población trabajadora.* En España, la edad media de los ocupados de nacionalidad extranjera es 3,4 años inferior a la de los nacionales. No obstante, no cabe esperar que la inmigración solucione completamente el problema del relevo generacional de los trabajadores en nuestro país (véase el epígrafe 7 del capítulo 2 de este Informe). Para ello serían necesarios unos flujos migratorios mucho más intensos que los contemplados incluso en las proyecciones demográficas más optimistas. Además, en líneas generales los inmigrantes presentan cualificaciones profesionales y se incorporan a ocupaciones distintas a las de los trabajadores nacionales que salen del mercado de trabajo por jubilación. En este sentido, sería deseable que las políticas migratorias anticiparan proactivamente las necesidades de contratación que se generarán en el mercado laboral español como consecuencia de las futuras jubilaciones y que favorecieran la llegada de inmigrantes que puedan satisfacer dichas demandas de trabajo.
- *El alargamiento de la vida laboral, que ya se está produciendo, también contribuye a reducir algunos de los efectos adversos del envejecimiento poblacional sobre el*

17 Al margen de estos posibles efectos del envejecimiento sobre la composición de la cesta de consumo, no está claro cuál podría ser el impacto del cambio demográfico sobre el consumo agregado. Por una parte, la acumulación de riqueza de las generaciones próximas a entrar en la jubilación podría financiar un nivel de consumo más elevado. Por otra parte, sin embargo, la preferencia de los mayores por una cierta transmisión intergeneracional de la riqueza (vía herencias) y el ahorro por motivo de precaución ante la incertidumbre sobre la longevidad y sobre las prestaciones del sistema de pensiones podrían llevar a un menor nivel de consumo. Por el momento, los estudios empíricos disponibles no apuntan hacia un aumento considerable del consumo a edades avanzadas.

Gráfico 3.17

**Las tasas de empleo juvenil son más elevadas en aquellos países donde las tasas de empleo de la población cercana a la edad de jubilación también son más elevadas**

3.17.a Relación entre la tasa de empleo juvenil y la de la población cercana a la edad de jubilación en diversos países en 2022 (a)



FUENTE: OCDE.

a Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Colombia, Corea, Costa Rica, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estados Unidos, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Luxemburgo, México, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Suecia, Suiza y Turquía.



mercado laboral<sup>18</sup>. Las tasas de participación y de empleo de los trabajadores con edades cercanas a la jubilación han aumentado significativamente<sup>19</sup>. Sin embargo, tampoco este alargamiento de la vida laboral podrá compensar totalmente la disminución del volumen de nuevos entrantes en el mercado de trabajo. Por una parte, aunque aún existe un cierto margen para seguir extendiendo en el tiempo la vida laboral de los trabajadores españoles, este proceso se enfrenta a algunas limitaciones, como las relacionadas con el estado de salud de los trabajadores de mayor edad (Crespo, Denis y Jimeno, 2023). Por otra parte, los trabajadores de mayor edad no son sustitutos perfectos de los trabajadores más jóvenes, dado que sus cualificaciones profesionales, sus aptitudes y sus facultades laborales son distintas. Por tanto, los trabajadores de mayor edad, aun permaneciendo más tiempo en el mercado de trabajo, no podrán cubrir completamente el tipo de ocupaciones para las que se demandan trabajadores de menor edad. Esta apreciación es coherente con el hecho de que la tasa de empleo de los jóvenes no disminuye con el retraso de la edad de jubilación. Más bien al contrario, aquellos países con tasas de empleo más elevadas entre la población de mayor edad también suelen disfrutar de tasas más altas de empleo juvenil (véase gráfico 3.17).

- 18 El alargamiento de la vida laboral también contribuye positivamente a la sostenibilidad financiera del sistema de pensiones (véase el epígrafe 2.2 del capítulo 2 de este Informe). En este sentido, una parte del alargamiento de la vida laboral que se ha producido en la economía española en los últimos años estaría directamente relacionada con distintos cambios normativos introducidos en nuestro sistema de pensiones (por ejemplo, con el aumento gradual de la edad legal de jubilación hasta los 67 años introducido por la reforma de pensiones de 2013).
- 19 Desde finales de 2019, las tasas de empleo de los grupos de edad de 60 a 64 años y de 65 a 69 años han aumentado en 2,5 pp y 9,6 pp, respectivamente, mientras que sus tasas de actividad lo han hecho en 3 pp y 8 pp, respectivamente.

- *El posible impacto adverso del envejecimiento poblacional (y de las nuevas tecnologías) sobre el conjunto de la economía podría reducirse con políticas formativas y de empleo que ayuden a los trabajadores a (re)adaptar sus cualificaciones profesionales a las nuevas demandas del mercado de trabajo.* Como se ha venido argumentando en este epígrafe y en el anterior, los cambios demográficos y tecnológicos en curso previsiblemente alterarán de forma muy significativa la composición sectorial y ocupacional de la demanda de trabajo y exigirán nuevas habilidades profesionales de la oferta de trabajo. En este contexto, como se expondrá en el siguiente epígrafe, la educación y la formación profesional y ocupacional, junto con las políticas activas y pasivas de empleo —y, más en general, el marco institucional del mercado laboral—, adquieren una extraordinaria relevancia. La adecuación de todas estas políticas a las nuevas necesidades generadas por los cambios tecnológicos y demográficos debería ocupar un lugar prioritario en la agenda de reformas estructurales de la economía española, y podría suponer avances notables en múltiples dimensiones. Por ejemplo, de cara a reducir el elevado desempleo juvenil en nuestro país, que es reflejo, en parte, de deficiencias en la correspondencia entre el capital humano adquirido en el sistema educativo y el demandado en el mercado de trabajo, y que no cabe esperar que se reduzca automáticamente habida cuenta de la disminución en el tamaño de las cohortes de jóvenes que entran en el mercado laboral (Bentolila, Felgueroso, Jansen y Jimeno, 2022).

## 4 Políticas de empleo

El hecho de que la tasa de paro en España sea más elevada que la de otros países de nuestro entorno pero que, en paralelo, se planteen problemas de escasez de mano de obra, junto con los nuevos retos que suponen los cambios tecnológicos y demográficos en curso, obligan a una revisión exhaustiva de las políticas de empleo.

Estas políticas engloban i) todos aquellos elementos que definen el marco institucional en el que se desenvuelven las relaciones laborales —por ejemplo, las modalidades contractuales disponibles, el nivel de los costes de despido o la duración de la jornada legal de trabajo— y ii) las políticas activas y pasivas de empleo, que, a su vez, están estrechamente vinculadas con, entre otras, las políticas educativas en general.

Las políticas de empleo deben considerarse en su conjunto.

Por motivos expositivos, en el resto de este epígrafe se comentan, por separado, algunos de los principales instrumentos que conforman las políticas de empleo en nuestro país. No obstante, debe tenerse en cuenta que todos estos instrumentos son complementarios entre sí y que la capacidad de cada uno de ellos para alcanzar eficientemente sus objetivos depende de la configuración global del conjunto.

- Por ejemplo, tanto los costes de despido —cuyo objetivo principal es evitar la destrucción ineficiente de puestos de trabajo— como las prestaciones por desempleo —que buscan paliar el descenso de las rentas salariales que sufren los trabajadores desempleados— tienen efectos sobre la empleabilidad y la movilidad laboral. Así, la literatura económica apunta a que unas elevadas indemnizaciones por despido junto a unas generosas prestaciones por desempleo, que empujen al alza los salarios de reserva de los trabajadores, estarían asociadas a un nivel de desempleo estructural alto.
- Otro ejemplo de complementariedad lo ofrecen las políticas activas y pasivas de empleo. Por muy eficaces que sean las políticas activas, si los incentivos a la búsqueda de empleo no están suficientemente alineados, las transiciones de trabajadores desde el desempleo hacia el empleo serán reducidas y, por tanto, también será bajo el nivel de empleo agregado. Y, viceversa, unas prestaciones por desempleo muy orientadas a incentivar la búsqueda de empleo no serán ni suficientes ni eficaces para alcanzar dicho objetivo si las políticas activas de empleo no contribuyen eficazmente a incrementar la empleabilidad de los trabajadores.

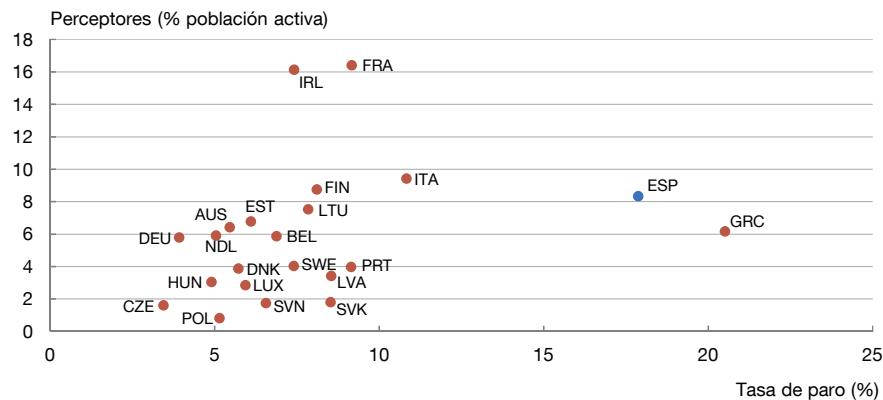
### 4.1 Políticas activas y pasivas de empleo

Las políticas activas y pasivas de empleo constituyen un pilar fundamental del estado de bienestar.

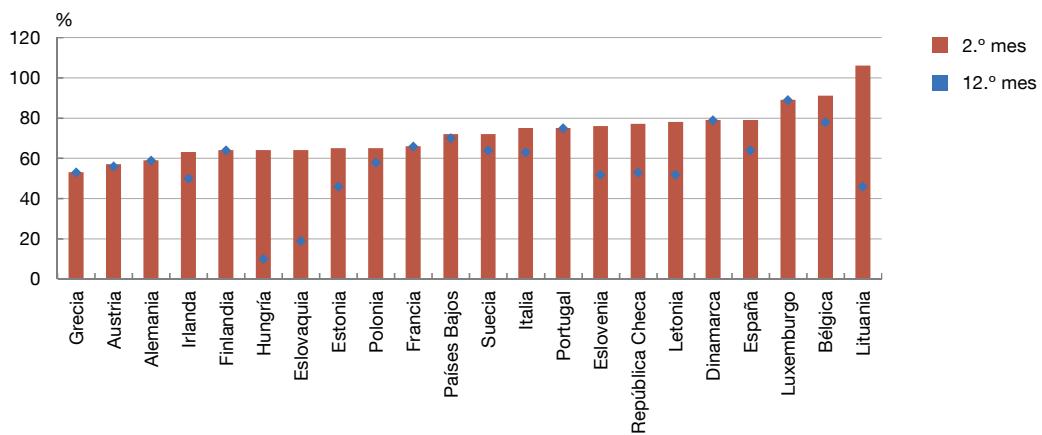
Gráfico 3.18

En España, la cobertura de las prestaciones por desempleo en relación con la tasa de paro es relativamente baja, mientras que la tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo es relativamente alta en el contexto de la UE

3.18.a Relación entre la tasa de paro y los perceptores de las prestaciones por desempleo para el período 2014-2021



3.18.b Tasa de sustitución neta de las prestaciones contributivas por desempleo en 2022 (a)



FUENTE: OCDE.

a) La tasa de sustitución neta de las prestaciones por desempleo es la proporción que supone la prestación por desempleo sobre los ingresos anteriores, a los 2 y a los 12 meses de estar en desempleo, para una persona soltera sin hijos cuyos ingresos anteriores como trabajador en activo ascendían al 67 % del salario medio.



En conjunto, estas dos políticas buscan sostener la renta de los desempleados mientras estos se encuentran en dicha situación y, al mismo tiempo, tratan de facilitar su retorno al mercado laboral a través de actuaciones diversas que incrementen su capital humano y su empleabilidad.

Como sugiere una comparativa internacional, las políticas activas y pasivas de empleo han presentado, históricamente, algunas deficiencias importantes en España con respecto a las desplegadas en otras economías de nuestro entorno, lo que ha reducido su eficacia de cara a alcanzar los objetivos propuestos.

- *El grado de cobertura/protección de los desempleados a través de las políticas pasivas ha sido relativamente bajo.* En España, el porcentaje de la población activa que recibe

prestaciones por desempleo es de alrededor del 8 %, ligeramente por encima de la media de la UE. No obstante, ello es el resultado de una tasa de paro muy superior a la del conjunto de nuestros homólogos europeos. Cuando se mide esta cobertura en términos de tasa de paro, el porcentaje de parados que recibe prestaciones por desempleo es de alrededor del 55 %, por debajo de la media de la UE (véase gráfico 3.18.a). La elevada incidencia del desempleo de larga duración y el considerable nivel de paro y de rotación en el empleo de los nuevos entrantes en el mercado de trabajo —que hacen que estos necesiten más tiempo para generar derechos a prestaciones por desempleo— contribuyen a que la cobertura y el gasto en prestaciones por desempleo sean relativamente reducidos en nuestro país.

- *La tasa de sustitución de las prestaciones por desempleo en España es relativamente elevada en el contexto internacional.* En España, la tasa media de sustitución de las prestaciones contributivas por desempleo (en relación con el salario neto anterior) se sitúa entre el 60 % y el 80 % —siendo menor a medida que aumenta la duración del desempleo—, lo que supone una de las tasas más elevadas entre los países de la OCDE (véase gráfico 3.18.b). Por otra parte, aunque la duración máxima de las prestaciones, en su modalidad contributiva, es de 24 meses, en determinados casos la duración de la prestación asistencial por desempleo es ilimitada. Esto hace que el gasto en prestaciones por desempleo se concentre en los trabajadores de mayor edad y menor empleabilidad.
- *Comparados con los del resto de países, tanto la participación de los desempleados en las políticas activas como el gasto en ellas son reducidos en España cuando se ponen en relación con la tasa de paro* (véase gráfico 3.19). Entre otros aspectos, las políticas activas en nuestro país se han caracterizado i) por una reducida cobertura de los trabajadores desempleados, ii) por una muy baja participación de los servicios públicos de empleo (SEPE y Servicios Públicos de Empleo de las Comunidades Autónomas) en la intermediación de nuevas colocaciones y en la formación ocupacional, y iii) por una insuficiente evaluación de sus resultados.

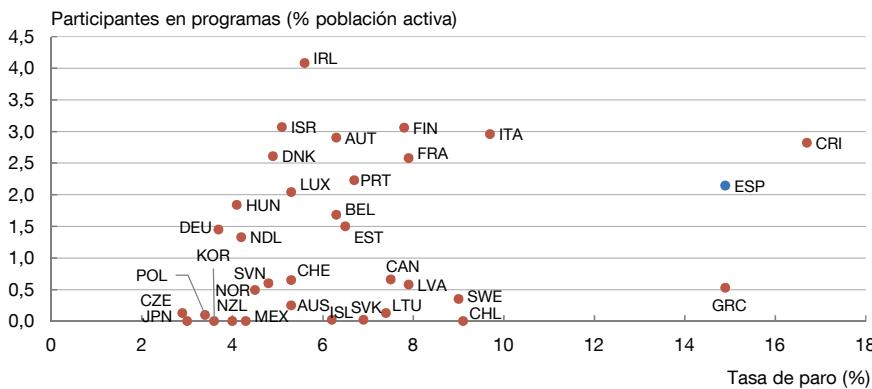
En un contexto en el que los cambios tecnológicos y demográficos en curso —así como la transición ecológica— van a dar lugar a una profunda reasignación sectorial y ocupacional del empleo, mejorar el funcionamiento de las políticas activas y pasivas de empleo en nuestro país es fundamental.

Como ya se ha mencionado, estos procesos estructurales van a provocar la aparición de nuevos empleos y tareas en determinadas ramas de actividad, al tiempo que van a destruir puestos de trabajo en otros muchos sectores y ocupaciones. El impacto de estos cambios transformacionales sobre el empleo y la productividad será tanto más positivo cuanto mayor sea la capacidad de la oferta de trabajo para adaptarse a las nuevas demandas del mercado laboral. En esta adaptación, las políticas activas y pasivas juegan un papel decisivo, complementario del que también debe desempeñar el sistema educativo en general. En relación con este último aspecto, como se detalla en el capítulo 2 de este Informe (epígrafe 4), es esencial que, entre otras actuaciones, i) las políticas públicas sigan impulsando la

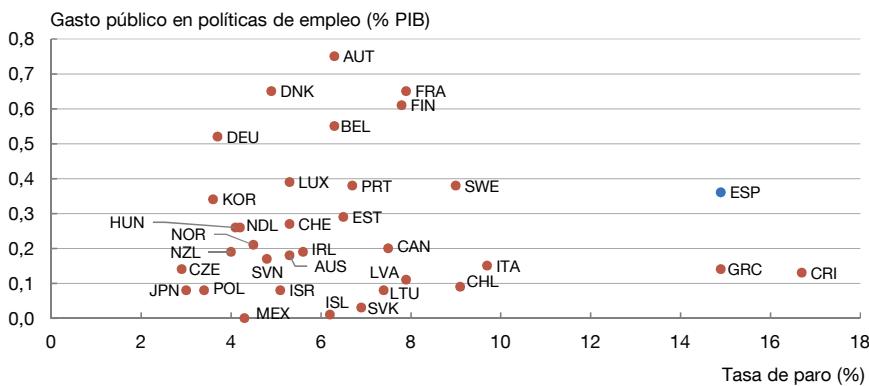
Gráfico 3.19

**La cobertura de las políticas activas en relación con la tasa de paro es relativamente baja, tanto en participantes en sus programas como en gasto**

3.19.a Relación entre la tasa de paro y los participantes en las políticas activas en 2021 (a)



3.19.b Relación entre la tasa de paro y el gasto en las políticas activas en 2021 (a)



FUENTE: OCDE (Labour Market Programmes).

a) Programas de formación, creación directa de empleo y servicios públicos de empleo y administración. Países incluidos: Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chile, Corea, Costa Rica, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Israel, Italia, Japón, Letonia, Lituania, Luxemburgo, México, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Polonia, Portugal, República Checa, Suecia y Suiza.



permanencia y el avance de los estudiantes a lo largo del sistema educativo reglado, ii) la oferta educativa universitaria responda con agilidad a las nuevas necesidades de la demanda y iii) se produzca un avance cuantitativo y cualitativo en la formación profesional dual.

En el ámbito de las políticas activas de empleo, convendría avanzar en varios frentes.

- *En lo que respecta a los programas de formación, las nuevas tecnologías requieren de competencias más horizontales y versátiles, que difícilmente podrán adquirirse sin otras que normalmente proporciona el sistema educativo.* En un contexto de elevado cambio tecnológico, es probable que la acumulación de capital humano general —el que permite aumentar la productividad en un amplio conjunto de tareas— sea más necesaria que la de capital humano específico —que solo aumenta la productividad en tareas específicas de determinadas empresas—. Por ello, el sistema educativo reglado

y la formación ocupacional han de modernizar sus contenidos y métodos didácticos, centrándose en el desarrollo de habilidades que permitan entender, potenciar y aportar valor añadido a las tareas que puedan ejercer las nuevas tecnologías. Asimismo, en un mundo crecientemente digitalizado, donde la recopilación de información y el análisis de datos resultan fundamentales, las disciplinas que aparecen bajo el acrónimo STEM (ciencia, tecnología, ingeniería y matemáticas) deberían ganar peso.

- *En lo que se refiere a la intermediación laboral, los servicios públicos de empleo deberían introducir técnicas de diseño de perfilados profesionales y de emparejamiento de los desempleados con los puestos de trabajo disponibles.* Estas técnicas deberían facilitar la identificación de las necesidades de formación de los desempleados y su adecuación a los cambios en la demanda.
- *Es necesaria una evaluación continua de los programas de formación e intermediación laboral.* Estas evaluaciones habrían de contribuir a identificar el nivel de recursos necesario para los servicios públicos de empleo, a mejorar tanto la asignación de los mismos como el diseño de los programas de actuación y a valorar posibles colaboraciones y sinergias con el sector privado.

La Ley de Empleo<sup>20</sup>, recientemente aprobada, persigue una modernización de las políticas activas, si bien aún es pronto para valorar si permitirá resolver las deficiencias que estas políticas han presentado persistentemente en las últimas décadas.

Los principales objetivos de la nueva norma son mejorar la coordinación entre comunidades autónomas con respecto a los diferentes programas de empleo —mediante la creación de la Agencia Española de Empleo—, garantizar una oferta adecuada de servicios y, en definitiva, implantar un nuevo concepto de políticas de empleo en aras de una mayor eficacia de los programas desplegados. Para ello, se proponen nuevas medidas relacionadas con la empleabilidad de los trabajadores participantes en los programas, se busca impulsar la evaluación de dichos programas y se amplían los servicios garantizados mediante la extensión del perfilado profesional, el tutelaje individual, el asesoramiento continuado y el diseño de itinerarios profesionales y planes personalizados para los trabajadores desempleados.

La revisión de las políticas pasivas de empleo debería incrementar los incentivos para el retorno al empleo de los parados, así como garantizar la suficiencia de las prestaciones y mejorar la coordinación con las políticas activas de empleo.

La literatura económica muestra que los incentivos al reempleo son mayores si la cuantía del subsidio disminuye con la duración del desempleo y si dicha cuantía y dicha duración son limitadas. No obstante, la calibración de estos parámetros debe permitir, también, la consecución del principal objetivo de los programas de protección contra el desempleo, que es evitar una pérdida sustancial de renta ante esta contingencia (Landais, Michaillat y Saez,

20 Ley 3/2023, de 28 de febrero, de Empleo.

2018). En este sentido, la evidencia internacional sugiere que una cobertura, una cuantía y una duración de las prestaciones por desempleo relativamente elevadas solo son compatibles con bajas tasas de paro cuando los incentivos a retornar al mercado laboral también son elevados y, en particular, cuando los servicios públicos de empleo son especialmente eficaces en la intermediación, asesoramiento, perfilado, formación y control de la búsqueda de empleo por parte de los trabajadores desempleados (Asenjo y Pignatti, 2019).

**A la luz de las mejores prácticas desplegadas en otros países de nuestro entorno y de la evidencia empírica disponible, resultaría deseable explorar, entre otras, las siguientes opciones de cara a una eventual reforma de las políticas pasivas de empleo en España:**

- *Introducir cambios en la duración de las prestaciones/subsidios —posiblemente condicionados al ciclo económico— y/o sendas decrecientes en sus cuantías, sin reducir los niveles de protección ex ante.* A la vista de la evidencia internacional y de algunos estudios sobre el impacto de las prestaciones por desempleo en la incidencia y duración de este (Rebollo-Sanz y Rodríguez Planas, 2020, y Banco de España, 2023), existe margen en nuestro país para ajustar los requisitos de elegibilidad, las tasas de sustitución de las prestaciones, su variación en función de la duración del desempleo y la propia duración máxima de las prestaciones, de forma que se pueda alcanzar un mejor equilibrio en lo relativo a la disyuntiva entre sustitución de rentas e incentivos a la búsqueda de empleo que subyace al diseño de las políticas pasivas de empleo.
- *Permitir que determinados subsidios/prestaciones sean compatibles, con carácter temporal o permanente, con el empleo.* En particular, la conversión de parte de las prestaciones/subsidios en complementos salariales cuando se encuentra un nuevo empleo contribuiría a facilitar la movilidad laboral y la salida del desempleo. De esta manera, además, los incentivos al reempleo no se limitarían exclusivamente a una eventual disminución de las prestaciones/subsidios con su duración (Armand, Carneiro, Tagliati y Xia, 2020).
- *Mejorar la integración del cúmulo de políticas de rentas que las distintas Administraciones Públicas han desplegado, de forma que se pueda conformar un sistema de protección asistencial eficiente y robusto que proteja a aquellos colectivos con una empleabilidad muy limitada.* Las prestaciones asistenciales por desempleo son extensiones de las prestaciones contributivas cuando el trabajador desempleado se encuentra en situación de vulnerabilidad, en función de su renta y riqueza. Por tanto, su justificación no es diferente de la de los programas de renta de subsistencia y de lucha contra la pobreza como el IMV y otras iniciativas similares desplegadas en los ámbitos local y regional. La unificación de todos estos programas contribuiría a incrementar tanto su eficacia —mayor cobertura— como su eficiencia —más efectos positivos por cada recurso empleado— (AIReF, 2022).
- *Reforzar la coordinación de las políticas activas y pasivas de empleo, en aras, también, de incrementar su eficacia y eficiencia.* En la actualidad, todas estas actuaciones están difuminadas entre varios niveles de las Administraciones Públicas (estatal, autonómico

y local) y el flujo de información entre ellos es insuficiente. Esto impide que, en ocasiones, muchos de los requisitos de activación o de elegibilidad de los distintos programas están plenamente coordinados. Igualmente, por lo que respecta a las prestaciones asistenciales, las características familiares y la situación financiera de los trabajadores desempleados no siempre se tienen suficientemente en cuenta a la hora de establecer los criterios de renta que determinan el acceso a dichas prestaciones.

El Componente 23.R10 del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia plantea una simplificación y mejora del nivel asistencial del desempleo, pero su concreción sigue pendiente de aprobación.

Su principal propósito es integrar en el subsidio ordinario de desempleo por agotamiento de la prestación contributiva distintas modalidades extraordinarias que se han ido creando en diferentes momentos; una integración que se haría de forma coordinada con el desarrollo del IMV. Además, a través de este componente se pretende ampliar la protección por desempleo, vincular esta protección con un mayor compromiso de reinserción laboral y permitir que este subsidio sirva de transición hacia la protección social cuando la persona beneficiaria no se reincorpore al mercado laboral y se encuentre en situación de vulnerabilidad. Para implementar estas reformas, a finales de 2023 se aprobó el [Real Decreto-ley 7/2023, de 19 de diciembre](#), que, no obstante, no fue convalidado por el Congreso. Por tanto, tales reformas siguen estando pendientes.

## 4.2 Otros elementos institucionales del mercado de trabajo

Hay otros aspectos del marco institucional del mercado laboral español que deberían reconsiderarse para facilitar un ajuste eficiente de la oferta y de la demanda de trabajo a los retos, de gran calado, que implican los profundos cambios tecnológicos y demográficos en curso.

La configuración actual de este marco institucional es el resultado de las numerosas reformas a las que el mercado de trabajo español ha estado sometido a lo largo de las últimas décadas. La última de estas reformas afectó a las modalidades de contratación disponibles, introdujo algunos cambios en la negociación colectiva, consolidó los ERTE como instrumento de ajuste temporal del empleo y creó el Mecanismo RED, entre otras medidas. Esta reforma fue aprobada a finales de 2021 y, como se señala en el recuadro 3.1, aún es pronto para valorar con rigor su impacto global sobre los niveles y estabilidad del empleo, los salarios, la productividad y otros agregados macroeconómicos. En cualquier caso, es fundamental que los distintos elementos que componen el marco institucional del mercado de trabajo en nuestro país no contribuyan a la persistencia de unas elevadas tasas de paro y que no supongan un obstáculo ni para la previsible intensificación del proceso de reasignación del empleo entre sectores, empresas y ocupaciones ni para el necesario alargamiento de la vida laboral de los trabajadores.

El alargamiento de la vida laboral debería fomentarse mediante la eliminación de distintos elementos que, en la práctica, están contribuyendo a expulsar del mercado laboral a los trabajadores de mayor edad.

Gracias a los nuevos cambios tecnológicos, está aumentando el peso de aquellos empleos que no exigen capacidades físicas o mentales de las que no se dispone a edades avanzadas (Acemoglu, Søndergaard Mühlbach y Scott, 2022). Sin embargo, la mayoría de estos empleos no están siendo ocupados por trabajadores de mayor edad, ya sea por razones de demanda —entre otras, la preferencia de los empleadores por trabajadores más jóvenes o las diferencias de coste laboral por edades— o de oferta —por ejemplo, una menor movilidad de los trabajadores de mayor edad o las transiciones voluntarias tempranas a la jubilación—. En este contexto, más allá del aumento de la edad legal de jubilación, para favorecer un alargamiento de la vida laboral de la población trabajadora serían deseables actuaciones en varios ámbitos, tales como i) fórmulas más flexibles para la contratación de los trabajadores de mayor edad, ii) recolocaciones, reconversiones y formación profesional incentivadas, iii) eliminación de salidas forzadas del empleo o iv) programas de jubilación activa que supongan un mayor incentivo a compatibilizar prestaciones por jubilación e ingresos laborales. En relación con este último punto, algunos elementos de la actual regulación de la jubilación activa en nuestro país ([Real Decreto-ley 5/2013, de 15 de marzo](#)) podrían limitar su uso. Por ejemplo, la obligación de acceder a ella después de la edad ordinaria legal de jubilación y la ausencia de actualización de la pensión al final del período de compatibilidad (Sánchez Martín y Jiménez Martín, 2021).

Durante los últimos años se han adoptado diversas medidas encaminadas a extender la permanencia de los trabajadores en el mercado laboral.

Entre ellas destacan el establecimiento de nuevos incentivos a posponer la edad de jubilación, la exención de cotizar por determinadas contingencias más allá de la edad legal y la introducción de límites a las cláusulas de jubilación forzosa por debajo de los 68 años. En principio, estas actuaciones tendrían potencial para incrementar significativamente la participación laboral de los trabajadores de mayor edad, si bien su eficacia en la práctica —su capacidad para generar cambios sustanciales en la decisión de jubilación de los trabajadores en comparación con un escenario sin dichas medidas— es todavía incierta<sup>21</sup>.

**La negociación colectiva debe facilitar una adaptación relativamente flexible de las condiciones laborales a las distintas circunstancias de las empresas.**

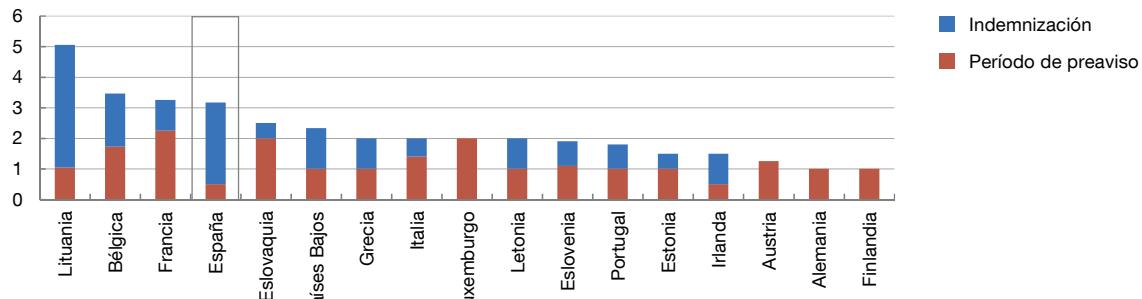
Esto es especialmente relevante en un contexto, como el actual, en el que los cambios tecnológicos y demográficos están provocando el surgimiento de nuevas formas de empleo y aumentando la heterogeneidad empresarial en múltiples dimensiones —por ejemplo, en lo referente a la organización del trabajo y a la flexibilidad interna—. A este respecto, la reforma laboral de 2021 recuperó la prevalencia de los convenios sectoriales en ciertas materias, si bien mantuvo algunos de los mecanismos de flexibilidad interna —por ejemplo, los descuelgues y las modificaciones unilaterales de las condiciones de trabajo por parte del empresario— diseñados para empresas en dificultades. Resulta importante garantizar que

<sup>21</sup> En el recuadro 2 del capítulo 2 de este Informe se presentan algunas estimaciones sobre el posible impacto de los incentivos al retraso de la edad de jubilación.

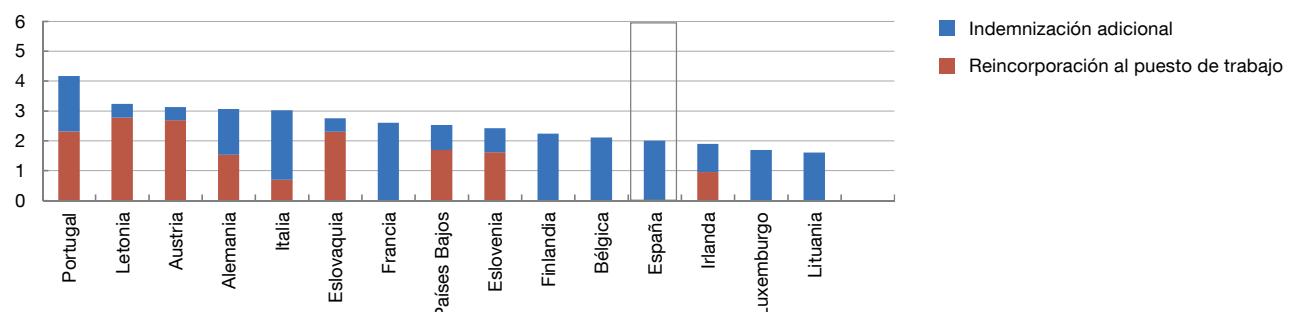
Gráfico 3.20

**Las indemnizaciones por despidos procedentes en España son relativamente elevadas en el contexto internacional. El coste adicional para un despido improcedente no está, sin embargo, entre los más altos**

3.20.a Indicador de coste de despido individual para despidos económicos procedentes en 2019 (a) (b)



3.20.b Indicador de costes de despido adicionales para despidos improcedentes en 2019 (a) (c)



FUENTE: OCDE (Employment Protection Legislation Database, <http://oe.cd/epli>).

- a Los valores representados no se corresponden con cuantías de las indemnizaciones por despido sino que resultan de la conversión en escala 0-6 de dichas indemnizaciones y otros elementos de la regulación de los despidos.
- b Para trabajadores regulares con 4 años de antigüedad, medido en meses de salario después del preaviso. Se incluyen solo los despidos individuales por causas económicas. Véase figura 3.2 de OCDE (2020b).
- c Para trabajadores regulares con 20 años de antigüedad, en caso de que el despido sea declarado improcedente. Véase figura 3.4 de OCDE (2020b).



estos desarrollos permitan preservar la capacidad de adaptación de las empresas ante un entorno muy cambiante y complejo, especialmente en el caso de las pymes y las empresas de nueva creación.

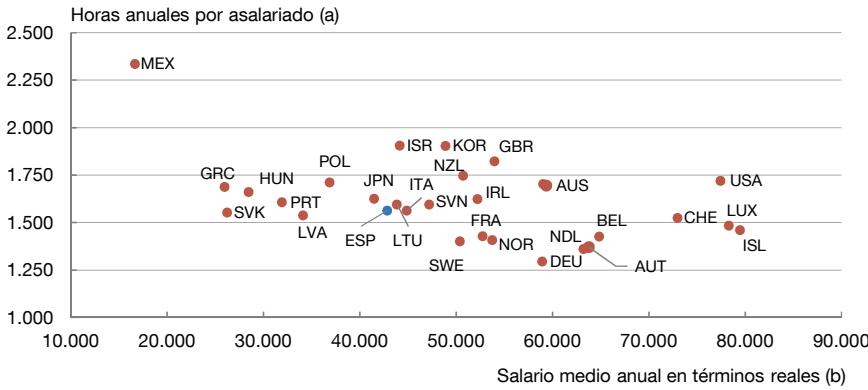
La regulación de los costes de despido debe proporcionar un nivel de protección adecuado a los trabajadores y, al mismo tiempo, facilitar la movilidad sectorial y ocupacional del empleo.

En relación con la magnitud de los costes de despido, si bien las comparaciones internacionales son complejas, la información que proporciona la OCDE indica que los correspondientes a los despidos procedentes por causas objetivas son mayores en España que los que se observan en algunos países de nuestro entorno, mientras que la indemnización adicional por despido improcedente es inferior (véanse gráfico 3.20 y OCDE, 2020b). Por otra parte, según la

Gráfico 3.21

**Las ganancias de productividad permiten duraciones de la jornada laboral más reducidas y salarios más elevados. Por ello, a escala internacional se observa una correlación negativa entre ambas variables**

### 3.21.a Relación entre el salario real y las horas efectivamente trabajadas en países de la OCDE en 2022



FUENTE: OCDE.

a) Horas anuales efectivamente trabajadas por asalariado. Datos procedentes de las Cuentas Nacionales.

b) Salario equivalente a tiempo completo, calculado a partir de las Cuentas Nacionales y expresado en dólares estadounidenses (PPA). Se incluyen todos los sectores de la economía.



Estadística de Despidos y su Coste del Ministerio de Trabajo y Economía Social, en 2023, aproximadamente un 75 % de los despidos resueltos por sentencia judicial en España fueron declarados improcedentes o nulos<sup>22</sup>. Esta evidencia, junto con los menores requisitos para iniciar y ejecutar los despidos disciplinarios, parece estar detrás del hecho de que muchos despidos en España se canalicen por esta vía (Jimeno, Mora-Sanguinetti y Martínez-Matute, 2020). En este sentido, para favorecer la necesaria reasignación sectorial y ocupacional del empleo, podría resultar adecuado seguir avanzado en la definición de las causas objetivas de despido y en la reducción de la incertidumbre asociada a estos procesos. Esto sería particularmente relevante en el contexto de una posible determinación de las indemnizaciones por despido improcedente mediante costes disuasorios y reparativos (artículo 24 de la Carta Social Europea Revisada), que propiciara que la cuantía de dichas indemnizaciones variase en función de la situación personal de cada trabajador, lo que aumentaría, previsiblemente, la conflictividad judicial por despidos y la incertidumbre y el coste de dichos procesos, con potenciales efectos negativos sobre el empleo.

La duración de la jornada de trabajo presenta una tendencia secular decreciente.

En España, desde el año 1983, la jornada laboral legal se ha mantenido en una duración máxima de 40 horas semanales. Sin embargo, la jornada laboral media ha caído de forma apreciable. Así, según la EPA, entre 2005 y 2023 la reducción de las horas semanales pactadas en el empleo principal y a jornada completa fue de 48 minutos, hasta las 38,91 horas semanales. Por

22 Además, en los despidos colectivos mediante Expediente de Regulación de Empleo (ERE) –un 8,6 % del total en 2023– el coste de las indemnizaciones suele superar al establecido por ley.

su parte, en el mismo período, las horas efectivas cayeron en 3,1 horas, hasta las 33,1 horas semanales. Esta reducción debe entenderse como parte de un proceso tendencial que, tanto en España como a escala global, responde fundamentalmente a diversos factores de índole estructural, como el aumento de peso en la actividad de las ramas de servicios, la mayor participación laboral femenina y el aumento de la ratio de parcialidad, así como las mejoras de productividad que se han derivado, principalmente, de la introducción de múltiples cambios tecnológicos (véase gráfico 3.21). Unos cambios tecnológicos que, como se ha venido argumentando a lo largo de este capítulo, previsiblemente permitirán nuevas reducciones de la jornada de trabajo en las próximas décadas.

**De cara al futuro, es fundamental tener en cuenta la considerable heterogeneidad que existe, en lo que se refiere a la jornada laboral media, entre distintos tipos de empresas y sectores.**

La caída observada en la duración de la jornada laboral media ha sido muy heterogénea por sectores y empresas, lo que ha permitido que dicha jornada se adecue a las características específicas de las empresas, a sus efectos desiguales sobre la productividad y los costes laborales y a las preferencias de los trabajadores. Esta heterogeneidad debe mantenerse de cara al futuro, especialmente en el contexto de una eventual reducción de la jornada legal de trabajo, en cuyo caso sería deseable que las distintas empresas y sectores dispusieran de una amplia flexibilidad para acomodar dicho cambio normativo si se quieren evitar los posibles efectos negativos de esta medida sobre los costes laborales, la productividad y el nivel agregado de empleo y actividad (Kramarz, Cahuc, Crepón, Skans, Van Lownell y Zylberberg, 2008)<sup>23</sup>.

23 Según Arellano, García y Ulloa (2023), ocho millones de asalariados en España tienen una jornada semanal mayor de 37 horas y media, por lo que la reducción de la jornada laboral máxima a esa cifra supondría una disminución de 29,1 millones de horas semanales, lo que representa un 5,5 % del total de horas efectivas. De acuerdo con las estimaciones de este trabajo, sin ajustes de salarios o de productividad, el consiguiente aumento de los CLU reduciría el crecimiento del PIB y del empleo en torno a 0,6 pp y 0,8 pp, respectivamente.

## Bibliografía

- Acemoglu, Daron. (2021). "Harms of AI". NBER Working Paper Series, 29247, National Bureau of Economic Research. <http://doi.org/10.3386/w29247>
- Acemoglu, Daron, Nicolaj Søndergaard Mühlbach and Andrew J. Scott. (2022). "The rise of age-friendly jobs". *The Journal of the Economics of Ageing*, 23, 100416. <https://doi.org/10.1016/j.jeoa.2022.100416>
- Adrjan, Paweł, Gabriele Ciminelli, Alexandre Judes, Michael Koelle, Cyrille Schwellnus y Tara Sinclair. (2021). "Will it stay or will it go? Analysing developments in telework during COVID-19 using online job postings data". OECD Productivity Working Papers, 30, Organization for Economic Cooperation and Development. <https://doi.org/10.1787/aed3816e-en>
- Aghion, Philippe, Celine Antonin, Simon Bunel y Xavier Jaravel. (2022). "The effects of automation on labor demand: a survey of the recent literature". En ByLili Yan Ing y Gene M. Grossman (eds.), *Robots and AI: a new economic era*. Routledge, pp. 15-39. <https://doi.org/10.4324/9781003275534-2>
- Aguilar, Pablo, Rubén Domínguez-Díaz, José-Elías Gallegos y Javier Quintana. (2024). "A Production Network Perspective on Inflation Developments". De próxima publicación.
- Aksoy, Yunus, Henrique S. Basso, Ron P. Smith and Tobias Grasl. (2019). "Demographic structure and macroeconomic trends". *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(1), pp. 193-222. <https://doi.org/10.1257/mac.20170114>
- Albanesi, Stefania, António Dias da Silva, Juan F. Jimeno, Ana Lamo y Alena Wabitsch. (2023). "New technologies and jobs in Europe". Documentos de Trabajo, 2322, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/33414>
- Anghel, Brindusa, Cristina Barceló y Ernesto Villanueva. (2023). "El aumento de los contratos indefinidos y su posible impacto en el gasto". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 19. <https://doi.org/10.53479/29780>
- Anghel, Brindusa, Marianela Cozzolino y Aitor Lacuesta. (2020). "El teletrabajo en España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2/2020, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/12361>
- Anghel, Brindusa, Juan F. Jimeno y Pau Jovell. (2023). "El envejecimiento de la población trabajadora: tendencias y consecuencias". *Papeles de Economía Española*, 176, pp. 76-92. [https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2023/06/PEE-176\\_Anghel\\_Jimeno\\_Jovell.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2023/06/PEE-176_Anghel_Jimeno_Jovell.pdf)
- Anghel, Brindusa, y Federico Tagliati. (2024). "La incidencia del salario mínimo en España: un análisis a nivel de empresa". *Boletín Económico - Banco de España*. De próxima publicación.
- Arellano, Alfonso, Juan Ramón García y Camilo Ulloa. (2023). "Propuesta de reducción de la jornada laboral máxima legal: incidencia e impacto potencial". BBVA Research. <https://www.bbvareresearch.com/publicaciones/espana-propuesta-de-reduccion-de-la-jornada-laboral-incidencia-e-impacto-potencial/>
- Armand, Alex, Pedro Carneiro, Federico Tagliati y Yiming Xia. (2020). "Can subsidized employment tackle long-term unemployment? Experimental evidence from North Macedonia". Documentos de Trabajo, 2022, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10478>
- Asenjo, Antonia, y Clemente Pignatti. (2019). "Unemployment insurance schemes around the world: Evidence and policy options". Research Department Working Paper, 49, International Labour Organization. [https://www.ilo.org/global/research/publications/working-papers/WCMS\\_723778](https://www.ilo.org/global/research/publications/working-papers/WCMS_723778)
- Autor, David, y Anna Salomons. (2017). "Robocalypse now: Does productivity growth threaten employment?". En European Central Bank (ed.), *Investment and Growth in Advanced Economies: ECB Forum on central banking, 26-28 June 2017, Sintra, Portugal: conference proceedings*, pp. 45-118. <https://doi.org/10.2866/7866>
- Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal. (2022). "1.ª Opinión ingreso mínimo vital". Opinión, 1/22. <https://www.airef.es/wp-content/uploads/2022/08/IMV/OPINION-AIREF-IMV.pdf>
- Banco de España. (2019). "Capítulo 4. Consecuencias económicas de los cambios demográficos". En Banco de España, *Informe Anual 2018*, pp. 227-272. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/10080>
- Banco de España. (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. 78-150. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/29656>

- Barceló, Cristina, Mario Izquierdo, Aitor Lacuesta, Sergio Puente, Ana Regil y Ernesto Villanueva. (2021). "Los efectos del salario mínimo interprofesional en el empleo: nueva evidencia para España". Documentos Ocasionales, 2021, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16842>
- Basso, Henrique, y Omar Rachedi. (2023). "Robot adoption and inflation dynamics". [https://economics.uc3m.es/wp-content/uploads/2023/04/RobotInflation\\_BassoRachedi\\_compressed\\_compressed.pdf](https://economics.uc3m.es/wp-content/uploads/2023/04/RobotInflation_BassoRachedi_compressed_compressed.pdf)
- Bentolila, Samuel, Florentino Felgueroso, Marcel Jansen y Juan F. Jimeno. (2022). "Lost in recessions: youth employment and earnings in Spain". SERIEs, 13, pp. 11-49. <https://doi.org/10.1007/s13209-021-00244-6>
- Bergeaud, Antonin, Gilbert Cette y Simon Drapala. (2023). "Telework and productivity: insights from an original survey". *Applied Economics Letters*. <https://doi.org/10.1080/13504851.2023.2209307>
- Bertola, Giuseppe. (2017). "European unemployment revisited: shocks, institutions, integration". *Research in Economics*, 71(3), pp. 588-612. <https://doi.org/10.1016/j.rie.2017.06.002>
- Cazzaniga Mauro, Florence Jaumotte, Longji Li, Giovanni Melina, Augustus J. Panton, Carlo Pizzinelli, Emma J. Rockall y Marina Mendes Tavares. (2024). "Gen-AI: Artificial intelligence and the future of work". Staff Discussion Notes, 2024/001, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2024/01/14/Gen-AI-Artificial-Intelligence-and-the-Future-of-Work-542379>
- Colonelli, Emanuele, Timothy McQuade, Gabriel Ramos, Thomas Rauter y Olivia Xiong. (2023). "Polarizing corporations: does talent flow to 'good' firms?". Working Paper, 2023-147, Becker Friedman Institute for Economics at University of Chicago. [https://bfi.uchicago.edu/wp-content/uploads/2023/11/BFI\\_WP\\_2023-147.pdf](https://bfi.uchicago.edu/wp-content/uploads/2023/11/BFI_WP_2023-147.pdf)
- Comisión Europea. (2023). "European business cycle indicators. 2nd quarter 2023: Special topic: A new survey-based labour hoarding indicator". European Economy Technical Papers, 066. <https://doi.org/10.2765/771791>
- Crespo, Laura, Angela Denis y Juan F. Jimeno. (2023). "El estado de salud de la población en edad de jubilación: una primera aproximación". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T4, 04. <https://doi.org/10.53479/34872>
- Cuadrado, Pilar. (2023). "Un análisis de la evolución de las horas trabajadas por ocupado en España: desarrollos tendenciales y evolución reciente". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 14. <https://doi.org/10.53479/29650>
- Cuadrado, Pilar, Alejandro Fernández Cerezo, José Manuel Montero y Francisco José Rodríguez. (2023). "El impacto del envejecimiento poblacional sobre la evolución de la tasa de actividad en España". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T3, 12. <https://doi.org/10.53479/33476>
- Deb, Shubhdeep, Jan Eeckhout, Aseem Patel y Lawrence Warren. (2022). "What drives wage stagnation: monopsony or monopoly?". *Journal of the European Economic Association*, 20(6). <https://doi.org/10.1093/jeea/jvac060>
- Gómez García, Marina, y Laura Hospido. (2022). "El reto de la medición del trabajo en plataformas digitales". *Boletín Económico - Banco de España*, 1/2022, Artículos Analíticos. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/20459>
- Green, A. (2024). "Artificial intelligence and the changing demand for skills in the labour market". OECD Artificial Intelligence Papers, 14, Organisation for Economic Co-operation and Development. <https://doi.org/10.1787/88684e36-en>.
- Grossman, Gene M., y Ezra Oberfield. (2022). "The Elusive Explanation for the Declining Labor Share". *Annual Review of Economics*, 14(1). <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-080921-103046>
- Humlum, Anders. (2021). "Robot Adoption and Labor Market Dynamics". <https://static1.squarespace.com/static/5d35e72fcff15f0001b48fc2/t/61a4e7d3dfd0aa67849b9918/1638197204858/humlumJMP.pdf>
- Hurtado, Samuel, y Mario Izquierdo. (2023). "Efectos económicos de un posible deterioro duradero en la salud general de la población española". *Boletín Económico - Banco de España*, 2023/T1, 20. <https://doi.org/10.53479/29790>
- Jimeno, Juan F., Juan Mora-Sanguinetti y Marta Martínez-Matute. (2020). "Employment protection legislation, labor courts, and effective firing costs". *IZA Journal of Labor Economics*, 9(1). <https://doi.org/10.2478/izajole-2020-0002>
- Koch, Michael, Ilya Manuylow y Marcel Smolka. (2021). "Robots and firms". *The Economic Journal*, 131(638), pp. 2553-2584. <https://doi.org/10.1093/ej/ueab009>
- Kramarz, Francis, Pierre Cahuc, Bruno Crepón, Thorsten Skans, Gijsbert van Lomwel y André Zylberberg. (2008). "Labour Market Effects of Work-Sharing Arrangements in Europe". Fondazione Rodolfo Debenedetti, VIII European Conference. [https://www.frdb.org/wp-content/uploads/2020/07/VIII-conf\\_Report-2\\_2006NEW.pdf](https://www.frdb.org/wp-content/uploads/2020/07/VIII-conf_Report-2_2006NEW.pdf)

Landais, Camille, Pascal Michaillat y Emmanuel Saez. (2018). "A Macroeconomic Approach to Optimal Unemployment Insurance: Theory". *American Economic Journal: Economic Policy*, 10(2), pp. 152-181. <https://doi.org/10.1257/pol.20150088>

Liang, James, Hui Wang y Edward P. Lazear. (2018). "Demographics and entrepreneurship". *Journal of Political Economy*, 126(S1), S140-S196. <https://doi.org/10.1086/698750>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2020a). "Productivity gains from teleworking in the post COVID-19 era: How can public policies make it happen?". OECD Policy Responses to Coronavirus (COVID-19). <https://doi.org/10.1787/a5d52e99-en>

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2020b). "Chapter 3. Recent trends in employment protection legislation". En OECD Employment Outlook 2020: Worker Security and the COVID-19 Crisis, OECD Publishing, pp. 168-220. <https://doi.org/10.1787/1686c758-en>

Rebollo-Sanz, Yolanda-F., y Núria Rodríguez-Planas. (2020). "When the Going Gets Tough... Financial Incentives, Duration of Unemployment, and Job-Match Quality". *Journal of Human Resources*, 55(1), pp. 119-163. <https://doi.org/10.3368/jhr.55.1.1015.7420R2>

Sánchez Martín, A. R., y Sergi Jiménez Martín. (2021). "La compatibilidad del trabajo y el cobro de pensión en España: análisis institucional en el contexto europeo". Estudios sobre la Economía Española, 2021/10, Fedea. <https://documentos.fedea.net/pubs/eee/eee2021-11.pdf>

## Recuadro 3.1

**EL COMPORTAMIENTO RECENTE DE LA TASA DE TEMPORALIDAD Y DE OTROS INDICADORES QUE APROXIMAN EL GRADO DE ESTABILIDAD DEL EMPLEO**

La reforma laboral aprobada a finales de 2021 redujo las posibilidades de contratación temporal para tratar de aumentar la estabilidad en el empleo. En particular, se eliminó el contrato de obra y servicio —que suponía en torno al 40 % de la contratación temporal antes de la reforma—, a la vez que se limitó la duración máxima de los contratos eventuales a 6 meses —extensibles a 12 meses en la negociación colectiva—, se endurecieron los límites al encadenamiento de contratos temporales y se redujo la duración de los contratos de prácticas de 24 a 12 meses. A cambio, se flexibilizaron algunas modalidades de contratación indefinida —especialmente, en lo relativo al uso del contrato fijo-discontinuo— y, aunque solo referido al sector de la construcción, se añadió como un nuevo motivo de extinción de los contratos indefinidos la finalización de la obra.

Desde la aprobación de la reforma, la ratio de temporalidad de la economía española se ha reducido con intensidad. Así, en el cuarto trimestre de 2023 los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) sitúan dicha ratio en el 16,5 %, frente al 25,4 % observado a finales de 2021 (véase gráfico 1). Este descenso ha sido más acusado en el sector privado, donde la ratio de temporalidad ha disminuido algo más de 10 puntos porcentuales (pp), hasta el 13,2 %. En el sector público, sin embargo, esta ratio se ha mantenido cercana al 30 % en los dos últimos años<sup>1</sup>. En conjunto, este descenso ha permitido una considerable convergencia de la ratio de temporalidad en España hacia la que se observa en el promedio del área del euro (14,5 % en el tercer trimestre de 2023).

Esta intensa reducción de la ratio de temporalidad se ha observado también en los registros de la Seguridad Social, donde la proporción de afiliados con un contrato temporal ha descendido desde el 30,4 % observado en diciembre de 2021 hasta el 14,9 % registrado en diciembre de 2023. Como se puede apreciar en el gráfico 2, esta reducción de 15,6 pp en la temporalidad se explica por un aumento de los contratos indefinidos a tiempo completo (8,6 pp), de los contratos indefinidos a tiempo parcial (4,1 pp) y de los contratos fijos-discontinuos (3 pp). Cabe destacar que este último tipo de contrato era muy

escasamente utilizado en nuestro país antes de la reforma de 2021 y su incidencia en el total de la afiliación se ha más que duplicado, pasando del 2,4 % en 2021 al 5,7 % en 2023. Por ramas de actividad, el descenso de la ratio de temporalidad ha sido muy generalizado, aunque más intenso en algunos de los sectores con mayores ratios antes de la reforma, como la construcción, la hostelería, las actividades artísticas, las actividades administrativas, la agricultura y los otros servicios. En todos estos sectores, salvo en el caso de la construcción, una parte significativa de la caída de la temporalidad desde la implantación de la reforma se explica por el empuje de los contratos fijos-discontinuos.

En este contexto, el presente recuadro repasa cuál ha sido la evolución reciente de otros indicadores que intentan aproximar el grado de estabilidad del empleo en el mercado laboral español. Es preciso aclarar que este ejercicio descriptivo no constituye una valoración causal de la reforma laboral de 2021. Dicha evaluación, como se ha señalado en otros informes del Banco de España, exigirá tener en cuenta el impacto de las medidas aprobadas en múltiples dimensiones —por ejemplo, sobre el empleo, el paro, los salarios, la productividad y otros agregados macroeconómicos<sup>2</sup>—, considerar una perspectiva temporal amplia y analizar los posibles efectos asimétricos de la reforma sobre distintos grupos de trabajadores, empresas y sectores —para lo que será imprescindible disponer de datos dotados de la mayor granularidad posible—.

Los datos de altas y bajas de la Seguridad Social permiten calcular indicadores de rotación laboral para analizar en qué medida la intensa reducción de la temporalidad se ha traducido en una mayor estabilidad del empleo. Utilizando como medida de rotación laboral la ratio entre la suma de altas y bajas totales mensuales y el stock de trabajadores asalariados, el gráfico 3 muestra un descenso de la rotación a partir de la aprobación de la reforma, desde el 1,33 % en el promedio del período 2015-2019 hasta el 1,12 % en el promedio de 2022-2023. Este descenso es fruto del cambio en el porcentaje de trabajadores con contrato indefinido y temporal, pues la rotación entre aquellos con

1 La Ley 20/21, de 28 diciembre, establece que las plazas ocupadas por trabajadores temporales deberán ser ofertadas mediante concurso-oposición para su cobertura. El plazo fijado para dicha cobertura finaliza el 31 de diciembre de 2024. Puesto que la mayoría de los contratos temporales en el sector público son de interinidad por plaza vacante, el cumplimiento de esta norma supondrá un reto considerable para la contratación de personal laboral en el sector público.

2 Véase, por ejemplo, [Anghel, Barceló y Villanueva \(2023\)](#), donde se analiza el posible impacto de la reforma laboral de 2021 en la evolución del consumo privado y del ahorro por motivo de precaución de los trabajadores que pasan de un contrato temporal a otro indefinido.

## Recuadro 3.1

## EL COMPORTAMIENTO RECENTE DE LA TASA DE TEMPORALIDAD Y DE OTROS INDICADORES QUE APROXIMAN EL GRADO DE ESTABILIDAD DEL EMPLEO (cont.)

Tras la reforma laboral de finales de 2021, se aprecia una intensa caída de la ratio de temporalidad que la acerca al promedio de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En términos de rotación laboral, las ganancias son menores por el aumento de la rotación entre los nuevos contratos

Gráfico 1

Evolución de la ratio de temporalidad (a)

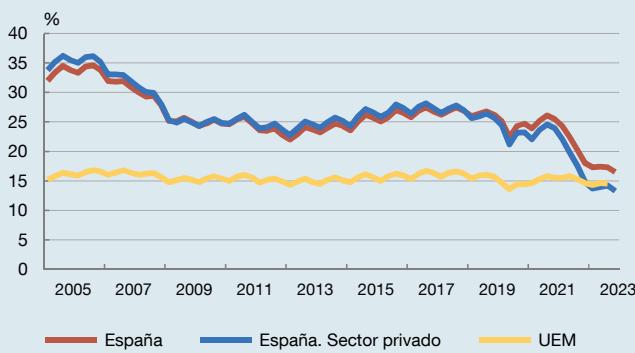


Gráfico 2

Variación acumulada de la ratio de temporalidad de afiliados y contribuciones por tipo de contrato indefinido (b)

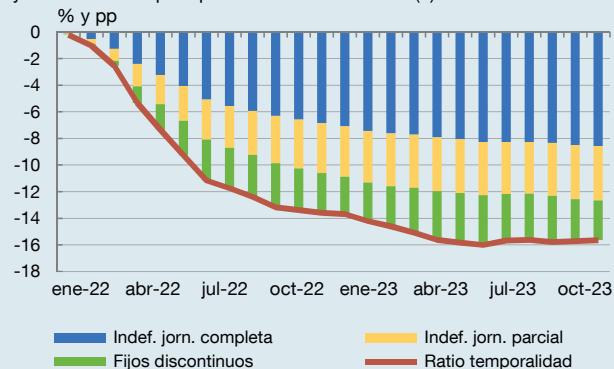


Gráfico 3

Tasa de rotación agregada y por tipo de contrato.

Media mensual de altas y bajas sobre el stock de afiliados (c)

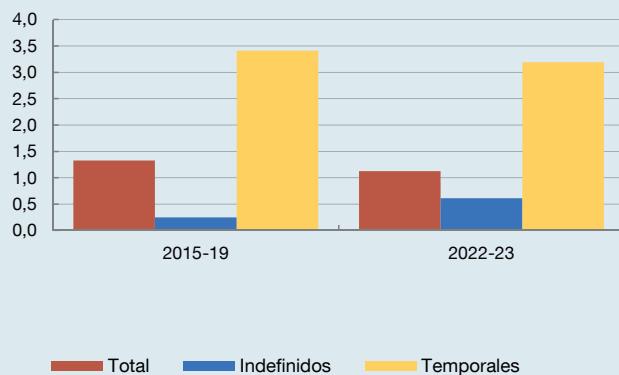


Gráfico 4

Tasa de baja por tipo de contrato

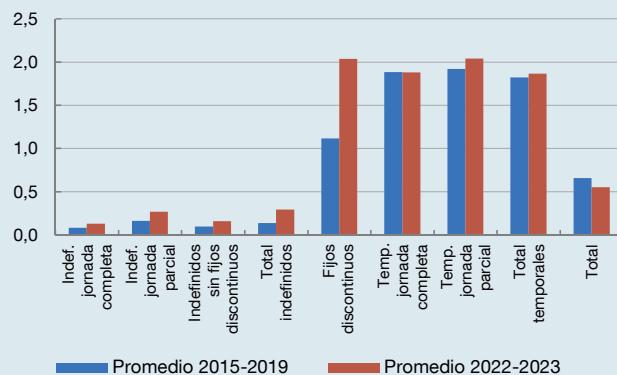


Gráfico 5

Probabilidad de supervivencia de un contrato iniciado en marzo de cada año (d)

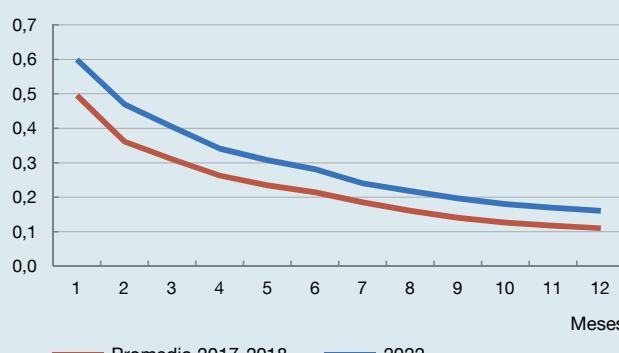
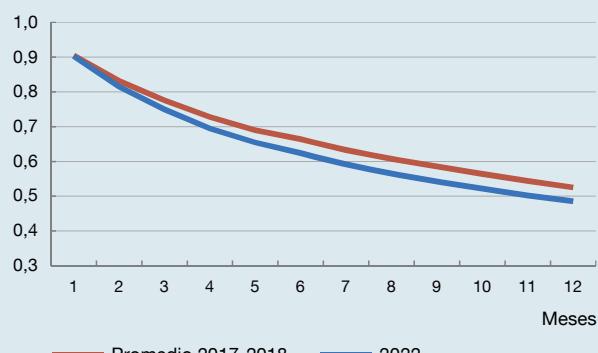


Gráfico 6

Probabilidad de supervivencia de un contrato indefinido iniciado en marzo de cada año (d)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (EPA), Eurostat (LFS), Tesorería General de la Seguridad Social y Banco de España.

a) Datos de la EPA y de la LFS para la UEM.

b) Datos de afiliaciones a la Seguridad Social, en el Régimen General, por tipo de contrato y jornada.

c) Datos de altas y bajas de afiliaciones a la Seguridad Social, en el Régimen General, por tipo de contrato.

d) Elaboración propia a partir de los registros individuales de las relaciones laborales iniciadas entre 2017 y 2022 proporcionados por el Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

## Recuadro 3.1

**EL COMPORTAMIENTO RECENTE DE LA TASA DE TEMPORALIDAD Y DE OTROS INDICADORES QUE APROXIMAN EL GRADO DE ESTABILIDAD DEL EMPLEO (cont.)**

un contrato indefinido ha aumentado (del 0,25 % al 0,61 %) y solo se ha reducido levemente entre los trabajadores con un contrato temporal (del 3,40 % al 3,19 %).

La mayor rotación en los contratos permanentes desde la entrada en vigor de la reforma laboral viene reflejando los mayores flujos de entrada y de salida del mercado laboral de los trabajadores con contrato indefinido, en general, y, especialmente, de aquellos con contrato fijo-discontinuo. En particular, las tasas de baja de estos contratos han repuntado notablemente en relación con el período 2015-2019 (véase gráfico 4). En efecto, los contratos fijos-discontinuos presentaban con anterioridad a la reforma una tasa de baja que se situaba prácticamente a medio camino entre la del resto de contratos indefinidos y la de los contratos temporales. Sin embargo, desde 2022 esta tasa casi se ha duplicado, hasta situarse al mismo nivel que la que se observa para los contratos temporales. En cualquier caso, pese a este aumento de las tasas de salida de los indefinidos, la mayor estabilidad laboral de este colectivo, en comparación con la de los temporales, ha llevado a una reducción de la tasa de salida agregada.

El análisis de estas medidas de rotación a nivel agregado está sujeto, no obstante, a algunas cautelas asociadas, por ejemplo, al hecho de que no permiten distinguir entre la rotación de los contratos creados antes y después de la reforma de 2021. Sin embargo, la reciente disponibilidad de información individual sobre el universo de relaciones laborales en nuestro país permite afinar el análisis en esta dirección<sup>3</sup>. En particular, se puede calcular la tasa de supervivencia, a lo largo del primer año tras el alta, de los contratos iniciados en marzo de 2022 y compararla con la de los contratos iniciados en el mismo mes de 2017 y de 2018. Esta comparación es más homogénea que la derivada de los datos agregados, aunque las diferencias en el ciclo económico entre los dos períodos analizados o, en general, en las perturbaciones que afectan al mercado laboral pueden incidir en las tasas de supervivencia de los nuevos contratos creados, por lo que las diferencias observadas no pueden interpretarse como evidencia causal de la reforma.

El gráfico 5 muestra que, del conjunto de relaciones laborales creadas en marzo de 2022, un 16,1 % siguen vivas un año después. Este porcentaje es superior al observado en los contratos firmados en los meses de marzo de 2017 y de 2018 (un 11 % en promedio) —teniendo en cuenta un horizonte de un año, estos contratos no se vieron afectados por el estallido de la pandemia— y es también mayor que la tasa de supervivencia que presentan los contratos firmados en marzo de 2021 (un 14,9 %)<sup>4</sup>. De nuevo, esta mejora en la supervivencia del conjunto de las relaciones laborales se produce a pesar de que la supervivencia de los contratos indefinidos, sin incluir los contratos fijos-discontinuos, se ha deteriorado tras la reforma laboral. Así, el 48 % de las relaciones laborales iniciadas en marzo de 2022 con un contrato indefinido permanecían vivas un año después, mientras que este porcentaje era del 52,5 % en el promedio de los contratos indefinidos firmados en los meses de marzo de 2017 y de 2018 (véase gráfico 6).

En conjunto, los resultados disponibles, tanto con datos agregados como con datos más granulares, muestran un ligero aumento de la estabilidad laboral en el mercado de trabajo español tras la aprobación de la reforma de finales de 2021. Esto es así porque, a pesar de que se observa un leve aumento de la inestabilidad laboral en los contratos indefinidos de nueva creación —en especial, en los contratos fijos-discontinuos—, ha aumentado de forma significativa el peso de los contratos indefinidos en relación con el de los contratos temporales.

En cualquier caso, es importante destacar dos aspectos. En primer lugar, si bien en lo referente a la tasa de temporalidad la economía española ha convergido de forma muy notable con el promedio europeo en los últimos años, de acuerdo con otras métricas que permiten aproximar el grado de estabilidad del empleo y que están disponibles a nivel internacional aún existe margen para aumentar la estabilidad del empleo en nuestro país. Así, por ejemplo, aunque los flujos de salida del empleo al desempleo han disminuido en España desde el 3,3 % del

3 Se dispone de información sobre la fecha de alta y baja de cada episodio de afiliación entre enero de 2017 y marzo de 2023, con desglose por tipo de contrato, algunas características del trabajador (edad, género y nacionalidad) y el sector de actividad y la provincia de localización de la empresa.

4 Con estos datos granulares también es posible calcular que el 80 % de los trabajadores que iniciaron una relación laboral en marzo de 2022 seguían empleados un año después, ya sea en las empresas con las que formalizaron dichas relaciones o en otras distintas. Esta probabilidad es ligeramente superior a la que se observa para los trabajadores que firmaron sus contratos en marzo de 2017 y de 2018 (un 79,2 % en promedio).

## Recuadro 3.1

**EL COMPORTAMIENTO RECENTE DE LA TASA DE TEMPORALIDAD Y DE OTROS INDICADORES QUE APROXIMAN EL GRADO DE ESTABILIDAD DEL EMPLEO (cont.)**

empleo en los tres primeros trimestres de 2019 hasta el 2,8 % en el mismo período de 2023<sup>5</sup>, este porcentaje aún se mantiene sensiblemente por encima del observado en el conjunto de la UEM (un 1,2 %).

En segundo lugar, como ya se ha mencionado, el análisis presentado en este recuadro no permite valorar el impacto causal de la reforma laboral de 2021. Entre otros motivos, porque para ello sería necesario delimitar el impacto que también habrían podido tener sobre el mercado de

trabajo español las múltiples perturbaciones que han condicionado el comportamiento de la actividad económica en los últimos años. No obstante, la reciente disponibilidad de información individual sobre el conjunto de relaciones laborales en nuestro país permitirá realizar en el futuro un análisis más completo, de manera que dichos impactos causales podrían llegar a estimarse, por ejemplo, a partir de las asimetrías observadas en las relaciones laborales de distintos tipos de trabajadores y empresas.

5 Las salidas del desempleo al empleo han aumentado del 23,7 % al 25 % en España, un incremento algo inferior al observado en el conjunto de la UEM. Por su parte, las salidas desde la inactividad al empleo han aumentado ligeramente más en España que en la UEM.



## Capítulo 4

---

# El mercado de la vivienda en España: evolución reciente, riesgos y problemas de accesibilidad

## Índice

**Ideas principales** 232

**1 Introducción** 233

**2 Evolución reciente del mercado de la vivienda** 234

- 2.1 El mercado de la compraventa de viviendas 234
- 2.2 El mercado del alquiler residencial 238

**3 Los principales determinantes de las dinámicas observadas** 242

- 3.1 El impulso de la demanda de vivienda 242
- 3.2 La rigidez de la oferta de vivienda 250

**4 Implicaciones de las dinámicas observadas para la estabilidad financiera** 256

**5 Los problemas de acceso a la vivienda** 261

- 5.1 El acceso a la vivienda por parte de los jóvenes 261
- 5.2 El acceso a la vivienda en propiedad 264
- 5.3 El esfuerzo asociado al alquiler 268

**6 El reto de las políticas públicas y el acceso a la vivienda** 273

- 6.1 Implicaciones económicas y sociales 273
- 6.2 Las políticas públicas 276
  - 6.2.1 Medidas recientes adoptadas por las Administraciones Públicas 277
  - 6.2.2 Una valoración preliminar de las medidas adoptadas basada en la evidencia de la literatura económica 279
  - 6.2.3 Posibles actuaciones futuras 282

**Bibliografía** 288

Recuadros

**4.1** El mercado inmobiliario comercial y sus implicaciones para la estabilidad financiera 292

**4.2** Un análisis de políticas públicas alternativas para reducir los problemas de acceso a la vivienda 296



## Capítulo 4

### Ideas principales

- La fortaleza de la demanda de vivienda, junto con una relativa rigidez de la oferta, se ha traducido en un crecimiento sostenido de los precios de compraventa y alquiler de vivienda en la economía española desde 2014.
- A pesar del notable dinamismo de la actividad en el mercado de la vivienda residencial, las vulnerabilidades y los riesgos para la estabilidad financiera asociados a este mercado están contenidos.
- Sin embargo, los problemas de acceso a la vivienda se han incrementado durante los últimos años y se concentran en los hogares con menor renta —jóvenes y población inmigrante— y en determinadas zonas geográficas —áreas urbanas y turísticas—.
- Los efectos sociales y económicos adversos asociados a las dificultades de acceso a la vivienda justifican la adopción de medidas de política económica dirigidas a corregir estos problemas.
- No obstante, la magnitud del problema diagnosticado hace difícil vislumbrar que actuaciones aisladas de corto plazo puedan tener el alcance suficiente para reducir de forma significativa las actuales dificultades de acceso a la vivienda.
- Al mismo tiempo, el diseño de las políticas públicas debiera evitar que algunas actuaciones cuya efectividad pudiera ser relativamente limitada en el corto plazo acaben generando efectos indeseados significativos que dificulten el funcionamiento de este mercado en el medio y largo plazo.
- En este sentido, sería deseable que las medidas adoptadas contemplen un horizonte temporal amplio, involucren a las distintas Administraciones Públicas con responsabilidades en materia de vivienda y pongan un foco especial en el estímulo de la oferta de vivienda, sobre todo en el mercado del alquiler y el alquiler social.
- Además, estas medidas deberían priorizar la asignación de los recursos entre los colectivos más vulnerables y considerar otros ámbitos que afectan al mercado de la vivienda, como los relativos al funcionamiento del mercado de trabajo, al dinamismo de la productividad de la economía y a las políticas tributarias y de transporte.

## 1 Introducción

El mercado de la vivienda desempeña una importante función económica y social<sup>1</sup>. Por una parte, las condiciones de este mercado, junto con las de los mercados de trabajo y de crédito, determinan el grado de accesibilidad de los hogares a la vivienda, tanto en el segmento de compraventa como en el del alquiler. Los eventuales problemas de acceso a la vivienda, además de tener una considerable relevancia desde un punto de vista social, también pueden generar efectos económicos adversos. Por otra parte, la actividad vinculada con el mercado de la vivienda tiene un peso importante en la economía, en términos tanto del empleo en el sector de la construcción como de la inversión residencial. Esta característica, junto con el hecho de que una parte destacada de las transacciones inmobiliarias se financian con recurso al crédito, hace que el funcionamiento del mercado inmobiliario pueda tener, además, implicaciones relevantes para la estabilidad financiera. En efecto, las crisis inmobiliarias han venido acompañadas frecuentemente de crisis bancarias, como la que tuvo lugar en España entre 2008 y 2013.

En este capítulo se analiza la situación del mercado de la vivienda en España, incluyendo tanto el segmento de compraventa como el del alquiler. En primer lugar, se describen los principales aspectos que caracterizan la evolución reciente de este mercado, así como sus posibles factores determinantes. Posteriormente, se revisan sus vulnerabilidades y riesgos para la estabilidad financiera a partir de un amplio conjunto de indicadores. El resto del capítulo se centra en aspectos relacionados con las condiciones de accesibilidad a la vivienda por parte de los hogares. Concretamente, se ilustra cómo ha evolucionado el grado de accesibilidad durante los últimos años, cómo se compara con el de otras economías, y qué colectivos presentan mayores dificultades de acceso a la vivienda en propiedad y en alquiler. Finalmente, se discuten posibles líneas de actuación que podrían considerarse para hacer frente a estos problemas.

---

1 Este capítulo se centra en el mercado de la vivienda residencial, salvo en el recuadro 4.1, en el que se discute la evolución reciente del segmento comercial del mercado inmobiliario, tanto en España como a nivel internacional, y sus implicaciones para la estabilidad financiera.

## 2 Evolución reciente del mercado de la vivienda<sup>2</sup>

### 2.1 El mercado de la compraventa de viviendas

La compraventa de viviendas muestra una fortaleza notable a pesar de la desaceleración que se observa desde el último trimestre de 2022. En la evolución reciente destaca la relevancia de las compras por parte de la población extranjera y el menor recurso al crédito hipotecario para su financiación, en un contexto de endurecimiento de las condiciones de financiación. El significativo volumen de compraventas coincide con una modesta producción de vivienda nueva, que se refleja en la contención de los indicadores de oferta de la actividad inmobiliaria. En este contexto, los precios de la vivienda han mostrado una recuperación sostenida desde 2014. No obstante, su crecimiento acumulado es heterogéneo y presenta una mayor intensidad en la vivienda nueva, las grandes áreas urbanas y las zonas turísticas. Este dinamismo sostenido de los precios de la vivienda en España contrasta con el reciente ajuste observado en algunas de las principales economías de la Unión Económica y Monetaria (UEM).

- **Volumen de compraventas.** El número de transacciones de viviendas ha presentado una tendencia descendente desde el último trimestre de 2022, pero se mantiene en niveles elevados y por encima de los registros anteriores a la pandemia. Las compraventas de vivienda crecieron con fuerza desde finales de 2020, una vez que se levantaron las restricciones a la movilidad vinculadas con la pandemia del COVID-19. La demanda embalsada que existía en ese contexto y unas condiciones de financiación holgadas apoyaron este repunte (véase gráfico 4.1). De ese modo, el volumen de compraventas superó las 700.000 unidades en 2022, la cifra más elevada desde el *boom* inmobiliario de la primera década del siglo XXI. Si bien el número de transacciones se redujo desde finales de 2022, la compraventa de viviendas se situó en unas 640.000 en 2023, un 12 % por encima de los registros de 2019 y con unos volúmenes medios que excedieron las 50.000 operaciones mensuales.
- **Compraventas de vivienda nueva y de segunda mano.** Las transacciones de vivienda se concentran en el segmento de la vivienda usada, cuyo peso relativo supuso alrededor del 90 % del mercado en 2023. Esta proporción, que se situaba en el 40 % en 2008, mostró una tendencia creciente durante la crisis económica e inmobiliaria de 2008-2013, y se stabilizó en torno a la ratio actual a partir de 2014 (véase gráfico 4.1). La prevalencia de la vivienda de segunda mano es el resultado, en parte, de la acumulación de un importante stock de vivienda durante las décadas previas y de la escasez de vivienda nueva (véase epígrafe 3)<sup>3</sup>.
- **Compras de personas jurídicas.** Las compras de vivienda por parte de personas jurídicas representaron un 10 % de las adquisiciones en 2023, en línea con las proporciones

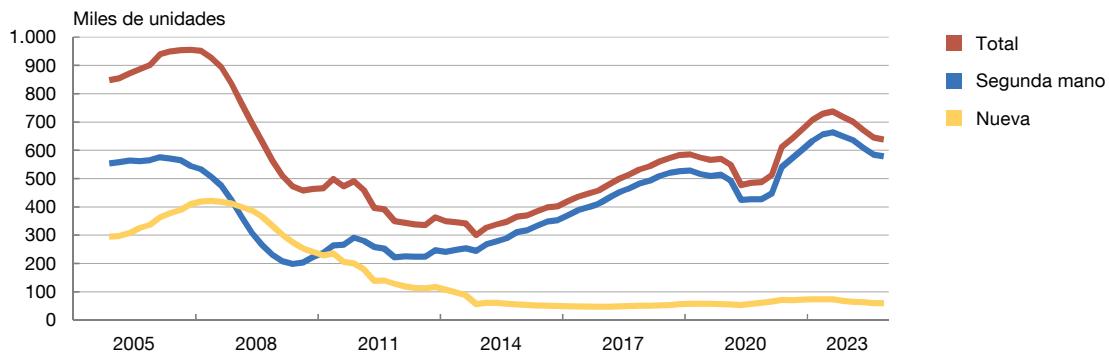
2 Para un análisis más detallado de la evolución reciente del mercado de la vivienda residencial en España y su comparación con ciclos previos, puede consultarse Lájer, López-Rodríguez y San Juan (2024). Asimismo, véase Khametshin, López-Rodríguez y Pérez (2024) para una descripción de la evolución del mercado del alquiler de vivienda.

3 España se encuentra entre las economías europeas con una mayor ratio de viviendas por cada 1.000 habitantes, con cifras en torno a las 550 viviendas, frente a niveles alrededor de 500 en la UE-27 o de 470 en el promedio de la OCDE (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, 2024).

Gráfico 4.1

**Las compraventas de vivienda se han reducido recientemente, pero se mantienen en niveles históricamente elevados, destacando el dinamismo del mercado de segunda mano**

#### 4.1.a Compraventas de vivienda (a)



FUENTE: Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a Datos acumulados de cuatro trimestres.



observadas desde 2020. Estas cifras se encuentran por debajo del promedio anual del 12 % registrado durante el período 2014-2019, y alejadas de las cifras máximas en torno al 20 % alcanzadas entre 2012 y principios de 2014.

- **Compras de extranjeros.** Las adquisiciones de vivienda por parte de la población extranjera, tanto residentes como no residentes, tienen un peso muy destacado, aunque heterogéneo por áreas geográficas. Estas transacciones alcanzaron un máximo histórico de en torno a 134.000 viviendas en 2022, cifra que se redujo hasta unas 125.000 en 2023, cuantía que supone un 19,3 % del total y que contrasta con el 7,1 % observado en 2007. Las proporciones de compras de extranjeros más altas se registran en zonas turísticas, como son las islas y la costa mediterránea, circunstancia que se explica por la elevada demanda de segundas viviendas procedente de ciudadanos no residentes.
- **Indicadores de oferta de la actividad inmobiliaria.** En línea con el escaso peso de las transacciones de vivienda nueva, los indicadores de oferta de la actividad inmobiliaria muestran, desde una perspectiva histórica, un dinamismo contenido. En particular, los visados de vivienda, el empleo en la construcción y la inversión residencial se sitúan en niveles inferiores a los registrados en ciclos expansivos previos y por debajo de la actividad observada en el conjunto de la UEM. Concretamente, en 2023, la inversión residencial en España se situó en el 5,7 % del PIB, porcentaje inferior al 6,1 % de la UEM y por debajo de los promedios anuales que se observaron en las décadas de 1980 y 1990 —en torno al 6,5 %—. Por su parte, el número de visados de obra nueva alcanzó en 2023 cifras cercanas a 110.000, cifra muy por debajo de los 320.000 visados anuales promedio de la década de 1990 o los 550.000 anuales de la primera década del siglo XXI. En términos de empleo, el sector de la construcción representa en torno al 6,5 % del empleo total desde la segunda mitad de 2020, cifra inferior al 9,1 % que en promedio anual alcanzó durante las dos últimas décadas del siglo XX y por

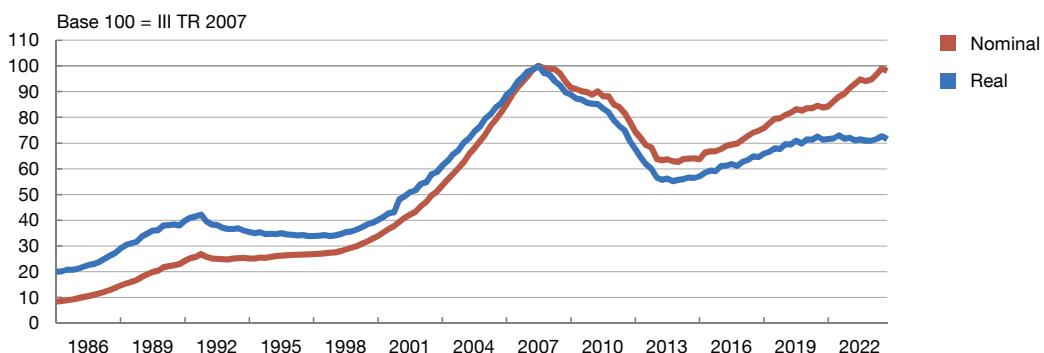
debajo también de los niveles alrededor del 12 % en los que se situó durante el *boom* de la primera década del siglo XXI (véase, para más detalles, los epígrafes 3 y 4).

- **Compras de vivienda con financiación externa.** El recurso al crédito hipotecario para financiar la adquisición de vivienda ha disminuido desde el inicio del endurecimiento monetario a finales de 2021. Concretamente, en 2023 los nuevos préstamos hipotecarios financiaron alrededor de un 45 % de las transacciones, unos 10 puntos porcentuales (pp) menos que en 2021. Esta proporción ha oscilado durante las últimas décadas, en función, entre otros factores, de la facilidad de acceso al crédito. Así, dicha proporción se redujo desde el 60 % de 2007 al 30 % de 2013, coincidiendo con el período de crisis económica y bancaria en el que los bancos contrajeron significativamente la oferta de crédito. Tras la recuperación económica iniciada en 2014, el peso de las compras financiadas con hipoteca presentó una tendencia creciente, hasta el 55 % en 2021, en un contexto en el que mejoró el acceso a la financiación bancaria. La caída posterior de esta proporción podría estar vinculada a dos factores: i) el endurecimiento de las condiciones de financiación, que se ha traducido en unos criterios de concesión de préstamos más estrictos y en un incremento significativo del coste de financiación, y ii) el aumento del peso de las adquisiciones por parte de no residentes con fuentes de financiación alternativas. No obstante, a pesar de su disminución respecto a 2022, el flujo de nuevo crédito hipotecario residencial y el número de nuevas hipotecas se situaron en 2023, respectivamente, un 16 % y un 4 % por encima de los niveles alcanzados en 2019. Al mismo tiempo, entre las nuevas operaciones hipotecarias para la compra de vivienda, se observa un menor grado de apalancamiento y unos estándares crediticios prudentes (véase epígrafe 4).
- **Precios de la vivienda.** En el cuarto trimestre de 2023, la tasa de crecimiento interanual del precio medio de la vivienda en España se situó en el 4,2 %. Este aumento mantiene la tendencia creciente de los precios de los últimos años, que los ha llevado a acumular, en media, una revalorización nominal del 56 % desde principios de 2014 (véase gráfico 4.2). No obstante, estos precios se encuentran aún un 2 % por debajo de su máximo de 2007. En términos reales, la revalorización desde el primer trimestre de 2014 se sitúa cerca del 30 %. No obstante, los precios reales eran, a finales de 2023, en promedio, un 28,5 % inferiores a los niveles máximos observados en 2007.
- **Precios de la vivienda nueva y usada.** El crecimiento de los precios presenta una dinámica muy heterogénea entre las viviendas nuevas y las de segunda mano. En el segmento de la vivienda nueva los precios se incrementan a mayor ritmo, con un crecimiento interanual en el cuarto trimestre de 2023 del 7,5 %, frente al 3,6 % del de la vivienda usada. Como resultado de estas dinámicas heterogéneas, los precios medios de la vivienda nueva se situaban a finales de 2023, en términos reales, un 6 % por debajo de los niveles máximos de 2007. Por su parte, los precios reales medios de la vivienda de segunda mano eran alrededor de un 37 % inferiores al máximo alcanzado en aquel ejercicio.
- **Heterogeneidad geográfica de los precios de la vivienda.** En las áreas urbanas en las que se produce un mayor crecimiento de la actividad y en las zonas donde se concentra la población y la actividad turística se observan incrementos de precios más elevados (véase

Gráfico 4.2

**Los precios medios de la vivienda muestran una notable recuperación desde 2014, si bien en términos reales se sitúan un 28,5 % por debajo de su máximo de 2007**

#### 4.2.a Precio de la vivienda (a)



FUENTE: INE.

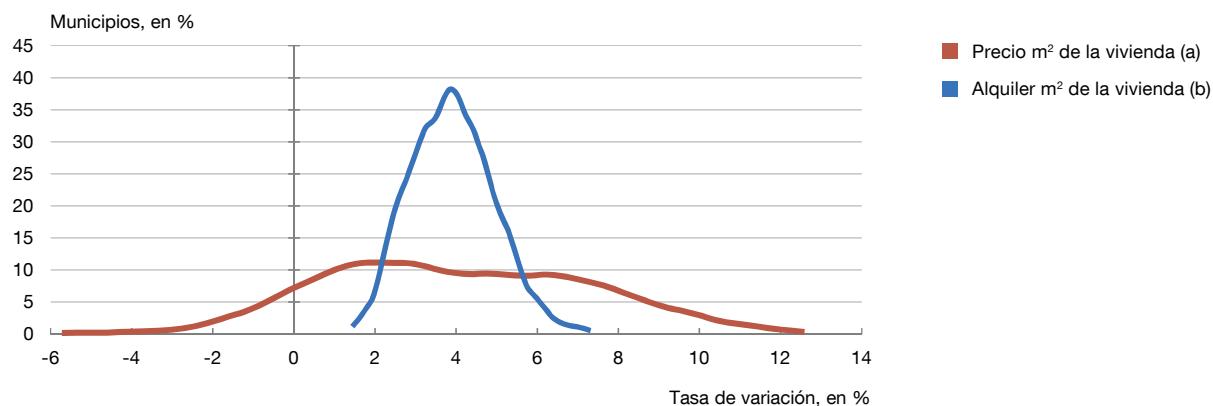
a El precio real de la vivienda se deflacta por el índice de precios de consumo. Último dato observado: cuarto trimestre de 2023.



Gráfico 4.3

**El crecimiento del precio de la vivienda presenta una elevada heterogeneidad geográfica a nivel municipal, frente a una menor dispersión en el crecimiento del precio del alquiler**

#### 4.3.a Distribución del crecimiento medio anual del precio y el alquiler de la vivienda. Municipios con más de 50.000 habitantes



FUENTE: Banco de España, con datos del Colegio de Registradores y del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

a Tasa de variación calculada para las compraventas de vivienda libre desde el inicio de la recuperación agregada de los precios de la vivienda en 2013 hasta 2023.

b Tasa de variación calculada para el stock de viviendas arrendadas que son propiedad de los particulares desde el inicio de la recuperación agregada de los precios del alquiler en 2014 hasta 2022 (último año disponible). No se incluyen municipios de los territorios forales de Navarra y el País Vasco, al no disponer de información relativa a los precios del alquiler en esas comunidades.



epígrafe 3). Esta dinámica heterogénea se refleja también en una significativa dispersión del crecimiento medio anual desde 2013 de los precios de la vivienda entre los municipios de mayor dimensión, donde se observan incluso retrocesos en las áreas que pierden población (véase gráfico 4.3).

- **El mercado de la vivienda residencial en el contexto internacional.** Los mercados de la vivienda de las principales economías avanzadas experimentaron una fuerte recuperación después de la crisis financiera global y un dinamismo muy intenso tras la pandemia del COVID-19. Esta evolución se reflejó en un crecimiento acumulado de los precios de la vivienda muy significativo. Por ejemplo, los precios de la vivienda en el conjunto de la UEM se situaban a mediados de 2022 un 40 % por encima del nivel de 2007 (un 10 % en términos reales)<sup>4</sup>. En el caso de Estados Unidos, Reino Unido o Japón, los precios nominales crecieron durante ese mismo período, respectivamente, un 75 %, un 50 % y un 25 % (un 30 %, un 10 % y un 20 % en términos reales). No obstante, el endurecimiento de la política monetaria en la mayor parte de estas economías, que comenzó a finales de 2021 en respuesta a la persistencia de las presiones inflacionistas, ha dado lugar a una cierta corrección de la actividad inmobiliaria y de los precios de la vivienda, que ha sido particularmente intensa en aquellas economías cuyos indicadores de valoración mostraban mayores señales de desequilibrios. En efecto, los precios reales de la vivienda en el área del euro han disminuido desde 2022<sup>5</sup>, e incluso se observan caídas acumuladas significativas de los precios nominales desde sus niveles máximos de 2022 hasta el cuarto trimestre de 2023 (último dato disponible) en Alemania (-13 %), Francia (-4 %) o Países Bajos (-2 %).

## 2.2 El mercado del alquiler residencial<sup>6</sup>

El tamaño del mercado del alquiler ha crecido con fuerza desde la crisis económica iniciada en 2008. No obstante, este crecimiento ha sido heterogéneo entre colectivos y entre áreas geográficas. Los mayores incrementos de la tenencia de vivienda en alquiler se han observado entre los hogares de menor renta y, en particular, entre los jóvenes. En términos geográficos, los municipios de las grandes áreas urbanas y las zonas turísticas son los que han experimentado una mayor expansión del tamaño de este mercado y, también, de los precios. Esta expansión se produce en un mercado del alquiler en el que predominan los particulares y los pequeños propietarios, y en el que destaca el peso reducido del alquiler social. En este sentido, cabe reseñar que el notable aumento en la oferta de vivienda en alquiler ha sido contrarrestado por la mayor presión ejercida por la demanda —en parte, desplazada desde el segmento de compra (véase epígrafe 3)—. Este desajuste se ha traducido en incrementos sostenidos de los precios del alquiler desde 2015. Estos aumentos han estado fundamentalmente asociados a los precios de las nuevas viviendas que han entrado en el mercado y a las renovaciones de los contratos del alquiler.

4 El crecimiento acumulado de los precios entre 2007 y mediados de 2022 se situó en un 100 % en Alemania, un 60 % en los Países Bajos y un 30 % en Francia. No obstante, los precios nominales a nivel agregado no alcanzaron en 2022 los registros de 2007 en Italia y España.

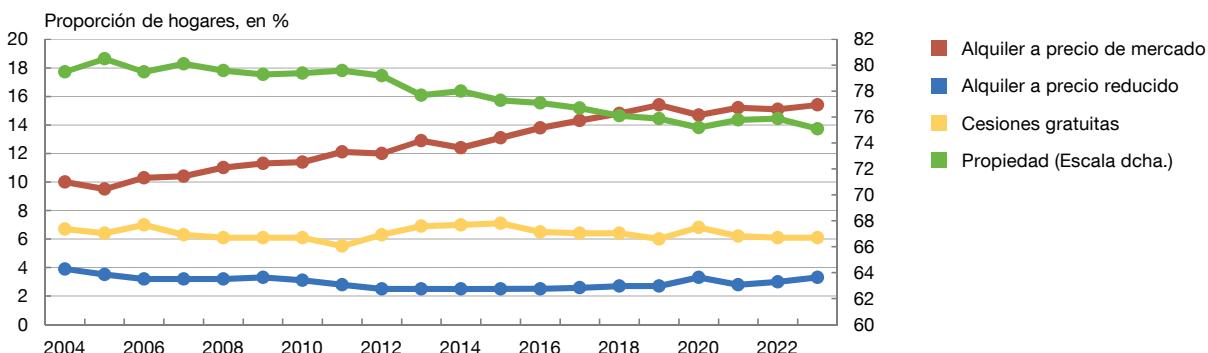
5 En el conjunto del área del euro los precios reales han disminuido desde principios de 2022 hasta el cuarto trimestre de 2023 alrededor de un 10 %, con caídas en torno al 20 % en Alemania, el 13 % en los Países Bajos, el 10,5 % en Francia y el 6 % en Italia, frente a un ligero incremento del 0,5 % en España. Se observan también caídas desde su máximo de 2022 en los precios reales de la vivienda de un 6 % en el Reino Unido y Canadá, y la progresiva recuperación de estos en Estados Unidos (2 %).

6 En este epígrafe no se incluye el alquiler turístico, que se tratará en el epígrafe 3.

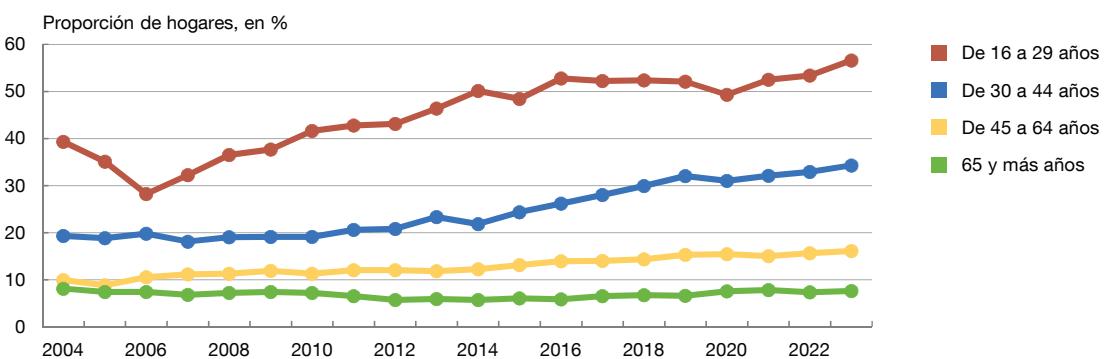
Gráfico 4.4

**La proporción de hogares que residen en una vivienda de alquiler ha mostrado un notable crecimiento durante la última década, impulsado por la relevancia creciente de este mercado entre los más jóvenes**

#### 4.4.a Régimen de tenencia de la vivienda habitual



#### 4.4.b Residencia en alquiler por grupos de edad (a)



FUENTE: Encuesta de Condiciones de Vida (INE 2024).

a Se considera la residencia en una vivienda de alquiler tanto a precio de mercado como a precio reducido (ej., alquiler social, renta antigua).



- **Tamaño del mercado del alquiler.** El mercado del alquiler muestra una notable expansión y alcanza unos 3,6 millones de viviendas principales en 2023<sup>7</sup>, en las que residen el 18,7 % de los hogares (INE, 2024a). De ese modo, se estima un aumento de 1,3 millones de viviendas adicionales en el parque de vivienda en alquiler respecto a 2007, con un crecimiento acumulado del tamaño de este mercado superior al 50 %. El auge del régimen de tenencia en alquiler se explica por su crecimiento entre el colectivo de hogares más jóvenes (véase gráfico 4.4), y por su predominio entre la población de origen extranjero, colectivos donde se concentran los hogares con menor nivel de renta. Esta evolución ha contribuido a la progresiva convergencia de España hacia las cifras del promedio de la UE-27, si bien la proporción de tenencia en propiedad en 2022 seguía siendo superior en España (75 %, frente al 65 %).

<sup>7</sup> Aproximadamente tres millones de estas viviendas corresponden a alquileres de mercado; el resto se encuentran arrendadas a precios inferiores a los de mercado (por ejemplo, las viviendas de alquiler social y asequible o las viviendas en régimen de renta antigua).

- **Distribución de la propiedad en el mercado del alquiler.** El mercado del alquiler residencial en España se caracteriza por la prevalencia de los arrendadores particulares y de los pequeños propietarios, frente al reducido peso que tienen las personas jurídicas y los grandes tenedores. En concreto, las viviendas principales en alquiler de mercado que son propiedad de las personas jurídicas de naturaleza privada representarían una cuantía estimada en un 8 % del total, frente al 92 % de las de los particulares<sup>8</sup>. El impulso reciente a la inversión en vivienda destinada al alquiler por parte de las personas físicas contribuye a explicar esta estructura de mercado. En particular, los hogares han incrementado su tenencia de viviendas en el mercado del alquiler en un promedio anual superior a las 100.000 unidades adicionales entre 2012 y 2022. Además, se estima que las viviendas arrendadas en territorio fiscal común cuyos titulares son particulares que participan en la propiedad o usufructo de más de 10 viviendas representarían un máximo del 7 % del parque de alquiler de mercado<sup>9</sup>. Al mismo tiempo, el peso del alquiler social es muy reducido, con una cifra estimada de este tipo de viviendas en torno a las 300.000 unidades (1,5 % de las viviendas principales).
- **Heterogeneidad geográfica en el tamaño del mercado del alquiler.** Las Comunidades Autónomas (CCAA) en las que en 2023 se observa un mayor peso de las viviendas en alquiler, tanto de mercado como a precio reducido, son Madrid (23,7 %), Cataluña (24,9 %), Islas Canarias (28,5 %) e Illes Balears (30,9 %), frente a un promedio en el conjunto de España del 18,7 %. Al mismo tiempo, de acuerdo con el Censo de Población y Viviendas 2021, la mediana de la ratio de viviendas principales en alquiler en los municipios con más de 50.000 habitantes alcanzó el 17,2 % en 2021. No obstante, entre las capitales de provincia, el parque de viviendas en alquiler superaba el 30 % en Girona y Barcelona<sup>10</sup>, y se situaba alrededor del 25 % en Madrid y Palma de Mallorca, frente a ratios inferiores al 10 % en Huelva o Jaén.
- **Precios del alquiler.** Los precios del alquiler acumulan incrementos sostenidos desde su mínimo alcanzado en 2015. Así, entre 2015 y 2022, el crecimiento acumulado de las rentas del alquiler por metro cuadrado para el promedio del stock de vivienda arrendada supera el 28,5 %<sup>11</sup>. Estos incrementos son el resultado, sobre todo, de los mayores precios del alquiler de las nuevas viviendas que entran en el mercado y de los aumentos de precios en las viviendas arrendadas sobre las que se acuerdan nuevos contratos. En concreto, se estima que el crecimiento medio anual de las rentas de los nuevos contratos de alquiler se situaría en un rango entre el 7 % y el 8 % entre 2015 y 2022<sup>12</sup>. A modo de comparación, en el mismo período, el precio de compraventa de vivienda se elevó en promedio anual un 6 % en términos nominales. Los indicadores disponibles para el año 2023, basados en las

8 Estimaciones propias a partir de la información suministrada por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la Agencia Estatal de Administración Tributaria (AEAT) y la información proporcionada por el Instituto Nacional de Estadística (INE) en el Censo de Población y Viviendas 2021, la Encuesta de Condiciones de Vida y la Estadística Continua de la Población.

9 Estimaciones realizadas por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT para el ejercicio 2021 (último año disponible).

10 En los distritos céntricos de Barcelona el porcentaje de vivienda en alquiler oscilaba entre el 35 % y el 50 % en 2021.

11 Sistema estatal de referencia del precio del alquiler de vivienda (Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, 2024) y estimaciones propias a partir de la información suministrada por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

12 Las actualizaciones anuales de los contratos vigentes crecen a tasas más moderadas, en línea con el índice de precios de consumo (IPC) de alquileres.

estadísticas de precios de oferta del alquiler publicadas por los portales inmobiliarios, también apuntarían a un notable dinamismo de las rentas del alquiler para los nuevos contratos en los últimos meses. En concreto, la variación interanual de los precios de oferta del alquiler, que aproximaría el aumento asociado a los nuevos contratos, se situaba a finales de 2023 entre el 6 % y el 10 %, en función de los portales inmobiliarios consultados.

- **Heterogeneidad geográfica del crecimiento de los precios del alquiler.** El crecimiento medio anual entre 2015 y 2022 del precio del alquiler para el stock de viviendas arrendadas en los municipios de mayor dimensión presenta una menor dispersión que el aumento de los precios medios de la vivienda (véase gráfico 4.3). Esta menor dispersión se explica, en buena medida, porque las actualizaciones anuales de los contratos de alquiler están vinculadas a indicadores como, por ejemplo, el IPC. No obstante, el aumento de los precios del alquiler es muy significativo en las siguientes áreas geográficas: i) zonas del arco mediterráneo con una elevada actividad turística; ii) los distritos céntricos de las grandes ciudades, y iii) algunos municipios de la periferia de las principales áreas urbanas<sup>13</sup>. Este intenso crecimiento de los precios del alquiler en las grandes áreas urbanas es un fenómeno que también se viene observando en las principales economías avanzadas durante la última década. Así, por ejemplo, este incremento ha resultado en elevados precios del alquiler, tanto de vivienda como de habitaciones y estudios, en las grandes metrópolis europeas y en las ciudades turísticas<sup>14</sup>. En el caso de Estados Unidos, el crecimiento de los nuevos alquileres ha contribuido al reciente episodio inflacionista, y su dinamismo se mantiene en las grandes ciudades norteamericanas<sup>15</sup>.

13 Por ejemplo, el crecimiento acumulado de las rentas del alquiler por metro cuadrado entre 2015 y 2022 supera el 50 % en la ciudad de Valencia y en Estepona, y se sitúa por encima del 40 % en Málaga, Palma de Mallorca, Ibiza, Torremolinos y Alicante. En el área urbana de Barcelona se registran crecimientos acumulados entre el 35 % y el 40 %. Véase, para más detalles, Khametshin, López-Rodríguez y Pérez (2024).

14 Véanse Índice Internacional de Alquileres de HousingAnywhere y Index of Private Housing Rental Prices para el Reino Unido.

15 Véanse Adams, Loewenstein, Montag y Verbrugge (2022) y Zillow Observed Rent Index.

### 3 Los principales determinantes de las dinámicas observadas

#### 3.1 El impulso de la demanda de vivienda

El crecimiento demográfico experimentado desde 2016 es un factor fundamental para explicar el aumento de la demanda de vivienda residencial tanto en régimen de alquiler como de propiedad. Este crecimiento se explica en buena medida por los importantes saldos migratorios del exterior, que se intensificaron a partir de 2022 y han contribuido a un incremento sustancial de la creación neta de hogares. Estos flujos de nuevos hogares se concentran en determinadas CCAA y en las principales áreas urbanas, donde se observan los mayores aumentos de los precios de la vivienda en propiedad y en alquiler. Este aumento de la demanda de vivienda habitual se ve acompañado, además, por la fortaleza de la demanda que proviene de no residentes, ya sea para vivienda en propiedad o en alquiler —fundamentalmente vacacional—. Este auge de la demanda de vivienda se produce en un contexto macroeconómico relativamente favorable, especialmente en lo que se refiere a los niveles de empleo, y con unas condiciones financieras que fueron holgadas hasta el endurecimiento monetario iniciado a finales de 2021. Por otro lado, las entidades bancarias habrían mantenido unos estándares crediticios prudentes en la concesión de préstamos hipotecarios. Este hecho, junto con la dinámica de los precios de la vivienda y del mercado laboral, habría contribuido en los últimos años a un notable desplazamiento de la demanda de vivienda desde el segmento de compra al de alquiler en los colectivos con rentas más bajas. Este desplazamiento sería particularmente intenso en el caso de los jóvenes, colectivo de trabajadores donde se registra una mayor incidencia del desempleo o la parcialidad en el empleo y un menor dinamismo acumulado de los salarios.

- **El aumento de la población.** El crecimiento de la población residente constituye, a través de la formación de nuevos hogares, un importante elemento de impulso para la demanda de vivienda en propiedad y en alquiler. En este sentido, en los últimos años se observa un crecimiento sustancial de la creación neta de hogares en España, desde los 50.000 que se crearon en 2015 —la cifra más reducida de la serie disponible desde 1980— hasta cifras provisionales que superan los 275.000 nuevos hogares anuales en el promedio de los años 2022 y 2023 (véase gráfico 4.5). Si bien las previsiones demográficas presentan una elevada incertidumbre, estas apuntan a una significativa creación neta de hogares en los próximos años que continuará impulsando la demanda de vivienda. En el corto plazo, las previsiones apuntan a un aumento neto de unos 220.000 hogares anuales para el período 2024-2026, mientras que en el medio plazo se estima un incremento de unos 120.000 hogares anuales en un horizonte de 10 años<sup>16</sup>. El principal factor que subyace a este crecimiento en el período reciente —y en un futuro cercano— de la población residente y del número de hogares es el aumento de los saldos migratorios del exterior —especialmente acusado en 2022 y 2023—, que compensa el crecimiento vegetativo negativo de la población y las salidas netas de españoles al exterior<sup>17</sup>.

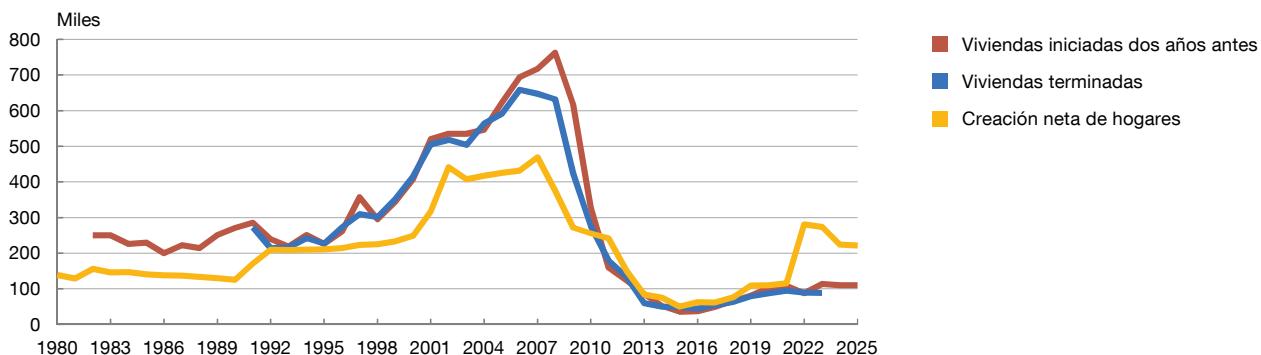
<sup>16</sup> Estas previsiones corresponden a la estadística de proyecciones de hogares y la estadística de proyecciones de población publicadas por el INE en octubre de 2022.

<sup>17</sup> La población española ha aumentado en cerca de 2,2 millones de personas desde 2016, concentrando los años 2022 y 2023 el 50 % de este incremento. Los residentes de origen extranjero han crecido en unos 2,9 millones, frente a una caída de los nacidos en España de alrededor de 700.000 habitantes.

Gráfico 4.5

**La producción de viviendas nuevas se encuentra desde 2022 sensiblemente por debajo de las dinámicas demográficas**

4.5.a Viviendas iniciadas dos años antes, viviendas terminadas y creación neta de hogares (a)



FUENTES: Banco de España, Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

a Último dato observado: cuarto trimestre de 2023. La creación neta de hogares hasta 2021 se obtiene a partir de los censos y padrones continuos publicados por el INE, mientras que para los años 2022 y 2023 se considera la variación anual promedio en el número de hogares a partir de los datos trimestrales de la Estadística Continua de Población del INE. La creación neta de hogares para los años 2024 y 2025 corresponde a las últimas proyecciones de hogares publicadas por el INE en octubre de 2022.



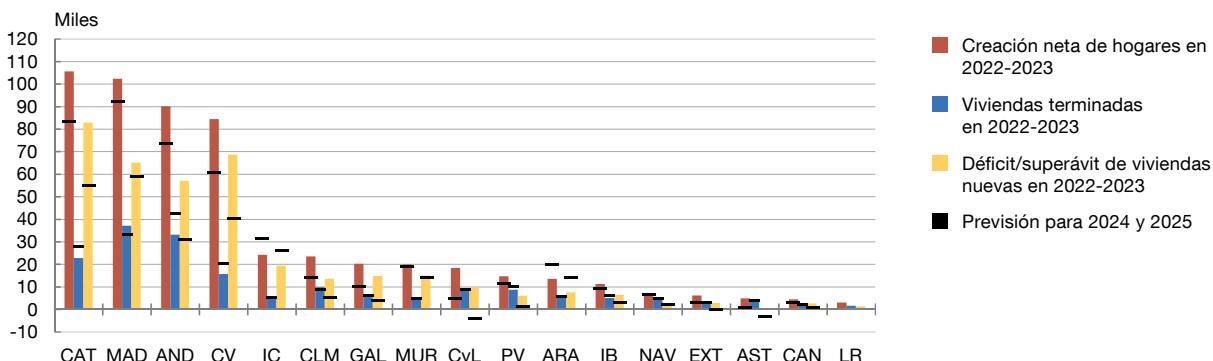
- **Tamaño medio de los nuevos hogares.** La demanda de viviendas también aumenta por una tendencia progresiva a la reducción del tamaño medio del hogar. Así, en 2023, este se situaba en España en 2,5 personas, frente a las 2,86 de 2001 y a las 3,59 de 1981 (INE, 2023a). Esta tendencia a la reducción también se observa en el conjunto de la UEM, donde el tamaño medio del hogar en 2022 se estimaba en 2,2 personas (Comisión Europea, Eurostat, 2023a). Un análisis más detallado de estos datos muestra un incremento de la dispersión en el número de miembros por hogares en la última década. Así, en el caso de España, han aumentado tanto los hogares con 5 o más personas como, de forma muy sustancial, los unipersonales, proceso al que contribuye, en parte, el envejecimiento de la población<sup>18</sup>. Estos cambios tienen implicaciones para la tipología de la vivienda demandada, en términos, por ejemplo, de su tamaño.
- **Heterogeneidad geográfica en la creación neta de hogares.** Las CCAA con mayor población son aquellas donde se concentra la creación neta de hogares y el aumento de la demanda de vivienda residencial. En concreto, Cataluña, la Comunidad de Madrid, Andalucía y la Comunitat Valenciana, que representaban un 58 % del stock de hogares en 2021, acogen cerca del 70 % de los nuevos hogares formados en 2022-2023 y del incremento proyectado para los años 2024 y 2025 (véase gráfico 4.6). Esta concentración se explica, en buena medida, por la dinámica de crecimiento demográfico en las cinco provincias donde residen más del 50 % de los nuevos hogares (Málaga, Alicante, Valencia, Barcelona y Madrid).

18 El incremento de hogares con 5 o más miembros entre 2011 y 2021 se estima en unos 200.000 (INE, 2023a), mientras que el aumento de hogares unipersonales desde 2011 supera los 1,2 millones a 1 de enero de 2024 (INE, 2023b).

Gráfico 4.6

**El menor dinamismo de las viviendas terminadas en relación con la creación neta de hogares da como resultado desde 2022 un déficit de vivienda nueva, concentrado en determinadas CCAA**

#### 4.6.a Nuevos hogares y viviendas terminadas en 2022 y 2023, por CCAA



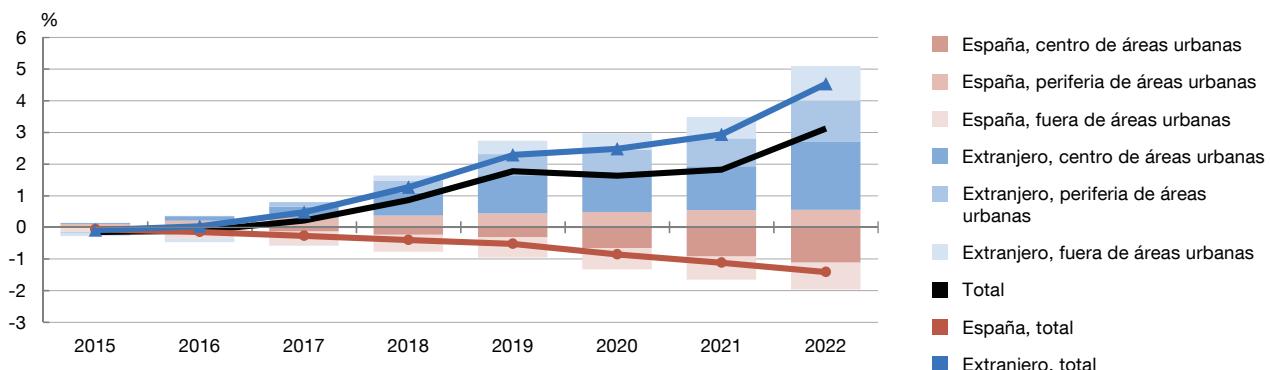
FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana y Banco de España.



Gráfico 4.7

**Los saldos migratorios del exterior impulsan un crecimiento demográfico que se intensifica en las áreas urbanas**

#### 4.7.a Aportaciones al crecimiento acumulado de la población desde 2014, por país de nacimiento y área de residencia



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística (Padrón Continuo y Censo Anual de Población) y Banco de España.



— **La concentración de la población en las áreas urbanas.** En los últimos años, el crecimiento de la población ha tendido a concentrarse en las áreas urbanas<sup>19</sup> (véase gráfico 4.7). Concretamente, entre 2014 y 2022 (último dato disponible), la población ha crecido un

19 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 de la misma (periferia) cuya población ocupada presenta una elevada tasa de desplazamientos laborales entre dichos municipios. En España se definen 70 AUF en 2023, que representan cerca del 68,5 % de la población. Véase, para más detalles metodológicos, Comisión Europea, Eurostat (2019).

4,2 % en las áreas urbanas, frente a un incremento agregado del 3,1 %. Esta evolución se ha visto impulsada por el crecimiento en la periferia (6,1 %), cuya dinámica explica el 65 % del aumento poblacional de las áreas urbanas. En cambio, fuera de estas áreas la población retrocedió hasta 2018, momento en el que se inicia una cierta recuperación hasta superar en 2022 en un 0,8 % los niveles de 2014<sup>20</sup>. El desglose por nacionalidad evidencia crecimientos de la población de origen extranjero en todas las áreas geográficas consideradas, aunque más intensos en las áreas urbanas, con crecimientos entre 2014 y 2022 situados en torno a 1 millón de habitantes en los centros y más de 600.000 en las periferias. Por el contrario, durante este período, los ciudadanos nacidos en España han contribuido al descenso de la población, con caídas superiores a los 500.000 habitantes en los centros de las áreas urbanas e incrementos de unos 250.000 en la periferia de dichas áreas. Este último movimiento sugiere un desplazamiento de la población española desde el centro hacia la periferia de las áreas urbanas, en un contexto de mayores precios de la vivienda en los centros de las grandes ciudades. En cambio, la población de origen extranjero habría incrementado sustancialmente su presencia relativa en el centro de las áreas urbanas. Este colectivo, dados sus menores niveles medios de renta y los elevados precios inmobiliarios en las principales ciudades, tiende a residir en viviendas de alquiler y, en el período más reciente, habría aumentado su residencia en modalidades como el alquiler compartido y de habitaciones.

- **El crecimiento demográfico y los precios inmobiliarios.** Las diferencias en las dinámicas demográficas entre zonas geográficas son uno de los principales determinantes del crecimiento heterogéneo de los precios de la vivienda en propiedad y en alquiler durante los últimos años. En efecto, como se observa en los dos paneles del gráfico 4.8, existe una fuerte correlación positiva entre el crecimiento de la población y el avance de los precios de compra y de alquiler desde el inicio de la recuperación económica en 2014 hasta 2022 (último dato disponible). Esta evidencia apuntaría a una cierta rigidez relativa de la oferta de vivienda para acomodar el aumento de la demanda que se viene produciendo como consecuencia, en gran parte, de los desarrollos demográficos.
- **Precios inmobiliarios en áreas urbanas congestionadas.** La congestión en las principales áreas urbanas condiciona la demanda de vivienda y presiona al alza los precios. Por un lado, se observa una elevada densidad de población en los centros de las ciudades y un proceso de progresiva concentración de la población en las áreas urbanas<sup>21</sup>. La evidencia internacional sugiere que estos desarrollos urbanos se asocian a unos mayores precios de compra y de alquiler. Esto es así especialmente cuando las infraestructuras de transporte público, tanto urbano como metropolitano, no permiten incrementar la escala de las ciudades y mejorar la movilidad dentro de las áreas metropolitanas. Por otro lado, un desarrollo urbano congestionado aumenta el coste relativo de la vida en los centros de las

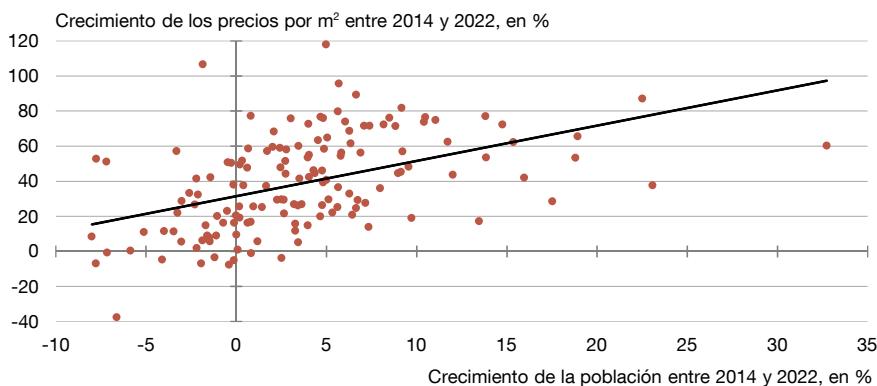
20 Para un análisis más detallado de las dinámicas recientes de la distribución espacial de la población en España, véase Banco de España (2021).

21 Véase Banco de España (2021) y Banquet, Delbouve, Daams y Veneri (2022).

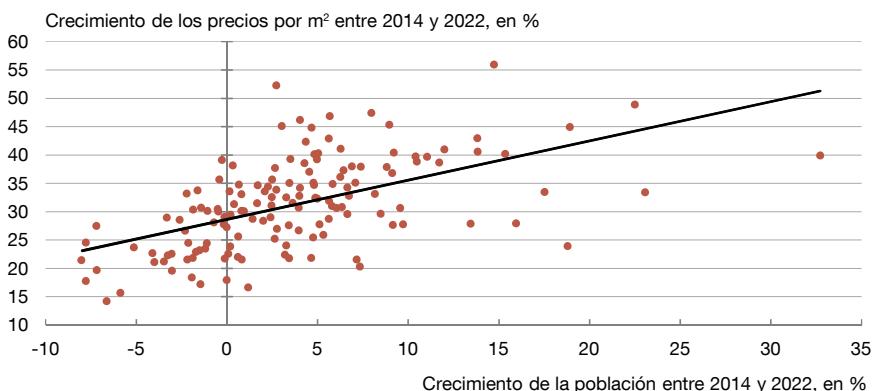
Gráfico 4.8

**Los municipios con mayores aumentos de población han registrado incrementos más acentuados de los precios de venta y alquiler de vivienda**

**4.8.a Crecimiento acumulado de los precios de la vivienda y población. Municipios con más de 50.000 habitantes**



**4.8.b Crecimiento acumulado de los precios del alquiler y población. Municipios con más de 50.000 habitantes (a)**



**FUENTES:** Instituto Nacional de Estadística y Banco de España, con datos del Colegio de Registradores y del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

a No se incluyen municipios de los territorios forales de Navarra y el País Vasco al no disponer de información relativa a los precios del alquiler en esas comunidades.

ciudades<sup>22</sup>, así como el tiempo de desplazamiento al lugar de trabajo. En el caso español, estos costes se habrían incrementado durante la última década ante el aumento de la población y de la movilidad de los trabajadores dentro de las áreas urbanas (véase gráfico 4.9). Este crecimiento de usuarios potenciales no se habría visto acompañado de un aumento suficiente de la inversión en transporte metropolitano<sup>23</sup>.

- **La demanda de no residentes.** La demanda de vivienda por parte de ciudadanos extranjeros no residentes contribuye al incremento de los precios de la vivienda, tanto en propiedad

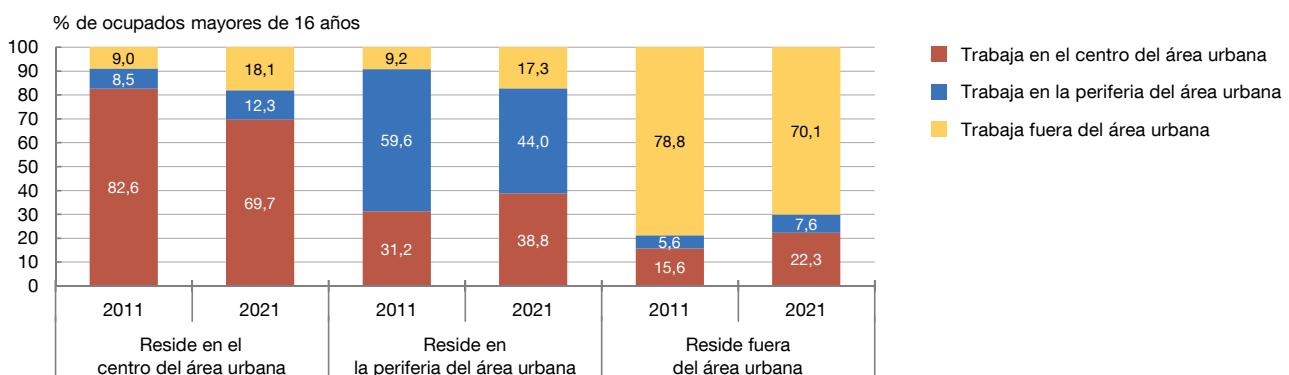
22 Forte-Campos, Moral Benito y Quintana (2021) estiman que los índices de coste de la vida en Madrid y Barcelona se sitúan, en promedio, en torno a un 20% por encima de los observados en el resto de las ciudades españolas, a lo que contribuirían de manera relevante los precios de la vivienda. De este modo, las primas salariales asociadas a residir en las grandes ciudades se comprimen de forma significativa al medir los salarios en términos de paridad de poder de compra.

23 En este sentido, la AIReF apunta a que el esfuerzo inversor en infraestructuras de transporte en las áreas urbanas durante las últimas décadas ha sido insuficiente; en particular, la inversión en cercanías (AIReF, 2020).

Gráfico 4.9

**Aumenta la proporción de trabajadores que residen en áreas distintas a su lugar de trabajo, incrementando la movilidad y la necesidad de infraestructuras de transporte**

#### 4.9.a Composición de la población ocupada por lugar de residencia y centro de trabajo



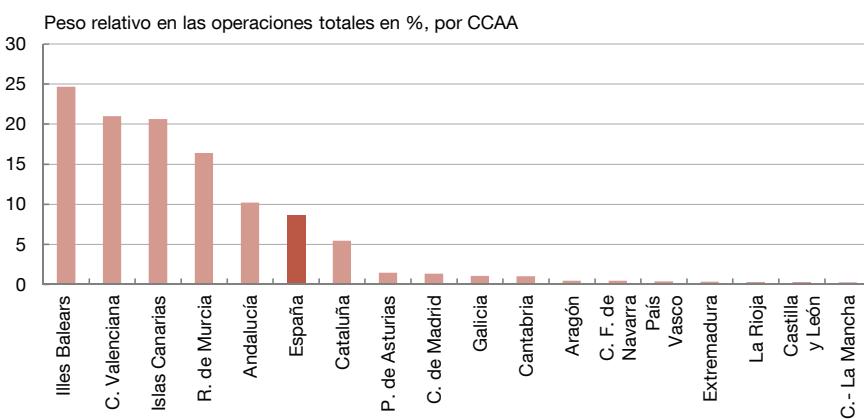
FUENTE: Censo de Población y Viviendas 2011 y 2021 (Instituto Nacional de Estadística).



Gráfico 4.10

**Las compraventas de vivienda de extranjeros no residentes se encuentran concentradas en la costa mediterránea y las islas**

#### 4.10.a Compraventas de vivienda de extranjeros no residentes en 2023, por CCAA



FUENTE: Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.



como en alquiler. En el mercado de compraventa, el peso más elevado de las adquisiciones de no residentes se observa en Illes Balears, la Comunitat Valenciana y las Islas Canarias, con cifras situadas entre el 20 % y el 25 % del total de las operaciones de compraventa en 2023 (véase gráfico 4.10). Esta demanda se caracteriza por disponer de un elevado poder adquisitivo en términos relativos, como suele reflejar el mayor precio medio de este tipo de transacciones. Por ejemplo, durante el primer semestre de 2023 (último dato disponible), los no residentes adquirieron viviendas con un precio medio de 2.600 euros por metro cuadrado, frente a una media de 1.600 euros por metro cuadrado en las compras de

vivienda por residentes. Por otro lado, los ciudadanos extranjeros tienen un papel relevante en el auge del alquiler turístico y el alquiler de temporada que estaría disminuyendo el uso residencial de la vivienda en determinadas zonas y, de ese modo, contribuyendo al aumento de los alquileres en zonas tensionadas (véase epígrafe 3.2).

- **El impacto de la situación macroeconómica y la situación del mercado laboral.** La evolución macroeconómica favorable desde 2014 ha apoyado la recuperación cíclica del mercado de la vivienda en propiedad y en alquiler. En particular, durante este período se ha producido un crecimiento sostenido del empleo y de la renta bruta disponible real per cápita. Esta evolución favorable solo se vio interrumpida transitoriamente durante la fase más aguda de la pandemia de COVID-19 y, en el caso de la renta real, también durante el repunte de la inflación entre la segunda mitad de 2021 y la primera de 2022. Así, a finales de 2023 el empleo se situaba un 19,2 % por encima de las cifras alcanzadas a finales de 2013, mientras que la renta bruta real per cápita era un 12,8 % mayor. No obstante, esta evolución favorable a nivel agregado del mercado de trabajo muestra una elevada heterogeneidad entre colectivos (véase capítulo 3). En particular, los trabajadores con menor formación y experiencia laboral son los que presentan una mayor incidencia del desempleo y de la parcialidad en el empleo y un menor dinamismo salarial. Estos hechos se encuentran relacionados con los déficits de productividad empresarial y de dotación de capital humano de la economía española, y dan como resultado la existencia de colectivos vulnerables con menores niveles de renta —entre los que destacan los jóvenes— donde se concentran los problemas de acceso a la vivienda (véase epígrafe 5).
- **El impacto de la política monetaria.** Las condiciones financieras han sido un condicionante significativo de la evolución de la demanda de vivienda en propiedad en el período reciente. La recuperación económica iniciada en el año 2014 se vio acompañada de unas condiciones financieras holgadas vinculadas a una política monetaria expansiva. Estas condiciones financieras impulsaron la demanda de vivienda, por parte tanto de los demandantes finales de vivienda en propiedad como de los inversores en vivienda para alquiler. Por su parte, el endurecimiento monetario iniciado a finales de 2021 habría contribuido a contener la demanda de vivienda en propiedad desde entonces, al encarecerse el acceso a la financiación y mejorar la remuneración esperada de algunos activos financieros alternativos.
- **El atractivo de la inversión en vivienda destinada al alquiler.** En los últimos años, muchos inversores particulares se han visto atraídos por la rentabilidad del alquiler y las revalorizaciones esperadas del precio de la vivienda desde su recuperación en 2014. La rentabilidad bruta del alquiler (RBA)<sup>24</sup> para el promedio del stock de vivienda arrendada se ha situado en torno al 5,5 % anual en el período 2015-2022, mientras que la RBA en el inicio del contrato de arrendamiento habría alcanzado niveles de en torno al 7 % anual durante este período<sup>25</sup>. Es importante resaltar que esta rentabilidad no está ajustada por el riesgo

<sup>24</sup> Esta rentabilidad bruta se calcula como la ratio entre el alquiler medio anual y el precio medio de la vivienda, en metros cuadrados, para el conjunto de la economía. Las RBA se calculan a partir de la información suministrada por el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT y el Colegio de Registradores.

<sup>25</sup> Véase Khametshin, López-Rodríguez y Pérez (2024).

que supone el arrendamiento, ni tiene en cuenta los gastos asociados al alquiler, que, de acuerdo con lo declarado por los particulares en el IRPF, reducirían dicho rendimiento en unos 2 pp. La rentabilidad bruta *ex post*, obtenida por un inversor particular que haya adquirido una vivienda para destinarla al alquiler (y que recoge, además del alquiler, las ganancias patrimoniales asociadas al crecimiento de los precios de la vivienda), se habría situado, en términos nominales, en el 10,5% anual promedio durante el período 2015-2022<sup>26</sup>. A modo de comparación, la rentabilidad bruta nominal anual promedio durante este mismo período de la inversión en bonos del Estado a 10 años, en depósitos bancarios o en el promedio del IBEX-35, incluyendo el pago de dividendos, se situó en el 1,2%, el 0,3% y el 6,8%, respectivamente<sup>27</sup>. En términos netos de impuestos, también hay que tener en cuenta la existencia de un tratamiento fiscal favorable a las rentas del alquiler de vivienda habitual por parte de las personas físicas frente a mayores tipos efectivos —por ejemplo, sobre otras rentas inmobiliarias o la doble imposición de dividendos—<sup>28</sup>. Estas rentabilidades, en comparación con la rentabilidad de los activos financieros, contribuirían a explicar el auge de la inversión en vivienda de alquiler por parte de las personas físicas que no se dedican profesionalmente a la actividad inmobiliaria, colectivo que ya representa más del 90% del mercado del alquiler en España (véase epígrafe 2).

- **El impacto de las condiciones crediticias.** Los cambios en las condiciones crediticias aplicadas por los bancos también han impactado sobre la demanda de vivienda a través de su efecto en la capacidad de acceso a la financiación de los hogares. La evidencia indica que, tras la crisis financiera e inmobiliaria iniciada en 2008, y como consecuencia, en parte, de los cambios regulatorios y en la supervisión introducidos en respuesta a la misma, los bancos han aplicado estándares crediticios prudentes que han evitado la acumulación de desequilibrios como los que llevaron a la crisis inmobiliaria y bancaria de 2008-2013 (véase epígrafe 4). Esta prudencia en la concesión del crédito hipotecario se refleja en la disminución i) de la proporción del valor de la vivienda financiado con préstamos hipotecarios, ii) de la relación media entre el préstamo y el precio de la vivienda y iii) de la proporción de la renta del hogar destinada al pago de la cuota inicial del préstamo (véase epígrafe 4). Este cambio en las condiciones crediticias habría contribuido, junto con otros factores, a un notable desplazamiento de la demanda de vivienda hacia un mercado del alquiler que presentaba un escaso desarrollo. Este desplazamiento se habría producido especialmente en el caso de los jóvenes (véase epígrafe 5), que es el colectivo que muestra un mayor crecimiento de la tenencia de alquiler en los últimos años (véase, de nuevo, gráfico 4.4).

26 Esta rentabilidad *ex post* es el resultado, por una parte, del dividendo obtenido por las rentas del alquiler y, por otra, de la ganancia patrimonial latente asociada a la revalorización de la vivienda. Esta rentabilidad nominal se ha visto minorada en términos reales por un crecimiento medio anual del IPC en este período del 1,8%.

27 En 2023, con una inflación anual promedio del 3,5%, las rentabilidades de estas inversiones alternativas se situarían en el 2,9% en el caso de los bonos a 10 años y en el 2,6% para los depósitos bancarios (véase [Síntesis de Indicadores del Mercado Inmobiliario](#)). En el caso de la rentabilidad del IBEX-35 con dividendos, se utiliza el [índice calculado por BME](#), cuya rentabilidad acumulada desde principios de 2023 hasta finales de ese año se situó en el 20,6%.

28 Las rentas del alquiler de vivienda de las personas físicas tienen, con carácter general, una reducción del 50% para los contratos firmados a partir de 2024, manteniéndose una reducción del 60% en el caso de los contratos vigentes hasta su finalización.

### 3.2 La rigidez de la oferta de vivienda

El escaso dinamismo de la oferta de vivienda en el período reciente, en comparación con la robustez de la demanda, ha supuesto un importante soporte al crecimiento de los precios de compraventa y de alquiler. En este contexto, la movilización de viviendas residenciales de segunda mano ha sido fundamental para absorber parte del vigor de la demanda y limitar la escalada de precios. En cambio, la contribución de la vivienda nueva a la oferta agregada ha sido más limitada, debido, entre otros factores, a la escasez de suelo finalista<sup>29</sup> y de mano de obra para la construcción, al aumento de los costes de producción y a las dificultades para la adquisición y el desarrollo de nuevo suelo urbano disponible para la edificación. La rigidez de la oferta de vivienda residencial en el corto plazo también se explica por la reducida capacidad de rehabilitación de viviendas, la falta de adecuación de las viviendas vacías a las preferencias actuales de los hogares, la incertidumbre regulatoria y el auge de usos alternativos de la vivienda, como el alquiler vacacional o el de temporada.

- **El parque de viviendas.** En el año 2023 se estima un parque agregado de viviendas situado en torno a los 27 millones de unidades, de las que 19,3 millones —un 72 % del total— serían viviendas principales. El resto del stock de viviendas disponibles, unos 7,5 millones, se distribuyen en usos diversos como son las segundas residencias, las viviendas desocupadas, el alquiler turístico o el de temporada. En los últimos años, tal como se expone en este epígrafe, se observa un menor dinamismo del stock de viviendas nuevas para uso residencial, hecho que habría impulsado una importante conversión de viviendas secundarias en principales. Al mismo tiempo, la aparición de nuevos usos de la vivienda, como el vacacional —tanto en propiedad como en alquiler—, y el auge de alternativas como el alquiler de temporada y el de habitaciones contribuirían a un menor crecimiento de la oferta de vivienda residencial en su formato habitual. Las regulaciones recientes que han limitado el alquiler turístico en algunas zonas y las que han aumentado la protección a los inquilinos con menores ingresos (véase epígrafe 6) podrían contribuir al desplazamiento de la oferta de vivienda a estos usos alternativos. En particular, se observa un rápido crecimiento del peso del alquiler de temporada, con una duración habitual de entre 1 y 11 meses, que presentaría un marco regulatorio más laxo y favorable para los propietarios<sup>30</sup>. En conjunto, el parque de viviendas crece a un ritmo menor que la demanda de sus principales usos.
- **El desajuste entre la oferta y la demanda de vivienda —en propiedad y en alquiler— y su impacto en los precios.** En el mercado de compraventa se observa, a partir de 2021,

29 A lo largo de este capítulo se entenderá por «suelo finalista» el suelo urbano en áreas de desarrollo que está disponible para edificar (solar edificable). El suelo finalista forma parte de la categoría de suelo consolidado que no requiere de transformación urbanística, dentro de la cual también se encuentra el suelo urbano en fase de desarrollo. En una fase previa, este suelo urbano se clasifica como no consolidado, categoría en la que se incluyen parcelas que requieren de actividades de urbanización para su futuro desarrollo y edificación. El suelo urbano es aquel incluido en el planeamiento urbanístico de un municipio y que dispone de alguno de los servicios urbanísticos básicos (agua, saneamiento, energía eléctrica o transporte rodado).

30 Las estimaciones basadas en datos de portales inmobiliarios muestran un fuerte crecimiento del alquiler de temporada en 2023, alcanzando cifras que suponen alrededor del 10 % de la oferta total de inmuebles en alquiler, con ratios que superan el 30 % en San Sebastián o Barcelona. Los datos para la ciudad de Barcelona indican que, a mediados de 2023, la oferta de viviendas para alquiler turístico y de temporada ya suponía de manera conjunta en torno al 45 % de la oferta de viviendas en alquiler para uso residencial (Observatori Metropolità de l'Habitatge de Barcelona, 2023).

una reducción sustancial del diferencial entre la oferta, resultante de agregar el volumen de vivienda nueva y de segunda mano anunciada en los portales inmobiliarios, y la demanda de vivienda, aproximada por el volumen de transacciones. Existe evidencia de que esta caída del exceso de oferta de vivienda está positivamente correlacionada con el crecimiento de los precios de la vivienda, tanto a nivel agregado como entre distintas áreas geográficas<sup>31</sup>. Al mismo tiempo, las dinámicas de los precios del alquiler en las grandes ciudades sugieren que el notable aumento del parque de vivienda en alquiler propiedad de particulares que se ha producido en los últimos años (véase epígrafe 2.2) habría sido insuficiente para absorber el mayor incremento relativo que ha experimentado la demanda.

- **La oferta de vivienda nueva.** La cifra de nuevas viviendas terminadas se redujo de forma abrupta tras la crisis inmobiliaria iniciada en 2008, en un contexto en el que, con carácter previo, se había acumulado un exceso importante de producción de viviendas en relación con la formación de hogares. De este modo, el número de viviendas terminadas disminuyó desde sus cifras máximas, 650.000 anuales entre 2006 y 2008, a un mínimo de 45.000 unidades en 2016. Desde entonces, la cifra de viviendas finalizadas se ha recuperado lentamente, hasta estabilizarse, a partir de 2021, en torno a las 90.000 unidades anuales (véase gráfico 4.5)<sup>32</sup>. Esta cuantía está significativamente por debajo de la creación neta de hogares en 2022 y 2023, un hecho inédito en la historia del mercado inmobiliario español, en el que tradicionalmente la oferta bruta de vivienda nueva ha crecido más que la formación de hogares<sup>33</sup>.
- **El déficit de vivienda nueva.** El diferencial acumulado en 2022 y 2023 entre la creación neta de hogares y la producción de vivienda nueva alcanza unas 375.000 unidades. Además, en 2024 y 2025, las proyecciones de creación neta de hogares, junto con el volumen de viviendas actualmente iniciadas que se terminarán en este período, implicarían un déficit adicional superior a las 225.000 viviendas (véase gráfico 4.5)<sup>34</sup>.
- **La heterogeneidad geográfica en el déficit de vivienda nueva.** El déficit de vivienda nueva es particularmente intenso en aquellas CCAA donde se concentra el crecimiento poblacional y la actividad turística (véase gráfico 4.6). Por ejemplo, la vivienda nueva podría satisfacer cerca de un 40 % de la demanda potencial de los nuevos hogares en el período 2022-2025 en el conjunto de España. Esta cuantía se reduciría a menos de un 20 % en las Islas Canarias y a un rango de entre el 25 % y el 30 % en Cataluña, la Comunitat Valenciana o la Región de Murcia.

31 Véase San Juan (2023).

32 En el área del euro, sin considerar España, los permisos de construcción de vivienda se situaban en torno a los 1,2 millones en 2022, cuantía que supone una reducción del 25 % en relación con 2007 pero un incremento del 35 % desde la recuperación iniciada en 2014. Entre las principales economías de la UEM, el porcentaje de permisos de construcción de viviendas sobre el total del área del euro alcanza el 33,7 % en Francia, el 23 % en Alemania, el 9,1 % en España y el 4,7 % en Italia.

33 El exceso de oferta observado desde 1980 ha reflejado, en parte, la existencia de un volumen de viviendas que se ha amortizado, así como la demanda de segundas residencias.

34 Las viviendas iniciadas en 2022-2023 permiten aproximar el volumen de viviendas que se terminarán en 2024-2025, dados los tiempos medios estimados de construcción de vivienda en España. El cálculo del déficit de viviendas solo considera la demanda de hogares residentes, sin tener en cuenta las adquisiciones por parte de extranjeros no residentes.

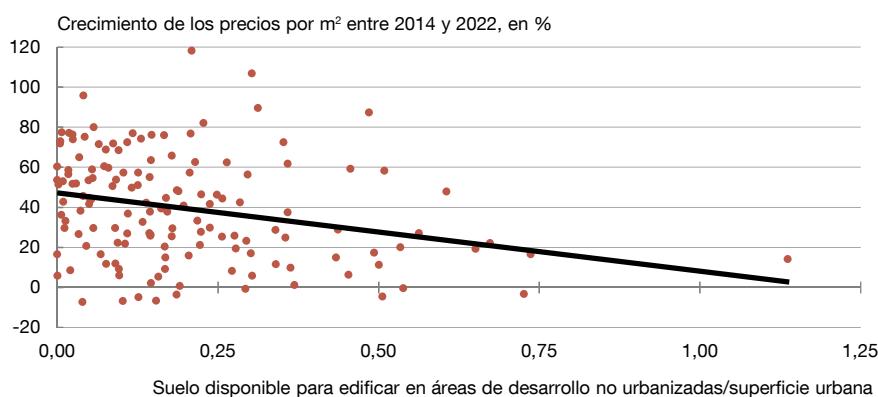
- **El papel del stock de viviendas sin vender.** La existencia de un elevado stock de viviendas nuevas sin vender podría contribuir a explicar el escaso dinamismo de la oferta de vivienda nueva hasta 2018, pero no en el período más reciente. La acumulación de viviendas nuevas sin vender durante el auge inmobiliario de la primera década del siglo XXI elevó el stock de dichas viviendas hasta las 650.000 unidades en 2009. Esta cifra fue reduciéndose progresivamente hasta estabilizarse en torno a las 450.000 viviendas en 2018, cifra que representaría el 2,3 % del parque de viviendas principales en 2023<sup>35</sup>. Desde entonces, ese stock no se ha reducido a pesar del repunte de la demanda. Este hecho podría indicar la falta de adecuación de estas viviendas a las preferencias actuales de los hogares. De ese modo, serían otros factores, analizados a continuación, los que habrían contribuido en mayor medida al escaso dinamismo de la oferta de nueva vivienda en los últimos años.
- **La escasez de suelo disponible para la edificación.** La evidencia indica que los precios inmobiliarios, tanto de compra como de alquiler, han tendido a crecer más en aquellos municipios con menor disponibilidad relativa de suelo finalista (véase gráfico 4.11). Esta menor disponibilidad puede deberse a factores físicos, como la falta de suelo —al estar buena parte del suelo disponible ya edificado—, pero también a distintas decisiones de las Administraciones Públicas (AAPP) y a la capacidad de asunción de riesgos por parte del sector promotor. En concreto, en un primer momento, las autoridades autonómicas y locales son las que determinan el grado de desarrollo y el planeamiento urbanístico de un territorio. A partir de entonces, distintas gestiones administrativas e inversiones son necesarias para que se produzca la creación efectiva de suelo urbanizable que pueda ser utilizado para la edificación. El grado de celeridad y de certidumbre con el que se tramitan dichas gestiones es un aspecto que condiciona sensiblemente este proceso y que, junto con otros factores, afecta a la rentabilidad esperada que supone para el sector promotor adquirir y desarrollar nuevo suelo urbano para la edificación.
- **El coste y la disponibilidad de factores de producción.** El aumento de la oferta de vivienda se ha podido ver limitado, en los últimos años, por el incremento de los costes de construcción y la escasez de mano de obra cualificada. En efecto, un 55 % de las empresas del sector de la construcción que participan en la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE) declaraban a finales de 2023 que la escasez de mano de obra impactaba de manera negativa en su actividad. Al mismo tiempo, el progresivo envejecimiento de los ocupados en la construcción y el déficit de formación profesional lastran la productividad del sector. La escasez de mano de obra se refleja también en un incremento del coste laboral total por trabajador del 11,2 % entre 2019 y 2023, superior al del sector industrial (10,5 %) pero inferior al aumento en el sector servicios (14,9 %). Todo ello, en un contexto, además, en el que los costes de los materiales se han incrementado cerca de un 30 % en el mismo período.

<sup>35</sup> El número de viviendas nuevas sin vender en un determinado año se calcula a partir de la diferencia entre la cuantía de viviendas terminadas (aproximada por la cifra de certificaciones de fin de obra) y las compraventas de vivienda nueva cuyos datos están disponibles desde 2004. El stock de viviendas nuevas sin vender es, por tanto, la acumulación de esta medida desde principios de 2004.

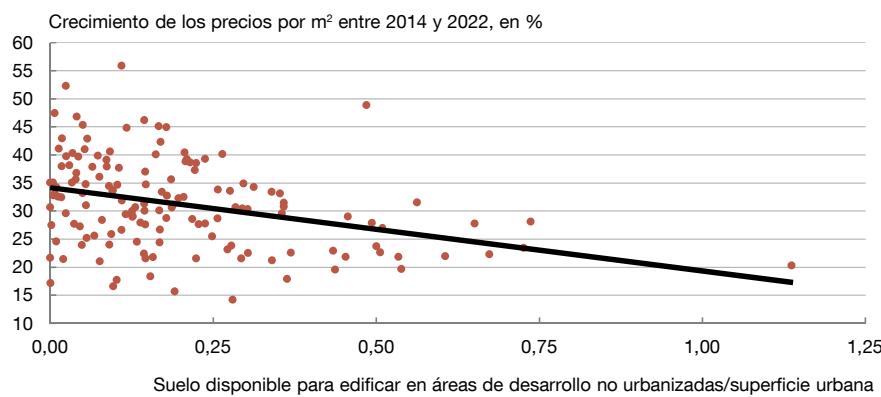
Gráfico 4.11

**Los municipios con menor disponibilidad de suelo para la edificación tienden a presentar incrementos más acentuados de los precios de venta y alquiler de vivienda (a)**

4.11.a Crecimiento acumulado de los precios de la vivienda y suelo disponible. Municipios con más de 50.000 habitantes



4.11.b Crecimiento acumulado de los precios del alquiler y suelo disponible. Municipios con más de 50.000 habitantes (b)



**FUENTES:** Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana y Banco de España, con datos del Colegio de Registradores, el Catastro y el Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

- a La ratio de suelo disponible se computa en relación con la superficie urbana de 2014. El dato de suelo para edificar en áreas de desarrollo corresponde al último dato publicado que se encuentra disponible en el período analizado.  
 b No se incluyen municipios de los territorios forales de Navarra y el País Vasco al no disponer de información relativa a los precios del alquiler en esas comunidades.

- **La financiación de la actividad inmobiliaria residencial.** La construcción de viviendas nuevas estaría condicionada también por la escasez de inversiones destinadas a la adquisición y la promoción de nuevo suelo urbano. A esta escasez podrían contribuir tanto la elevada incertidumbre asociada a la rentabilidad de estas inversiones como las limitaciones en la disponibilidad de financiación para estas actividades. En concreto, la financiación de esta actividad con recursos propios tiene en España menor relevancia que en otras economías avanzadas, no ha aumentado significativamente tras la crisis financiera global y tampoco se observa un aumento de la inversión internacional en este ámbito. De ese modo, la inversión con recursos propios no ha sido capaz de compensar la limitación en el acceso al crédito de proyectos para estos fines con una reducida calidad crediticia.

Dichas limitaciones han estado justificadas por la necesidad de evitar la acumulación excesiva de riesgos en este segmento<sup>36</sup> y son coherentes con los cambios en la regulación<sup>37</sup> y supervisión en este ámbito tras la crisis financiera global y con unas prácticas prudentes por parte de las entidades bancarias. La insuficiencia de nuevas inversiones por parte del sector privado sería especialmente relevante en las actividades de *build to rent* —ya que el coste de capital de estas actividades, con un mayor riesgo asociado, es más elevado— y en el segmento del alquiler social —donde la no actualización periódica del precio del módulo, en un contexto de aumento de los costes de producción, presiona a la baja la rentabilidad esperada de los inversores privados—<sup>38</sup>.

- **El papel de la rehabilitación de viviendas.** En España, la rehabilitación de viviendas tiene una aportación relativamente modesta al incremento de la oferta de vivienda. Así, los visados de rehabilitación de viviendas se situaron en torno a los 25.000 en 2023, cifra ligeramente inferior al promedio de la última década y por debajo de las ratios de rehabilitación que se observan en las grandes economías europeas<sup>39</sup>. En este sentido, el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) español pretende impulsar la rehabilitación de viviendas con el objetivo de incrementar la oferta de vivienda residencial. En concreto, se plantea rehabilitar más de 500.000 viviendas durante el período de aplicación del PRTR y alcanzar las 300.000 viviendas anuales rehabilitadas en 2030. No obstante, la dinamización prevista de esta actividad podría verse dificultada por la escasez de mano de obra cualificada y la localización de parte de las viviendas vacías con necesidad de rehabilitación en zonas con una menor demanda.
- **El papel de las viviendas vacías.** A priori, la capacidad para aumentar la oferta de vivienda mediante la movilización de viviendas vacías sería relativamente limitada, ya que buena parte de las mismas se concentran en las zonas con menor dinamismo demográfico<sup>40</sup>. Por ejemplo, entre los municipios con menos de 10.000 habitantes, donde reside cerca del 20 % de la población, se localizan el 45 % de las viviendas vacías. Al mismo tiempo, en las ciudades con más de 250.000 habitantes, las viviendas vacías representan el 7,5 % de su parque total de viviendas —y el 10,5 % del stock nacional de viviendas vacías—, lo que equivaldría a unas 400.000 unidades. Si bien la movilización de estas viviendas podría contribuir a aumentar la oferta, entre ellas existe una proporción importante que se encuentran en mal estado, con pobre accesibilidad o con muy baja eficiencia energética, por lo que su movilización exigiría, con carácter previo, una rehabilitación.

36 En los años anteriores al estallido de la crisis inmobiliaria de 2008-2013, la acumulación de riesgos en el mercado inmobiliario español fue excesiva, lo que llevó a que la tasa de dudosos en la cartera de préstamos para las empresas dedicadas a las actividades inmobiliarias y a la construcción se aproximara al 40 % en 2013. Sin embargo, en la actualidad la tasa de dudosos en esta cartera se sitúa en niveles reducidos (4,3 % a finales de 2023).

37 La evidencia disponible a escala internacional apunta a que la adopción de los estándares regulatorios de Basilea III habría incrementado la resiliencia de los bancos y reducido el riesgo sistemático, sin que se hayan identificado efectos negativos sobre los flujos agregados de crédito (Basel Committee on Banking Supervision, 2022).

38 El precio del módulo determina el valor máximo al que se pueden ofrecer viviendas protegidas en compra o en alquiler. En los últimos años, buena parte de las CCAA han congelado esta referencia, si bien algunas de ellas han anunciado su actualización.

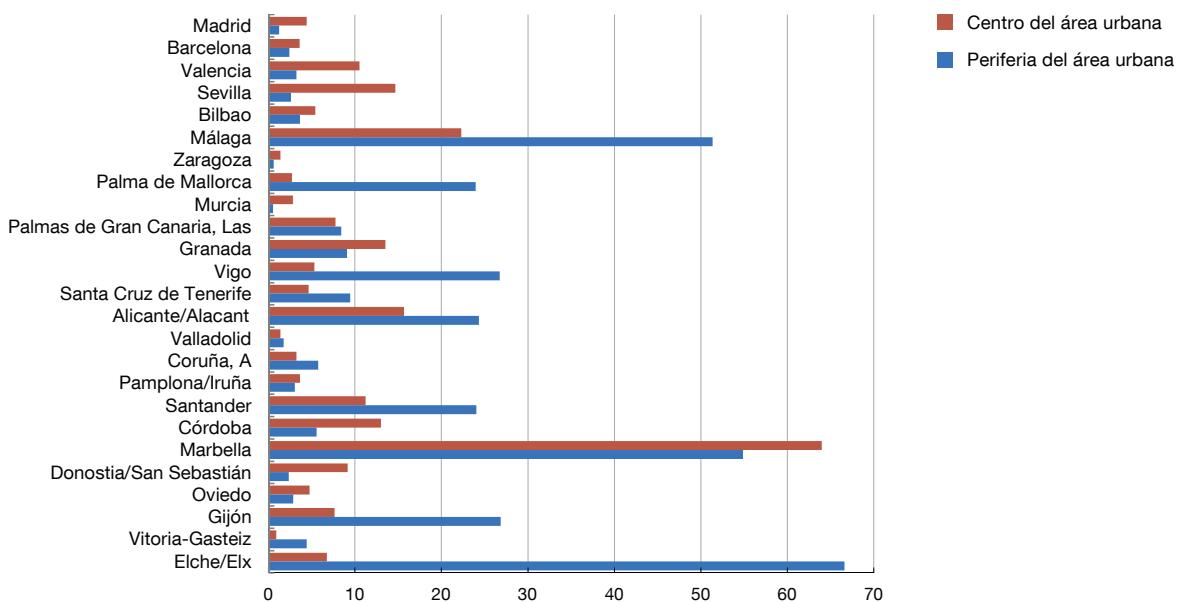
39 La ratio anual de viviendas rehabilitadas alcanza el 2 % del parque de viviendas en Francia, el 1,5 % en Alemania y el 0,8 % en Italia, frente al 0,1 % en España.

40 Una vivienda se clasifica como vacía si su consumo eléctrico es inferior a un umbral mínimo. Véase, para más detalles, INE (2023b).

Gráfico 4.12

**El alquiler turístico ha alcanzado un peso relativo relevante en determinadas áreas urbanas y en los distritos céntricos de las grandes ciudades con elevada actividad turística**

4.12.a Proporción de vivienda turística sobre vivienda en alquiler en las 25 mayores áreas urbanas, en % (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Calculado como la ratio entre las viviendas turísticas en agosto de 2023 y la última cifra disponible del número de viviendas en alquiler residencial a nivel municipal (INE, 2023b).



— **El alquiler turístico.** En los últimos años, el auge del alquiler vacacional habría reducido, en cierta medida, la oferta potencial de vivienda disponible para uso residencial, si bien de forma muy desigual por zonas geográficas. El alquiler vacacional tiene un peso modesto en el conjunto del mercado residencial, con una ratio estimada en el 1,8 % del total de viviendas principales (340.000 viviendas)<sup>41</sup>. No obstante, ya supone cerca un 10 % del tamaño del mercado del alquiler. Esta actividad se concentra en las principales zonas turísticas, en determinadas áreas urbanas —como Málaga, Marbella, Elche y Palma de Mallorca— y en los distritos céntricos de las grandes ciudades con mayor actividad turística —Barcelona, Madrid, Sevilla y Valencia (véase gráfico 4.12)—<sup>42</sup>. De acuerdo con la literatura económica, aquellos barrios en los que se concentra una mayor presencia de alquiler turístico —que desplaza a la vivienda residencial— experimentan mayores incrementos relativos en los precios de compra y alquiler de vivienda<sup>43</sup>.

41 Véase *Estadística experimental. Medición del número de viviendas turísticas en España y su capacidad*.

42 Por ejemplo, en las secciones censales situadas en el quintil con mayor peso del alquiler turístico en una ciudad, esta actividad suponía entre el 13 % y el 90 % del parque de vivienda en alquiler en la ciudad de Valencia, o llegaba a alcanzar un número de viviendas 1,5 veces superior a las viviendas de alquiler residencial en algunas secciones censales del centro de Sevilla. Véase, para más detalles, Khametshin, López-Rodríguez y Pérez (2024).

43 En el caso de Barcelona, García-López, Jofre-Monseny, Martínez-Mazza y Segú (2020) estiman que en las zonas situadas en la decila superior de la distribución de la actividad de Airbnb los precios del alquiler habrían aumentado un 7 % y los precios de venta un 17 %. En el caso de Los Ángeles, Koster, Van Ommeren y Volkhausen (2020) estiman que el alquiler turístico a través de Airbnb habría incrementado un 15 % los precios de la vivienda alrededor de las áreas con mayor actividad turística.

## 4 Implicaciones de las dinámicas observadas para la estabilidad financiera

En conjunto, 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 apuntan a unos riesgos contenidos. Así, de acuerdo con los datos más recientes, el indicador sintético de riesgos para la estabilidad financiera del Banco de España<sup>44</sup> se sitúa en torno a 0,32, lo que señala un nivel moderado de riesgos (véase gráfico 4.13). A modo de comparación, durante el auge inmobiliario de principios del siglo XXI, este indicador se situó por encima de 0,6, con un máximo cercano a 0,9 en 2007, justo antes de la crisis inmobiliaria. En cambio, entre 2008 y 2013, el indicador mostró una pauta descendente y registró un mínimo de 0,25 a finales de 2013. En todo caso, además de en este índice sintético, el análisis de riesgos del Banco de España también se basa en el seguimiento individual de un amplio conjunto de indicadores que tienen en cuenta las siguientes dimensiones: i) actividad en el mercado de la vivienda; ii) volumen y situación del crédito; iii) estándares crediticios de los nuevos préstamos; iv) situación patrimonial de los hogares, y v) valoración de la vivienda. A continuación, se analiza la situación en la que se encuentran los principales indicadores. En el recuadro 4.1 se discuten los riesgos para la estabilidad financiera asociados al mercado inmobiliario comercial.

- **Los indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda<sup>45</sup>.** Dadas las dificultades para estimar el valor de equilibrio de largo plazo de los precios de la vivienda, el Banco de España utiliza varias metodologías alternativas y presenta los resultados en forma de rangos. Los indicadores resultantes apuntan, con los datos más recientes —correspondientes al cuarto trimestre de 2023—, a un grado moderado de sobrevaloración media de la vivienda en el conjunto de la economía (véase gráfico 4.14). En particular, en esa fecha, el indicador promedio se situaría en un nivel próximo al de equilibrio y muy alejado del nivel de sobrevaloración que alcanzó durante el *boom* inmobiliario de mediados de la primera década del siglo XXI<sup>46</sup>.
- **Los indicadores de variaciones en los precios de la vivienda bajo escenarios adversos.** Estos indicadores, basados en regresiones cuantílicas, permiten estimar la posible caída de los precios de la vivienda a distintos horizontes bajo escenarios adversos con diferente grado de severidad<sup>47</sup>. De acuerdo con la información más reciente, en un escenario adverso equivalente al percentil 10 de la distribución de los precios —es decir, la evolución por debajo de la cual se sitúan el 10 % de los casos más desfavorables—, se estima una caída de los precios medios de la vivienda de un 5,2 % en un horizonte de un año y de un 9,4 % a dos años vista. Estas caídas son similares a las observadas históricamente para dicho percentil y en esos horizontes (del 4,8 % y el 8,5 %, respectivamente). Todo ello apuntaría a

44 Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase Alves, Broto, Gil y Lamas (2023).

45 Estos indicadores se presentan regularmente en el capítulo 3 del *Informe de Estabilidad Financiera* del Banco de España. Para más detalles metodológicos, véanse Castro, Estrada y Martínez (2016) y Martínez y Maza (2003).

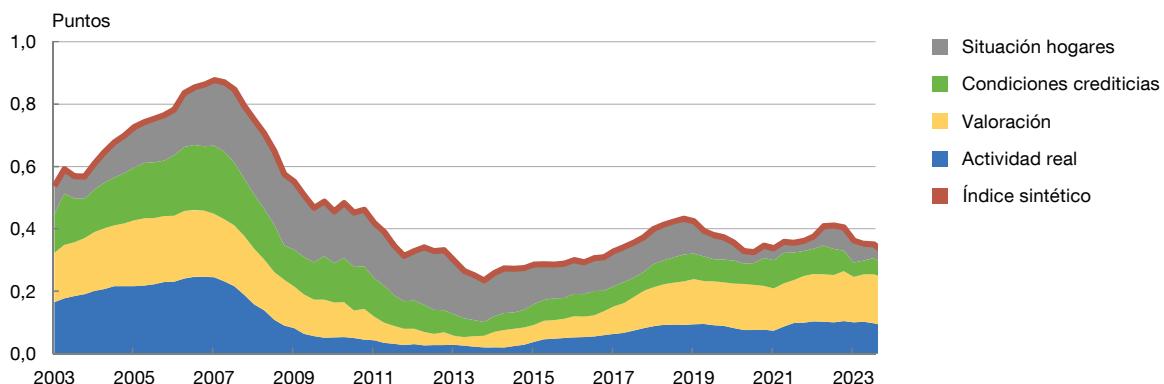
46 Es importante resaltar, además, que estos indicadores de sobrevaloración no tienen en cuenta algunas variables relevantes, como la demografía y determinados factores de oferta. Estos determinantes, tal como se discute en el epígrafe 3 de este capítulo, han desempeñado un papel muy importante para explicar las dinámicas de los precios de la vivienda en España en el período más reciente.

47 Para más detalles sobre la metodología utilizada, véase Ganics y Rodríguez-Moreno (2022).

Gráfico 4.13

**El indicador sintético de riesgos se sitúa actualmente en un nivel moderado**

## 4.13.a Índice sintético de vulnerabilidades y riesgos del mercado de la vivienda (a)



FUENTE: Banco de España.

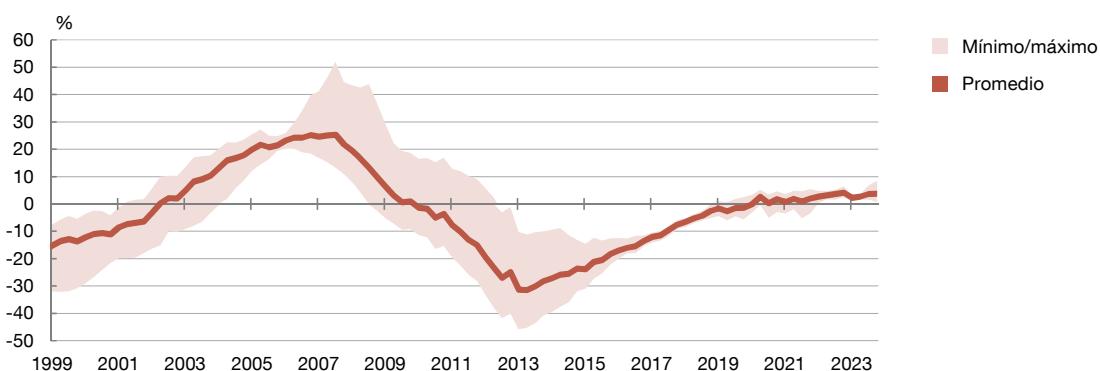
- a Indicador sintético que resume la información de indicadores individuales del mercado de la vivienda. Estos indicadores individuales se refieren a métricas que aproximan la posición financiera de los hogares, las condiciones en el crédito (como el volumen de financiación hipotecaria o los estándares en la concesión de nuevos préstamos), la evolución de los precios o indicadores relativos a la oferta y a la demanda de vivienda [véase Alves, Broto, Gil y Lamas (2023) para más información]. El índice sintético está acotado entre cero y uno. Valores más altos (bajos) indican la presencia de desequilibrios más altos (bajos).



Gráfico 4.14

**Los indicadores de desequilibrios de los precios de la vivienda evidencian un grado moderado de sobrevaloración**

## 4.14.a Indicadores de desequilibrios en los precios de la vivienda (a)



FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a El área sombreada representa los valores mínimo y máximo de cuatro indicadores de desequilibrios de precios de la vivienda. Datos actualizados a diciembre de 2023.



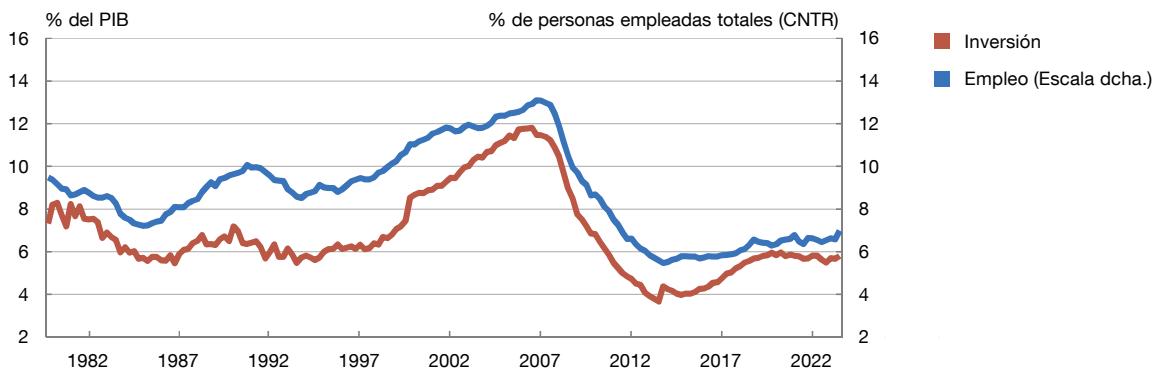
que, en la actualidad, los riesgos a la baja sobre la evolución del precio de la vivienda serían moderados en comparación con el promedio histórico.

- **Los indicadores de actividad en el mercado inmobiliario.** En términos de transacciones y visados, los indicadores de actividad muestran una pérdida de dinamismo en el mercado de la vivienda durante el período más reciente. Además, no se detectan indicios de

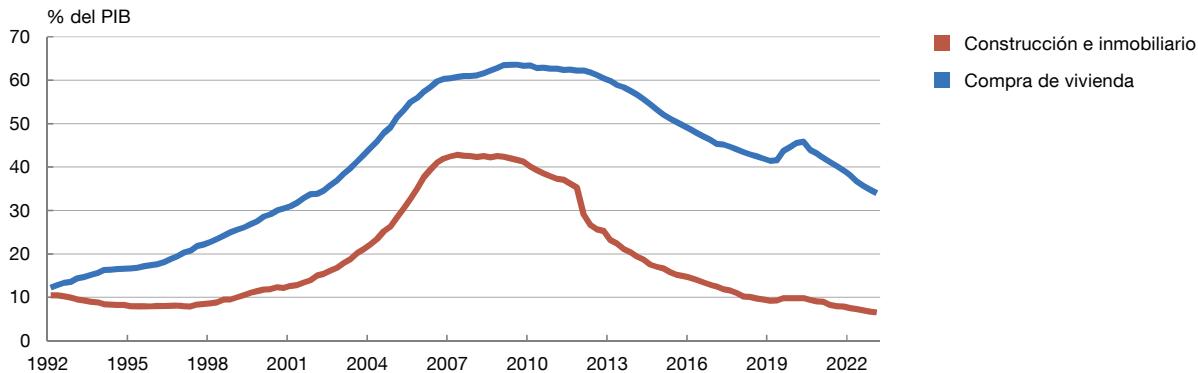
Gráfico 4.15

**No se observan actualmente indicios de sobredimensionamiento de la actividad en los mercados inmobiliario e hipotecario**

**4.15.a Inversión en vivienda y empleo en el mercado inmobiliario (a) (b)**



**4.15.b Saldo vivo de crédito por finalidad**



**FUENTES:** Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Series desestacionalizadas. Último dato observado: cuarto trimestre de 2023.

b Los datos de empleo se refieren al sector de la construcción, sin incluir la promoción inmobiliaria.



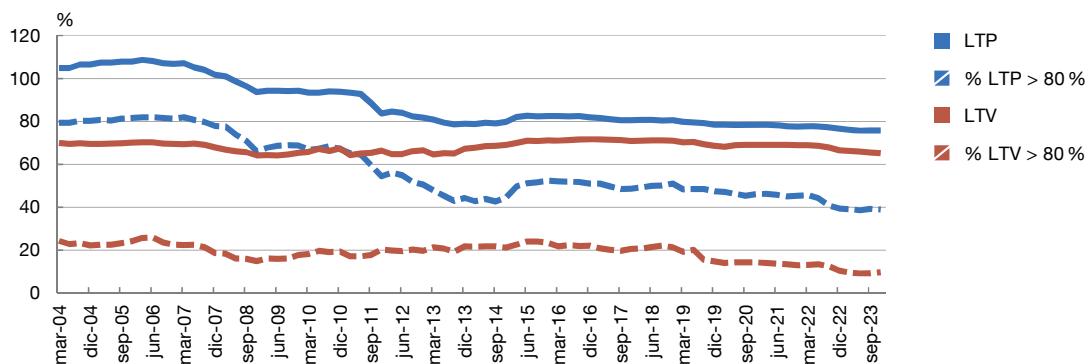
sobredimensionamiento de la actividad inmobiliaria, ya que, por ejemplo, tanto la proporción de empleados en el sector de la construcción sobre el empleo total como la ratio de inversión residencial sobre el PIB son actualmente reducidas, especialmente en términos históricos (véase gráfico 4.15.a).

- **La evolución del crédito inmobiliario.** Tampoco se detectan señales de alerta relacionadas con la situación del mercado de crédito. En particular, se observa una caída de las nuevas operaciones de crédito para la adquisición de vivienda desde 2022, junto con una contracción del saldo vivo de crédito para esta finalidad, que se sitúa, en términos de PIB, en los niveles más reducidos desde 2003 (véase gráfico 4.15.b). En cuanto a la financiación a la construcción y promoción inmobiliaria, los saldos vivos actuales de crédito en relación con el PIB se encuentran en los registros más reducidos de los últimos 30 años. Por otra parte, tampoco se observan indicios de deterioro significativo en la calidad crediticia de las

Gráfico 4.16

**Los estándares de concesión hipotecaria en relación con el precio de la vivienda y con el valor de la garantía hipotecaria se mantienen en niveles prudentes**

#### 4.16.a Evolución de las ratios préstamo-precio (LTP) y préstamo-valor (LTV) (a)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores, Central de Información de Riesgos del Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a La ratio *loan-to-price* (LTP) es el cociente entre el importe principal de la hipoteca y el precio de compra de la vivienda. La ratio *loan-to-value* (LTV) es el cociente entre el importe principal de la hipoteca y el valor de tasación de la vivienda. Los valores medios de estas ratios están ponderados por el capital de cada hipoteca y se calculan para las hipotecas nuevas. Las series % LTP > 80 y % LTV > 80 indican el porcentaje de operaciones concedidas en cada trimestre con valores de dichas ratios por encima del 80 %.



exposiciones bancarias relacionadas con el sector inmobiliario. Así, por ejemplo, la ratio de préstamos dudosos del crédito hipotecario, aunque ha repuntado durante los últimos meses, se situaba a finales de 2023 en niveles moderados desde una perspectiva histórica (en el 2,6 %, frente al 3,5 % observado en el promedio de 2007-2023).

- **La situación patrimonial de los hogares.** Durante los últimos años se ha producido una cierta mejoría de los balances de este sector. En particular, se ha observado un descenso de la ratio de deuda sobre renta disponible, que se situaba, en el cuarto trimestre de 2023, en los niveles más reducidos desde mediados de 2002. Esta evolución ha venido acompañada, además, de una recuperación de la riqueza de las familias. Por su parte, la tasa de ahorro repuntó hasta el 13,1 % en el cuarto trimestre de 2023 (último dato disponible), por encima de su promedio durante el período 2000-2023, del 9 %. No obstante, como se señala en el último *Informe de la situación financiera de los hogares y las empresas* del Banco de España, estas dinámicas agregadas, relativamente favorables, son compatibles con situaciones de vulnerabilidad entre los hogares con menor renta y capacidad de ahorro.
- **Los estándares crediticios relacionados con las garantías de los préstamos y con su plazo de vencimiento**<sup>48</sup>. En general, estos estándares se sitúan en niveles prudentes. Así, la media de la ratio entre el importe del préstamo hipotecario y el precio de la vivienda de las nuevas operaciones se encontraba en torno al 75 % en el cuarto trimestre de 2023 (véase gráfico 4.16). Esta ratio se ha reducido ligeramente desde mediados de 2021, en

48 Las cifras que se presentan en este párrafo y en el siguiente hacen referencia a las nuevas operaciones y no al total de las hipotecas vivas.

unos 2,5 pp, después de haber permanecido relativamente estable, en torno al 80 %, desde 2013. Asimismo, la media de la ratio entre el importe del préstamo y el valor de la garantía hipotecaria en origen se situaba en torno al 65 % a finales de 2023, con una reducida proporción de los préstamos de mayor riesgo, aquellos cuyo principal inicial supera el umbral del 80 % (alrededor del 9,5 % en 2023). En términos del peso de las nuevas hipotecas con plazo de vencimiento superior a 30 años, los datos más recientes también evidencian prácticas prudentes. En concreto, esta proporción, que se mantuvo relativamente estable en torno al 45 % entre 2013 y 2020, se situaba en el 30 % a finales de 2023.

- **Los indicadores de la capacidad de devolución de los préstamos en relación con la renta de los prestatarios.** Estos indicadores también se sitúan en niveles prudentes, aunque se ha observado un cierto deterioro en el período más reciente. La ratio préstamo-renta de las nuevas hipotecas, que recoge la relación entre el principal del préstamo y los ingresos de los prestatarios en el momento de la concesión, se ha mantenido estable durante los últimos años. Al mismo tiempo, la proporción de hipotecas con una ratio superior a 5 (que se considera un valor elevado) ha tendido a reducirse. En cambio, la ratio mediana que mide el coste del servicio de la deuda en relación con la renta de los prestatarios se ha elevado desde 2022 como consecuencia, fundamentalmente, del alza de los costes de financiación. También se ha incrementado, hasta el 25 %, el peso de las nuevas hipotecas con valores de esta ratio por encima del 30 % de la renta bruta de los hogares (umbral por debajo del cual se considera que el riesgo de impago es reducido)<sup>49</sup>. A pesar de este incremento, la proporción de nuevas hipotecas con mayor riesgo se encuentra en rangos prudentes y claramente por debajo de las proporciones, superiores al 50 %, que se observaron entre 2002 y 2008<sup>50</sup>.

49 La probabilidad de impago hipotecario se incrementaría a partir de este umbral de renta bruta del hogar, que, para un nivel de renta mediana que soporta tipos efectivos sobre la renta del 15 %, se sitúa en torno al 35 % de la renta neta del hogar.

50 Galán y Lamas (2019).

## 5 Los problemas de acceso a la vivienda

En este epígrafe se analiza hasta qué punto existen en España dificultades de acceso a la vivienda, en régimen tanto de propiedad como de alquiler. Los indicadores disponibles muestran que estos problemas se han agravado durante los últimos años y se concentran en determinados tipos de hogares y áreas geográficas. Por colectivos, estas dificultades son de mayor intensidad entre los hogares de menor renta y escasa capacidad de ahorro, situación en la que se encuentran, sobre todo, los jóvenes y la población de origen extranjero. Por zonas geográficas, las mayores dificultades se producen en las áreas con un mayor dinamismo de la actividad económica y turística. En contraste, entre el conjunto de los hogares que han accedido a la vivienda en propiedad con financiación hipotecaria, la proporción de los que realizan un sobresfuerzo en su gasto en vivienda es reducida. Este hecho reflejaría, al menos en parte, la adecuada selección que realizan los bancos, que condicionan la financiación a los hogares a la disponibilidad de suficiente ahorro y nivel de renta en relación con los precios de la compra de vivienda. En cambio, en el grupo de hogares que residen en una vivienda alquilada, el porcentaje de aquellos que experimentan una situación de sobresfuerzo como consecuencia de su gasto en vivienda es muy elevado, y se sitúa en niveles por encima de los del promedio de la UE-27. Los hogares con menor renta, que no pueden acceder a la vivienda en propiedad, se enfrentan a un elevado coste del alquiler que, en parte, se explica por los problemas en el funcionamiento de este mercado.

### 5.1 El acceso a la vivienda por parte de los jóvenes

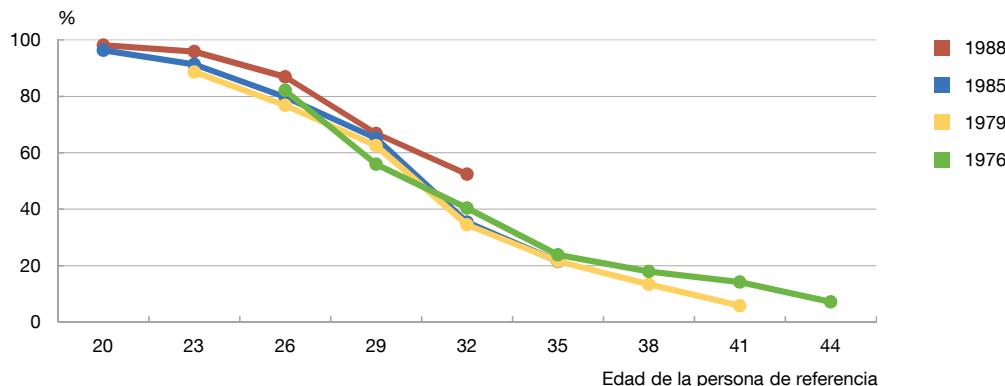
- **La emancipación de los jóvenes.** Las cohortes nacidas a partir de 1980 muestran un progresivo retraso en su edad de emancipación (véase gráfico 4.17). De las grandes economías europeas, España presenta el mayor aumento desde 2008 a 2022 en la proporción de jóvenes con edades entre 18 y 34 años que residían en el hogar familiar (véase gráfico 4.18.a). En concreto, el 65,9 % de los jóvenes españoles en ese rango de edad no se había emancipado en 2022, cerca de 13 pp más que en 2008 y 16 pp por encima de la media de la UE-27<sup>51</sup>. Esta elevada ratio y su notable aumento a lo largo de los últimos años son un indicio de los problemas crecientes de acceso a la vivienda, ya sea en alquiler o en propiedad, de un colectivo que también tiene unas peores condiciones en el mercado de trabajo. Si se considera el conjunto del colectivo de jóvenes con edades comprendidas entre los 18 y los 34 años, solo un 12,5 % residía en viviendas de alquiler en España en 2022, frente a proporciones del 52,5 % en Alemania, el 35,5 % en Francia o el 20 % en el promedio de la UE-27. Al mismo tiempo, la proporción de jóvenes propietarios de vivienda en España en 2022 (en torno al 17,5 %) era similar a la de Italia y Francia, pero superior a la de Alemania (alrededor del 13,5 %).
- **El peso del alquiler entre los jóvenes emancipados.** En 2022, el 48,5 % de los hogares españoles cuya persona de referencia tenía entre 18 y 34 años residía en una vivienda que

51 Las ratios más elevadas, además de en España, se encuentran en economías meridionales de la UE-27, como Grecia (71,9 %), Portugal (70,7 %) e Italia (69,4 %), y en Irlanda (64,1 %). Estas economías son las que experimentan mayores aumentos de la ratio desde 2008, de 13,5 pp en Grecia, 10 pp en Portugal, 8,3 pp en Italia y 13,7 pp en Irlanda.

Gráfico 4.17

**El retraso en la emancipación de las cohortes nacidas a partir de 1980 sugiere un incremento de los problemas de accesibilidad a la vivienda, tanto de compra como de alquiler, por parte de los jóvenes**

4.17.a Probabilidad de vivir con los padres a lo largo del ciclo vital, según año de nacimiento



FUENTE: Encuesta Financiera de las Familias (2002-2020).



no era de su propiedad (véase gráfico 4.18.b). Esta proporción se sitúa unos 3 pp por encima de la cifra del promedio de la UE-27, tras el fuerte aumento que dicha ratio ha experimentado en nuestro país durante la última década. No obstante, esta proporción se situaba aún por debajo de los niveles observados en las grandes economías del área del euro como Alemania (80 %) o Francia (67,5 %), si bien era algo superior a la de Italia (46,2 %). Por otra parte, entre el conjunto de grandes economías europeas, España destaca por el peso más elevado que tiene entre los hogares jóvenes la residencia en viviendas cedidas de manera gratuita (12,3 %, frente al 6,5 % en la UE-27), un fenómeno que probablemente refleja la importancia del apoyo familiar en el caso de los hogares con mayor capacidad económica. Por el contrario, en la economía española el alquiler a precio reducido tiene una escasa relevancia entre los hogares jóvenes (2,7 %) en comparación con otras economías europeas (26 % en Francia) o con el promedio de la UE-27 (10 %), como resultado del reducido peso del alquiler social en España (véase epígrafe 2).

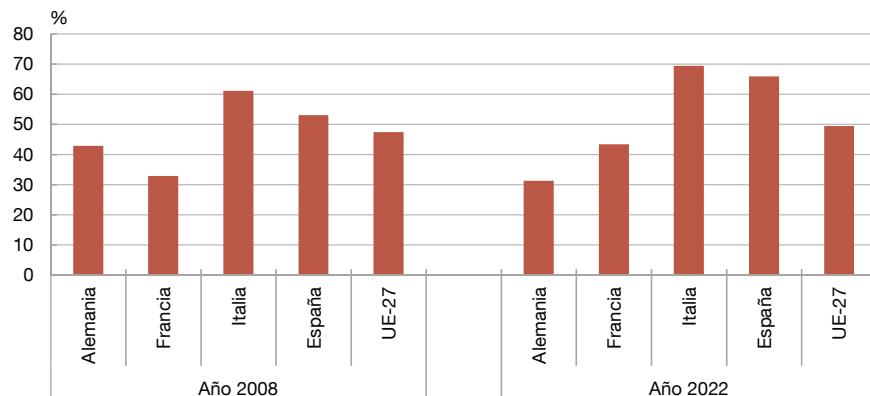
- **La situación de los jóvenes en el mercado de trabajo y su acceso al crédito.** En los últimos años, la capacidad de los jóvenes para adquirir una vivienda en propiedad se ha visto limitada por su situación en el mercado de trabajo (véase epígrafe 4). Así, por ejemplo, en 2023, la tasa de paro de la población activa entre 15 y 29 años se situaba en España en el 21,3 % mientras que la ratio de parcialidad alcanzaba el 25,3 %. Estas cifras son sistemáticamente superiores a las registradas en el resto de los grupos de edad —para el conjunto de la economía, estas ratios se encontraban en el 12,1 % y el 13,3 %, respectivamente— y, también, en el colectivo de jóvenes de otras economías europeas —en el promedio de la UEM, para el mismo grupo de edad y para el mismo período, estas ratios alcanzaban el 11,2 % y el 23,7 %, respectivamente—<sup>52</sup>. Por otra

52 La peor situación de los jóvenes españoles en el mercado de trabajo, en relación con los jóvenes en la UEM, se mantiene cuando se considera su mayor tasa de participación (50,3 %, frente al 44,8 % en la UEM), de modo que la tasa de empleo en 2022 para este colectivo en España (39,6 %) era inferior a la de la UEM (49,7 %).

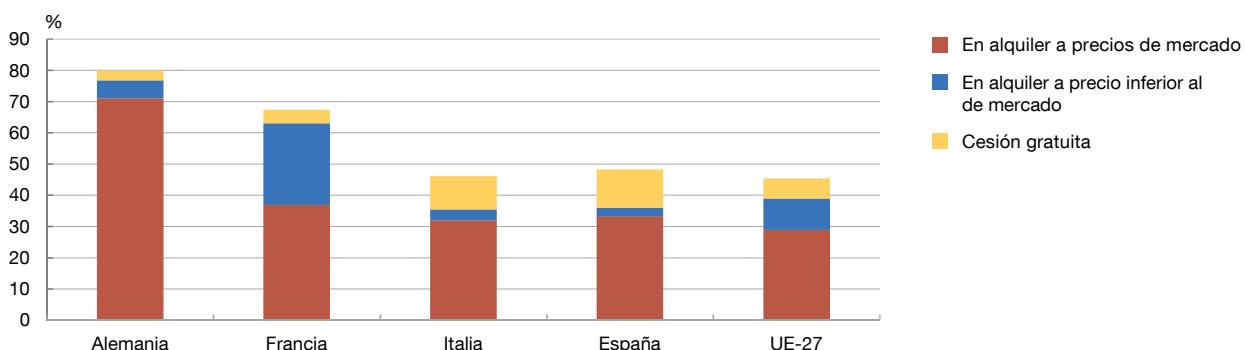
Gráfico 4.18

**En la última década, los jóvenes españoles destacan tanto por un significativo retraso en su emancipación como por el aumento del régimen de tenencia en alquiler**

4.18.a Porcentaje de adultos jóvenes (de 18 a 34 años) que residen con sus padres



4.18.b Porcentaje de hogares jóvenes que residen en alquiler en 2022 (a)



FUENTE: Banco de España, con datos de EU-SILC (2023).

a Un hogar joven se define como aquel cuyo cabeza de familia tiene entre 18 y 34 años. Se incluye dentro del régimen de tenencia en alquiler tanto el alquiler a precio de mercado como el alquiler cuyo precio es inferior al de mercado y las cesiones gratuitas de vivienda.



parte, si bien el salario bruto de los trabajadores jóvenes de entre 16 y 34 años presenta crecimientos acumulados en torno al 25 % entre 2015 y 2022<sup>53</sup>, los precios medios de la vivienda habrían aumentado un 42 % y el coste medio del alquiler lo habría hecho un 28,5 % durante este mismo período<sup>54</sup>. En suma, en los últimos años, estas dinámicas de los precios inmobiliarios y la situación de los jóvenes en el mercado laboral español<sup>55</sup>, junto a la prudencia de las entidades financieras en la concesión de crédito hipotecario, habrían

53 Este incremento es superior al observado para el conjunto de los trabajadores (12,5 %) en ese período. No obstante, el diferencial negativo entre el salario medio de los jóvenes y el del promedio de los trabajadores era 5,5 pp superior en 2022 al observado en 2008.

54 Este aumento del coste medio del alquiler se refiere al stock de vivienda arrendada. El crecimiento medio anual de las rentas de los nuevos contratos ha sido mayor y se situaría en un rango entre el 7 % y el 8 % entre 2015 y 2022.

55 Un análisis de los potenciales efectos adversos que implica este contexto laboral en términos de una mayor incertidumbre y riesgo asociado a la renta de los hogares jóvenes y sus efectos sobre las decisiones de emancipación, consumo e inversión puede verse en Barceló y Villanueva (2018) y Arellano, Bonhomme, De Vera, Hospido y Wei (2022).

dificultado el acceso de este colectivo a la financiación necesaria para adquirir una vivienda en propiedad. Todo ello habría supuesto un notable desplazamiento de la demanda de vivienda de los jóvenes hacia el segmento del alquiler (véase epígrafe 3).

## 5.2 El acceso a la vivienda en propiedad

- **Esfuerzo potencial para la adquisición de una vivienda en términos de la ratio entre el precio de compra y la renta del hogar.** El esfuerzo asociado a la posible compra de una vivienda puede aproximarse a partir de la ratio entre el precio de adquisición de una vivienda *media* y la renta bruta anual del hogar mediano. Este indicador, expresado en términos de años necesarios de renta actual para satisfacer el precio de una vivienda, ha mostrado un incremento sustancial desde el comienzo de la pandemia de COVID-19, si bien a finales de 2023 se redujo levemente hasta los 7,3 años (véase gráfico 4.19.a). Considerando una perspectiva histórica, este nivel de esfuerzo se sitúa por debajo del máximo observado en 2008 (9,5 años), pero es aún el doble del que se observó en el promedio del período 1987-2000. A escala internacional, los indicadores *price to income* de la OCDE disponibles desde 1995 muestran un incremento del esfuerzo para acceder a la vivienda en propiedad. Por ejemplo, a finales de 2023 este indicador de esfuerzo doblaba al de 1995 en el Reino Unido y Canadá y se habría incrementado en torno al 60 % en los Países Bajos, el 55 % en Francia, el 45 % en España o el 25 % en Estados Unidos, frente a su contención en Italia (5 %) y su reducción en Alemania<sup>56</sup>.
- **Heterogeneidad entre colectivos en el esfuerzo que supone adquirir la primera vivienda.** El esfuerzo potencial para comprar una vivienda es mayor entre los colectivos que no son propietarios y, dentro de este segmento, entre los jóvenes y entre la población de origen extranjero, hecho que se explica por sus menores niveles de renta. En concreto, la ratio de esfuerzo potencial descrita en el párrafo anterior se situaba en 7,4 años en 2021 (último año disponible) para el hogar mediano en alquiler que se planteara adquirir una vivienda en su municipio de residencia<sup>57</sup>. En cambio, esta ratio solo alcanzaba los 4 años para el hogar mediano que ya era propietario. Además, entre los hogares que residían en viviendas arrendadas o cedidas, este indicador de esfuerzo ascendía a 7,8 años para el hogar mediano cuyos miembros eran de origen extranjero y a 7,7 años para un hogar mediano sin hijos y en el que la edad media de la persona de referencia no superaba los 35 años.
- **Heterogeneidad geográfica en el esfuerzo potencial vinculado a la compra de vivienda.** El esfuerzo en términos de renta bruta que supone adquirir una vivienda para aquellos hogares

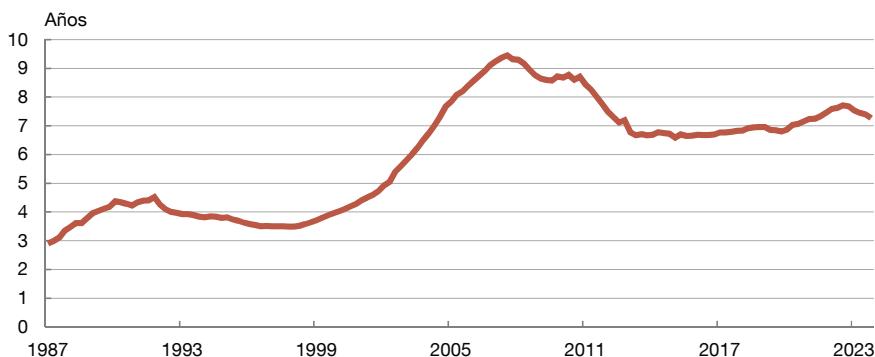
56 En el caso de Alemania, este indicador de acceso disminuyó un 26 % desde 1995, hasta alcanzar su mínimo en 2010. El notable incremento de los precios de la vivienda en Alemania hasta 2022 (véase epígrafe 2) impulsó un crecimiento acumulado de este indicador del 50 % desde su mínimo hasta principios de 2022, momento en el que se inicia un ajuste que alcanza el 19 % a finales de 2023.

57 Estas ratios de esfuerzo se obtienen combinando la información sobre renta y localización geográfica de los hogares para el año 2021 incluida en el Panel de Hogares (INE, AEAT, IEF 2023), los precios medios de la vivienda calculados a partir de los microdatos de compraventa del Colegio de Registradores, y la información sobre el régimen de tenencia de vivienda proporcionada por la AEAT.

Gráfico 4.19

**Los indicadores que aproximan el esfuerzo teórico asociado a la compra de vivienda se mantienen en niveles elevados desde una perspectiva histórica**

4.19.a Esfuerzo potencial para la compra de vivienda (a)



4.19.b Esfuerzo teórico regular para la compra de vivienda (b)



FUENTE: Banco de España.

a Definido como la ratio entre el precio medio de una vivienda dividido por la renta bruta del hogar mediano.

b «Esfuerzo teórico regular» computado como el importe de las cuotas que debe pagar un hogar mediano en el primer año tras la adquisición de una vivienda tipo, financiada con un préstamo estándar por el 80 % del valor de tasación de la vivienda, en relación con la renta bruta disponible por hogar. Este esfuerzo bruto no se ajusta por los beneficios fiscales vigentes hasta diciembre de 2012.



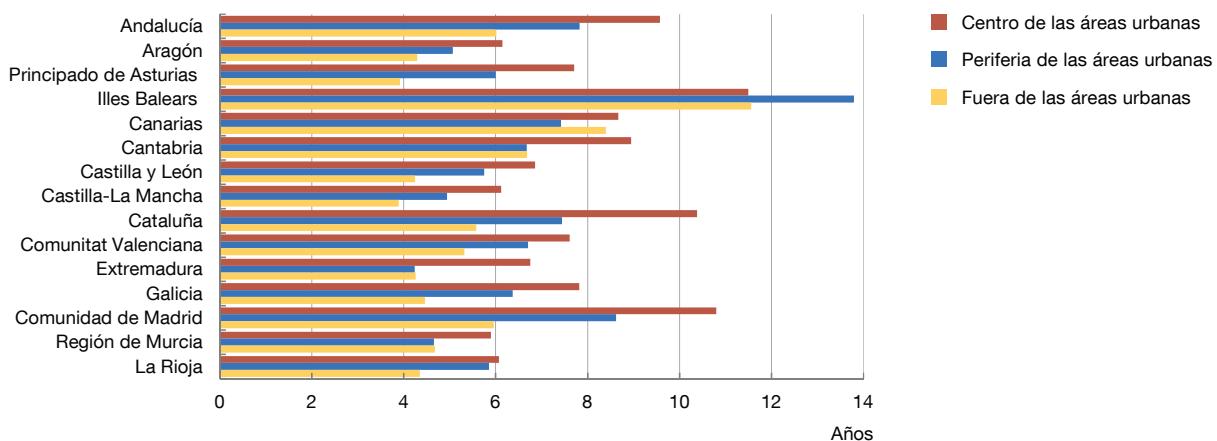
que no son propietarios es mayor en los centros de las áreas urbanas y en determinadas CCAA (véase gráfico 4.20). Por ejemplo, en 2021, el esfuerzo para el hogar mediano en alquiler se situaba en 8,1 años en el caso de una compra de vivienda en los centros de las áreas urbanas, en 6,8 años si la adquisición era en las periferias de estas áreas, y en 5,6 años si dicha operación tenía lugar fuera de las áreas urbanas. Al mismo tiempo, se observa una elevada heterogeneidad entre CCAA, con mayores esfuerzos en aquellas áreas donde se concentra la actividad económica y turística. Por ejemplo, los esfuerzos para los hogares medianos que no son propietarios superaban, en 2021, los 10 años en el caso de una adquisición de vivienda en los centros urbanos de Illes Balears, la Comunidad de Madrid y Cataluña, frente a los 6 años de esfuerzo para una compra en los centros de las áreas urbanas de Aragón, La Rioja, Castilla-La Mancha y la Región de Murcia.

- **Accesibilidad de los compradores de vivienda con financiación hipotecaria.** Otro indicador del grado de accesibilidad a la vivienda en propiedad relevante para los potenciales

Gráfico 4.20

**Los problemas de acceso a la vivienda en propiedad presentan una elevada heterogeneidad geográfica**

## 4.20.a Esfuerzo inicial para adquirir una vivienda. 2021 (a)



FUENTES: Panel de Hogares (INE-AEAT-IEF 2023) y Banco de España, con datos del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

a Calculado para los hogares residentes en cada área geográfica como la ratio del precio medio de la vivienda del municipio en el que residen en relación con la renta bruta del hogar, expresado en años y considerando el conjunto de hogares que no residen en una vivienda en propiedad. No se incluyen los territorios forales de Navarra y el País Vasco, al no disponer de información relativa a la renta de los hogares en esas comunidades.



compradores con recurso al crédito hipotecario es el esfuerzo teórico que supondría el pago de la hipoteca como proporción de la renta bruta del hogar. Este indicador, que aproxima el esfuerzo regular que supondría satisfacer una cuota hipotecaria *media*, ha aumentado en unos 8 pp desde finales de 2021, situándose en 2023 en ratios cercanas al 40 % de la renta bruta disponible del hogar mediano (véase gráfico 4.19.b)<sup>58</sup>. Esta cifra supone el nivel más elevado desde 2011, aunque sigue estando por debajo de los máximos observados en 2007<sup>59</sup>. El aumento reciente de este indicador se explica por el incremento de los costes de financiación y por la persistencia del crecimiento de los precios de la vivienda, factores que han contrarrestado el efecto positivo sobre la accesibilidad asociado al aumento de la renta per cápita (véase gráfico 4.21.a)<sup>60</sup>. Esta evolución es similar a la observada en el conjunto de la UEM (véase gráfico 4.21.b), si bien en el área del euro el incremento acumulado en este indicador de accesibilidad desde 2014 —en torno al 20 %— es menor que el registrado en España —por encima del 30 %—.

— **Acceso potencial a una vivienda en propiedad para los hogares en alquiler.** En términos relativos, la escasa capacidad de ahorro y la reducida renta de los hogares que residen en

58 La ratio de esfuerzo «observada» para los préstamos hipotecarios efectivamente formalizados en 2023 se estima en torno al 22 % de la renta de los hogares. La diferencia con el indicador de esfuerzo «teórico» regular pone de manifiesto una cierta selección, en las operaciones efectivamente realizadas, hacia los compradores de vivienda con un mayor nivel de renta.

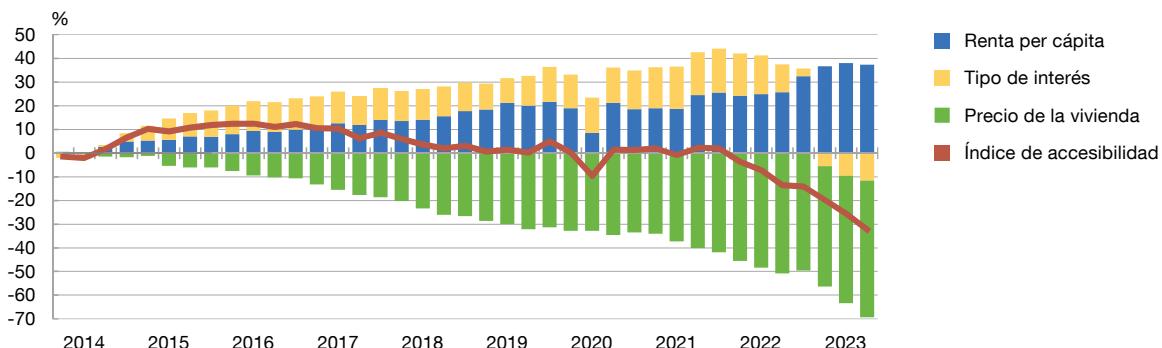
59 No obstante, debe tenerse en cuenta que hasta 2012 estuvieron vigentes unos significativos beneficios fiscales para la compra de vivienda con financiación hipotecaria, que habrían reducido este esfuerzo teórico regular en una cuantía estimada entre 5 pp y 7,5 pp durante la primera década del siglo XXI.

60 Esta descomposición se realiza a partir de un índice de accesibilidad calculado de acuerdo con la metodología del HOAM Index de la Fed de Atlanta. Los determinantes de este índice son similares a los del indicador presentado en el gráfico 4.19.b, si bien este último no se encuentra disponible para la UEM.

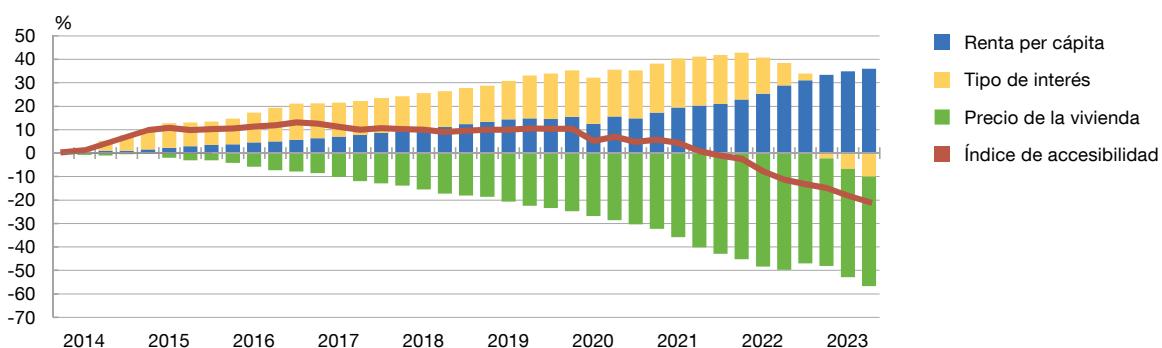
Gráfico 4.21

**El acceso a la vivienda en propiedad se deteriora por un crecimiento de los precios mayor que la dinámica de las rentas y la subida de los costes de financiación**

#### 4.21.a Accesibilidad a la vivienda en propiedad (a). España



#### 4.21.b Accesibilidad a la vivienda en propiedad (a). UEM



FUENTES: Eurostat, BCE y Banco de España.

a. Variación acumulada del índice calculado de acuerdo con la metodología del HOAM Index de la Fed de Atlanta. Un valor positivo (negativo) del índice captura una relajación (endurecimiento) de la accesibilidad a la vivienda en propiedad respecto al período base (IV TR 2013). La variación del índice se approxima como la suma de las variaciones de sus componentes.



alquiler dificultan su acceso a una vivienda en propiedad. Se estima que, en 2021, un 61 % de los hogares que residían en alquiler o en una vivienda cedida no disponían del ahorro necesario para adquirir una vivienda en el municipio en el que residían, teniendo en cuenta la cuantía económica que suponen el pago inicial (no cubierto con crédito hipotecario) y los gastos e impuestos asociados a la compra<sup>61</sup>. Para el resto de los hogares alquilados —un 39 % del total—, que sí disponían de suficientes ahorros para cubrir los gastos iniciales de la compra y la parte del precio no cubierta por la hipoteca, un 40,5 % tendrían que hacer frente a una cuota hipotecaria que superaría el umbral máximo recomendado del 35 % de la renta neta del hogar a partir del que se incrementa la probabilidad de impago para un hogar

61 Esta simulación se realiza a partir de los datos de renta neta y activos brutos de los hogares en 2021 del Panel de Hogares (INE, AEAT, IEF 2023), considerando los precios medios de compra y alquiler de vivienda residencial en el municipio donde residen dichos hogares (AEAT y Banco de España). Se asume que la cuantía máxima financiada con crédito hipotecario es del 80 % del valor de tasación medio de una vivienda en el municipio en el que residen y que los gastos e impuestos ascienden al 10 % del precio medio de la vivienda.

con renta mediana<sup>62</sup>. Esta proporción aumentaría hasta el 55% con los tipos de interés promedio de 2023 (3,9% TAE). De este modo, si se combinan las dos restricciones —disponibilidad de ahorro suficiente para cubrir los gastos iniciales y ratio de cuota hipotecaria sobre renta inferior al 35%—, se obtiene que un 76,5% de los hogares en alquiler tenían dificultades en 2021 para acceder a un préstamo con el que financiar la adquisición de una vivienda. Estas dificultades se incrementarían con los tipos de interés de 2023, elevando dicha proporción hasta el 82,5%. Estos resultados se encuentran en línea con la Encuesta de Competencias Financieras de 2021, en la que solo un 27% de los hogares arrendatarios declaraban residir en una vivienda de alquiler por sus preferencias o su menor coste.

- **Los hogares hipotecados en situación de sobresfuerzo<sup>63</sup>.** La selección prudente que realizan los bancos —que condicionan la financiación a los hogares a la disponibilidad de suficiente ahorro y nivel de renta en relación con los precios de compra de la vivienda—, contribuye a explicar la reducida proporción de hogares hipotecados en situación de sobresfuerzo en 2022 tanto en España como en el conjunto de la UE-27 (véase gráfico 4.22.a). Ciertamente, el notable repunte de los costes de financiación que se produjo en 2023 habría elevado el esfuerzo asociado a la compra de vivienda tanto para los nuevos compradores como para los previamente hipotecados a tipo de interés variable. No obstante, el aumento en el porcentaje de hogares hipotecados en situación de sobresfuerzo, una vez que también se tiene en cuenta el incremento que se habría producido en su renta disponible, habría sido relativamente acotado<sup>64</sup>.

### 5.3 El esfuerzo asociado al alquiler

- **Esfuerzo asociado al alquiler de una vivienda.** El esfuerzo mediano que supone el gasto en vivienda para los hogares que residen en régimen de alquiler de mercado ha disminuido ligeramente durante la última década (véase gráfico 4.23.a). En concreto, este esfuerzo se ha reducido desde el 25,5% de la renta bruta para el hogar mediano arrendatario en 2011 hasta el 22,5% en 2022. No obstante, el esfuerzo entre los colectivos con rentas más bajas es sustancialmente mayor y se ha incrementado durante las dos últimas décadas (véase gráfico 4.23.b). En particular, el porcentaje mediano que representa el pago del alquiler en el primer quintil de la distribución de la renta se situaba próximo al 45% de la renta bruta en 2022.
- **La heterogeneidad geográfica en el esfuerzo vinculado al alquiler.** El gráfico 4.24.a muestra que, de manera generalizada entre CCAA, las ratios de esfuerzo potencial del

62 La cuota hipotecaria se computa asumiendo un préstamo francés de cuota fija con un plazo de 25 años y el promedio del tipo de interés sintético hipotecario para 2021 (1,6% TAE). La renta neta del hogar se define como la renta bruta del hogar ajustada del pago de cotizaciones a la Seguridad Social a cuenta del trabajador y del pago del IRPF.

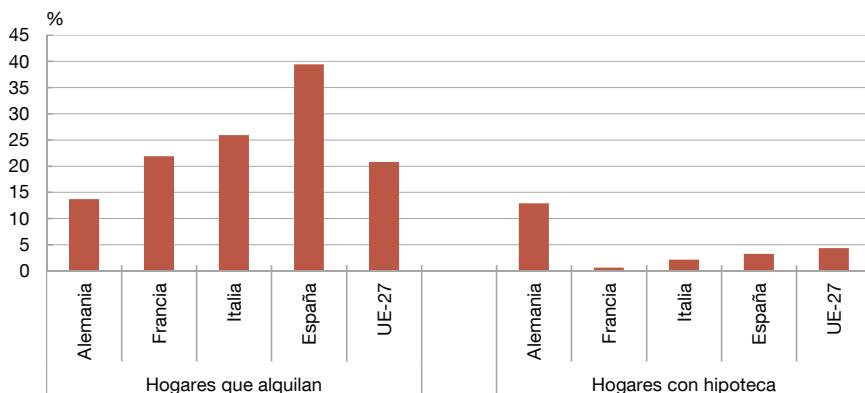
63 Eurostat sitúa en el 40% el umbral de la proporción de la renta bruta destinada a la vivienda para identificar aquellos hogares que se encuentran en situación de sobresfuerzo o potencialmente restringidos y limitados en su capacidad de ahorro por la dificultad de ajustar su gasto en vivienda. El gasto en vivienda incluye la cuota hipotecaria o el alquiler, así como los suministros (por ejemplo, agua, gas y electricidad).

64 Véase *Informe sobre la situación financiera de los hogares y las empresas* e *Informe de Estabilidad Financiera*.

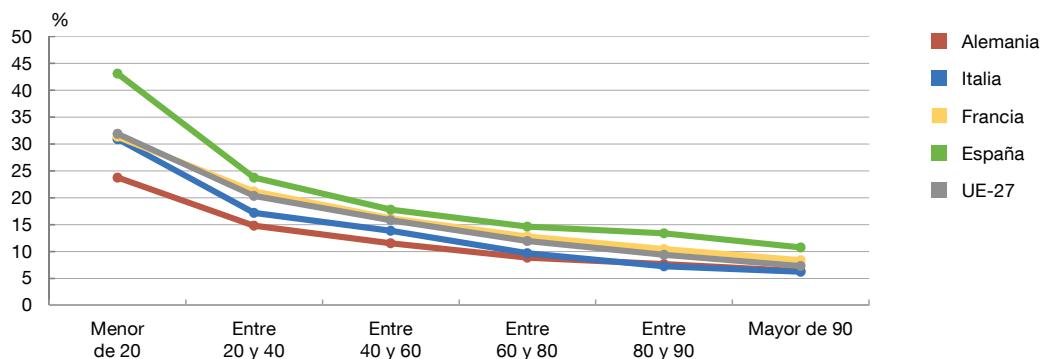
Gráfico 4.22

**La sobrecarga que supone el gasto en vivienda se concentra en el mercado del alquiler, donde destaca la peor situación de España en el conjunto de las grandes economías europeas**

4.22.a Hogares que destinan más del 40 % de su renta al gasto en vivienda en 2022 (a)



4.22.b Porcentaje mediano de la renta destinado al gasto en vivienda entre los hogares en alquiler en 2022, por percentiles de renta (b)



FUENTE: Banco de España, con datos de EU-SILC (2023).

- a Este gasto incluye el pago del alquiler o la cuota hipotecaria de los préstamos para adquirir la vivienda principal, así como los suministros básicos asociados a la vivienda (ej., agua, gas o electricidad). Se incluyen solo hogares que alquilan viviendas a precio de mercado.
- b El gasto en vivienda se refiere al pago del alquiler. Se incluyen solo hogares que alquilan viviendas a precio de mercado.



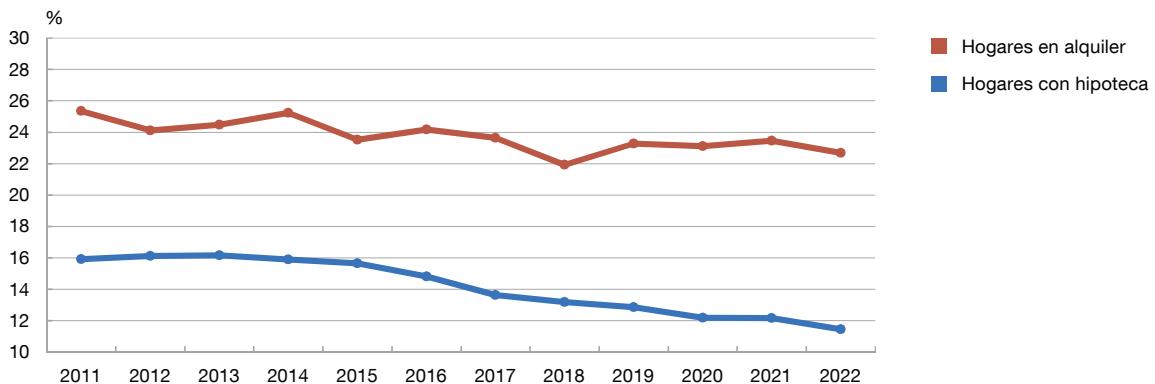
gasto en vivienda de alquiler en términos de renta neta se situaban, en 2021, por encima del 25 % para el promedio de los hogares. No obstante, estas ratios alcanzaban valores máximos, en torno al 40 % de la renta neta, en las áreas urbanas donde se concentra el dinamismo poblacional y la actividad turística. A pesar de esta heterogeneidad, la dispersión de este indicador de esfuerzo relativo en el mercado del alquiler es menor, tanto entre CCAA como entre áreas urbanas, que la que se observa en relación con el indicador de esfuerzo para adquisición de vivienda que se presentó anteriormente (véase gráfico 4.20).

- **Coste relativo del alquiler y renta de los hogares.** La evidencia muestra una mayor rentabilidad bruta del alquiler (RBA) en aquellas áreas con menores niveles, tanto de renta bruta de los hogares como de precios de compra de la vivienda (véase gráfico 4.25). Esta mayor RBA en las zonas con un menor nivel de renta podría explicarse, al menos en parte, por la incorporación de una prima de riesgo positiva en los precios del alquiler en estas

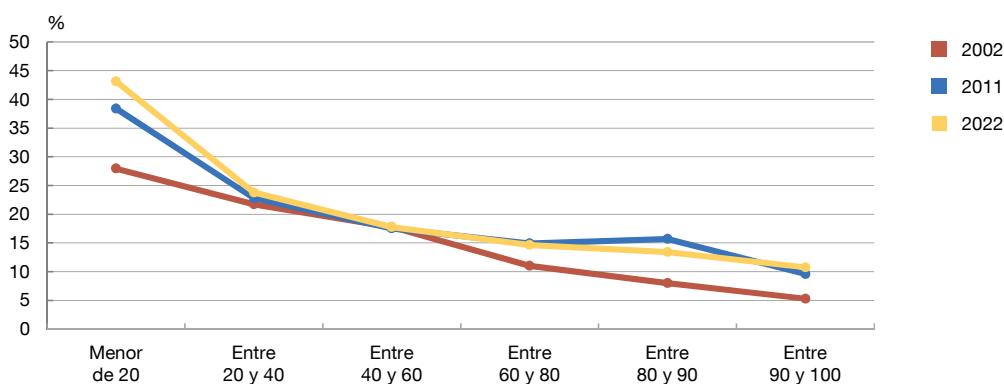
Gráfico 4.23

**Los hogares que residen en alquiler dedican una mayor proporción de su renta al gasto en vivienda que el conjunto de hogares hipotecados. Este esfuerzo es sustancialmente mayor y creciente entre los colectivos en alquiler con rentas más bajas**

4.23.a Porcentaje mediano de la renta dedicado al gasto en vivienda (a)



4.23.b Porcentaje mediano de la renta destinado al gasto en vivienda entre los hogares en alquiler, por percentiles de renta (a) (b)



FUENTE: Banco de España, con datos de EU-SILC (2023) y la Encuestas Financiera de las Familias.

a) El gasto en vivienda se refiere al pago del alquiler o a la cuota hipotecaria de los préstamos para adquirir la vivienda principal. En el alquiler se consideran solo los hogares que alquilan a precio de mercado. La renta utilizada es la renta bruta del hogar correspondiente al año anterior de la encuesta.

b) Los datos de 2002 y 2011 corresponden a la Encuesta Financiera de las Familias y los de 2022 a EU-SILC.

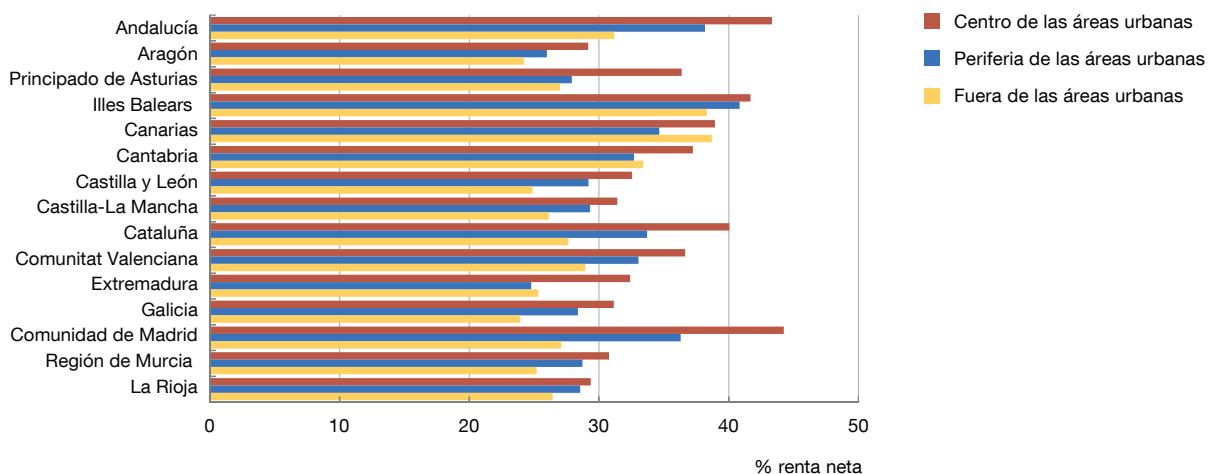


zonas. Dicha prima podría estar asociada al hecho de que los arrendadores perciben un mayor riesgo relativo cuando alquilan sus viviendas a inquilinos con un menor poder adquisitivo. De manera alternativa, la mayor RBA en las zonas de menor renta también podría reflejar una mayor intensidad de la demanda de alquiler en estas áreas, ante las mayores dificultades de los hogares que residen en ellas para acceder a préstamos hipotecarios con los que financiar la adquisición de vivienda —debido a sus menores ingresos y a una capacidad de ahorro más limitada—. En todo caso, esta evidencia pone de manifiesto que los residentes en las áreas con mayores RBA que no pueden acceder a la vivienda en propiedad deben hacer frente a un coste del alquiler relativamente más elevado, en comparación con el precio de compra, que el de los residentes en otras zonas con mayor renta —y menor RBA—.

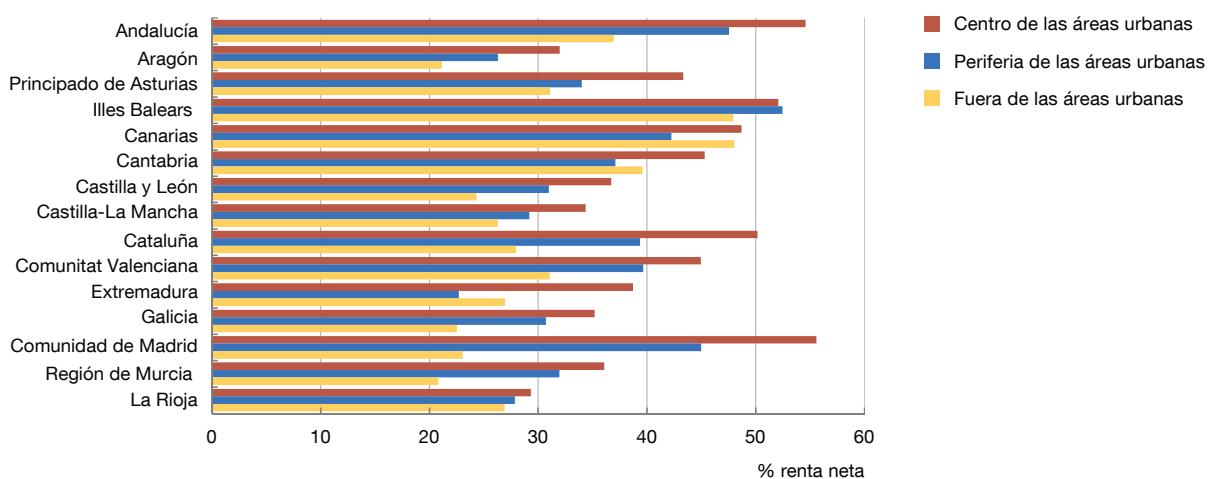
Gráfico 4.24

**El esfuerzo asociado al gasto en vivienda de alquiler presenta una elevada heterogeneidad geográfica**

## 4.24.a Esfuerzo regular en el mercado del alquiler. 2021 (a)



## 4.24.b Porcentaje de hogares que dedican más de 40 % de sus ingresos al alquiler por CCAA y áreas geográficas



FUENTES: Panel de Hogares (INE-AEAT-IEF 2023) y Banco de España, con datos del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

a Calculado para los hogares que no residen en una vivienda en propiedad en los distintos ámbitos territoriales como la ratio entre el alquiler medio en el municipio donde residen y la renta neta del hogar. No se incluyen los territorios forales de Navarra y el País Vasco, al no disponer de información relativa al precio del alquiler en esas comunidades.

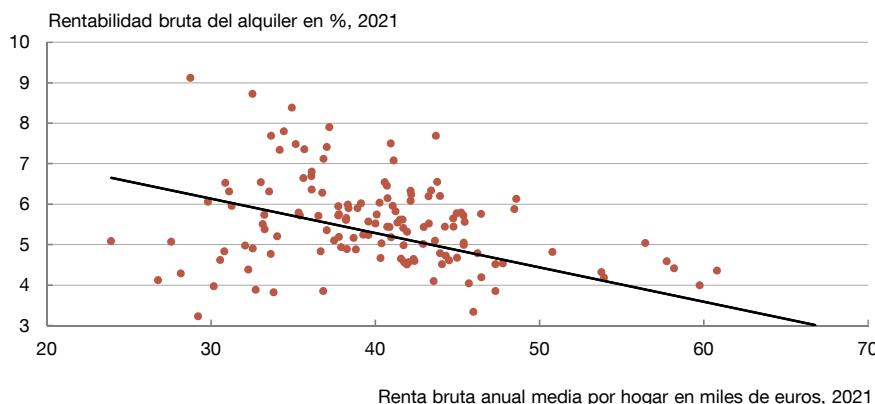


- **Hogares en situación de sobresfuerzo que residen en una vivienda de alquiler.** Los problemas de sobresfuerzo asociados al gasto en vivienda de alquiler se observan en las principales economías europeas, si bien en España estos problemas presentan una especial intensidad entre los hogares con menor renta. Así, los hogares españoles que residían en una vivienda de alquiler a precio de mercado realizaban un mayor esfuerzo en 2022 en términos de su renta bruta que sus homólogos en las principales economías europeas. Este esfuerzo era superior en España en todos los percentiles de renta considerados, pero la brecha del pago del alquiler de vivienda en relación con la renta bruta respecto al resto

Gráfico 4.25

**Las rentabilidades brutas del alquiler tienden a ser más elevadas en los municipios con una menor renta media de los hogares**

4.25.a Rentabilidad bruta del alquiler y renta bruta media por hogar. Municipios con más de 50.000 habitantes (a) (b)



FUENTES: INE y Banco de España, con datos del Colegio de Registradores y del Servicio de Estudios Tributarios y Estadísticas de la AEAT.

- a La rentabilidad bruta del alquiler se define como la ratio entre el alquiler medio anual y el precio medio de venta de la vivienda, en metros cuadrados, en un municipio.
- b Se excluyen los seis municipios cuya renta media por hogar supera los 75.000 euros anuales por ser observaciones atípicas. No se incluyen municipios de los territorios forales de Navarra y el País Vasco, al no disponer de información relativa a los precios del alquiler en esas comunidades.

de los países era especialmente acusada en la cola inferior de la distribución de la renta donde se concentran las situaciones de sobresfuerzo (véase gráfico 4.22.b). De este modo, la proporción de hogares en alquiler de mercado en España que se encontraban en una situación de sobresfuerzo se situaba en torno al 40 % en 2022, 20 pp por encima del promedio de la UE-27 (véase gráfico 4.22.a)<sup>65</sup>. Aunque esta cifra es similar a su promedio desde 2007, dada la mayor prevalencia del régimen de alquiler, el peso de los hogares que se hallaban en esta situación de sobresfuerzo ha aumentado desde el 3,7 % de 2007 hasta el 6 % de 2022.

- **Heterogeneidad geográfica en el sobresfuerzo vinculado al gasto en alquiler.** El porcentaje de hogares en alquiler que se encuentran en una situación de sobresfuerzo es mayor en los centros de las áreas urbanas y en determinadas CCAA (véase gráfico 4.24.b). En particular, el gasto en alquiler de mercado supera el 40 % de la renta neta para más del 50 % de los hogares arrendatarios en los centros urbanos de la Comunidad de Madrid, Andalucía, Illes Balears y Cataluña. Esta ratio se compara con la del 35 % de los hogares que se encontraban en esa situación en las periferias de las áreas urbanas, o con el 30 % de los inquilinos que residían fuera de ellas.

65 El porcentaje de hogares en alquiler a precio de mercado en situación de sobresfuerzo se sitúa en ratios elevadas, en torno al 30 %, o niveles superiores en economías como Bélgica, los Países Bajos, Grecia, Dinamarca, Portugal, Rumanía o Bulgaria.

## 6 El reto de las políticas públicas y el acceso a la vivienda

### 6.1 Implicaciones económicas y sociales

Los problemas de acceso a la vivienda documentados en el epígrafe anterior pueden generar efectos económicos y sociales adversos. En efecto, la situación de sobresfuerzo vinculado al gasto en vivienda limita la capacidad de ahorro de los hogares afectados y puede distorsionar, entre otras, sus decisiones de consumo e inversión, las de localización geográfica y natalidad y las relativas a la acumulación de capital humano. Como resultado de todo ello, los problemas de acceso a la vivienda podrían tener implicaciones negativas, no solo en el corto plazo, sino también en el largo plazo, y dar lugar a pérdidas de productividad agregadas y a un menor crecimiento económico.

- **Localización de los trabajadores y productividad.** Los problemas de acceso a la vivienda podrían reducir la productividad agregada de la economía a través de su impacto sobre la localización de los trabajadores. En concreto, las zonas con escasez de vivienda residencial y elevados precios, tanto de compra como de alquiler, tienen dificultades para atraer a nuevos trabajadores, e incluso algunos trabajadores de menor cualificación pueden desplazarse a otras áreas con precios inmobiliarios más reducidos. De ese modo, las áreas más productivas con restricciones de oferta de vivienda residencial no alcanzarían su escala óptima y, como consecuencia de una mala asignación espacial del factor trabajo en la economía, se generarían pérdidas agregadas de productividad y de bienestar<sup>66</sup>.
- **Mercado del alquiler y movilidad.** Un adecuado funcionamiento del mercado del alquiler favorece la movilidad de los trabajadores, sobre todo de los jóvenes. Esta movilidad tiene efectos económicos positivos, ya que contribuye a incrementar el aprendizaje y la acumulación de capital humano de los trabajadores jóvenes, así como a reducir el desempleo y a mejorar el emparejamiento entre las habilidades de los trabajadores y las necesidades de las empresas en el mercado laboral. No obstante, un tamaño del mercado del alquiler insuficiente en determinadas áreas urbanas —sobre todo en las grandes ciudades— puede limitar esta movilidad. En concreto, unos elevados precios del alquiler podrían desincentivar la aceptación de ofertas de trabajo en áreas tensionadas<sup>67</sup>.
- **Hogares restringidos por su gasto en vivienda e impacto macroeconómico.** La situación macroeconómica, tanto en una dimensión cíclica como de largo plazo, puede verse afectada negativamente por los problemas de acceso a la vivienda. Por un lado, el aumento de la proporción de hogares cuyo consumo se encuentra restringido por el gasto en vivienda supone un riesgo para la estabilidad macrofinanciera de la economía. En particular, una

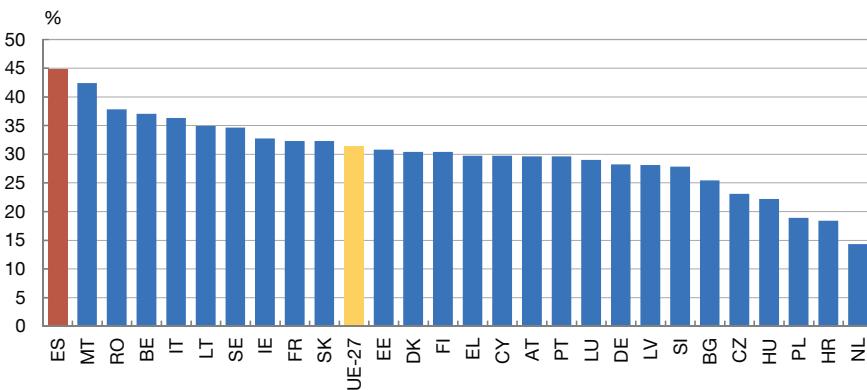
<sup>66</sup> Véanse, por ejemplo, Hsieh y Moretti (2019) o Diamond y Moretti (2021) para un análisis de las diferencias de consumo y los menores estándares de vida de los trabajadores con menor formación en áreas geográficas de Estados Unidos donde se observan mayores precios inmobiliarios frente a áreas con precios más asequibles.

<sup>67</sup> Para un análisis de la relación entre la situación en el mercado de la vivienda y la movilidad laboral, véanse, por ejemplo, Blanchflower y Oswald (2013) o Causa y Pichelmann (2020).

Gráfico 4.26

**España presenta, entre el conjunto de economías de la UE-27, la mayor proporción de personas en el mercado del alquiler que se encuentran en una situación de pobreza o de exclusión social**

4.26.a Población en alquiler en riesgo de pobreza o de exclusión social en 2022 (a) (b)



FUENTE: Comisión Europea, Eurostat (2023b).

- a) Hogares que residen en alquiler de mercado. Se consideran en riesgo de pobreza aquellos cuya renta no supera el 60% de la mediana de la renta equivalente después de transferencias sociales.  
 b) AT: Austria, BE: Bélgica, BG: Bulgaria, CY: Chipre, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, EL: Grecia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HR: Croacia, HU: Hungría, IE: Irlanda, IT: Italia, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, PL: Polonia, PT: Portugal, RO: Rumanía, SE: Suecia, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UE-27: Unión Europea.



mayor presencia de hogares restringidos aumenta la sensibilidad del consumo agregado y de la actividad económica ante cambios en los precios inmobiliarios y en la posición cíclica de la economía<sup>68</sup>. Por otro lado, los problemas de acceso a la vivienda retrasan la formación de hogares y pueden afectar a la decisión de tener hijos, contribuyendo a la reducción de la tasa de natalidad<sup>69</sup>. De este modo, el crecimiento económico de largo plazo también se vería afectado negativamente por estos problemas de accesibilidad, en particular en un contexto de progresivo envejecimiento de la población. Además, el sobresfuerzo que supone el gasto en vivienda, en particular entre los jóvenes, limita la capacidad de los hogares para invertir en su formación y acumular capital humano, reduciendo también, de este modo, la capacidad de crecimiento potencial de la economía.

- **Vulnerabilidad social.** El elevado esfuerzo que supone el gasto en vivienda para determinados colectivos los sitúa en una posición económica vulnerable. En España, los hogares vulnerables se concentran, de manera particular, en el alquiler de mercado y entre los quintiles con menor renta. Así, España destaca como la economía europea donde un mayor porcentaje de personas que residen en el mercado del alquiler se encuentra en una situación de riesgo de pobreza o de exclusión social (véase gráfico 4.26). En concreto, en 2022 se encontraban en esta situación un 45 % de los hogares españoles que residían en una vivienda alquilada, frente al 31 % que se observaba en el promedio de la UE-27.

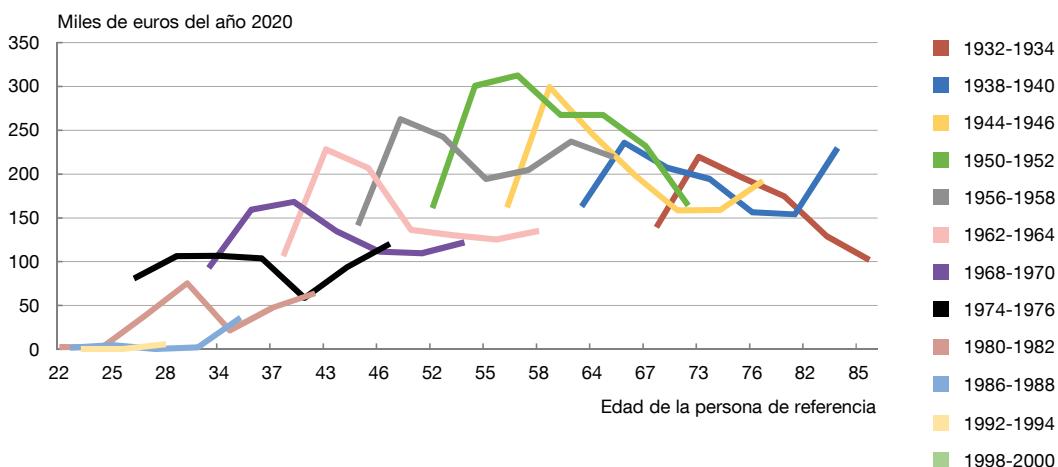
68 Véase, por ejemplo, Paciorek y Sinai (2012).

69 Dettling y Kearney (2014) documentan caídas significativas 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.

Gráfico 4.27

**El incremento en el esfuerzo asociado a la vivienda coincide con una menor acumulación de riqueza neta mediana entre los hogares jóvenes en relación con la acumulación observada por las cohortes previas**

4.27.a Riqueza mediana de los hogares a lo largo del ciclo vital, según año de nacimiento



FUENTES: Encuesta Financiera de las Familias (2002-2020).



- **Desigualdad intergeneracional en la acumulación de riqueza.** Unos mayores precios de la vivienda, tanto de compra como de alquiler, limitan la capacidad de ahorro de los hogares y condicionan su proceso de acumulación de riqueza a lo largo del ciclo vital. Como se ha expuesto en los epígrafes anteriores, los efectos adversos vinculados a problemas de accesibilidad a la vivienda son especialmente relevantes para aquellos hogares con menor nivel de renta y, en particular, entre los jóvenes. En este sentido, la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) del Banco de España pone de manifiesto que, en las últimas décadas, la acumulación de riqueza neta (financiera e inmobiliaria) por parte de los hogares jóvenes habría sido menor que la que atesoraron sus homólogos en anteriores generaciones (véase gráfico 4.27). El hecho de ir acumulando un menor patrimonio a lo largo de su ciclo vital implicaría que, de cara al futuro, las actuales cohortes jóvenes serían más vulnerables a la materialización de posibles perturbaciones adversas en comparación con la exposición a estos riesgos por parte de las generaciones previas. Estas generaciones, además, habrían experimentado un grado moderado de desigualdad de la riqueza en relación con los estándares internacionales<sup>70</sup>. En concreto, en un contexto de notable incremento de los precios inmobiliarios, el aumento de la desigualdad de la riqueza en España se habría contenido ante el predominio del régimen de tenencia de vivienda en propiedad, así como por la elevada proporción de hogares que acumulan otros activos inmobiliarios<sup>71</sup>.

70 Véase Anghel et al. (2018).

71 De acuerdo con la EFF de 2020, un 32,6 % de los hogares poseía al menos una vivienda que no era su vivienda principal y un 45,3 % tenía otros activos inmobiliarios. Estas cifras se encuentran entre las más elevadas de la UEM, donde en 2021 un 25 % de los hogares disponía de otros activos inmobiliarios distintos a la vivienda habitual, proporción que alcanza el 16,8 % en Alemania, el 24,3 % en Francia o el 28,6 % en Italia (BOE, 2023).

## 6.2 Las políticas públicas

El diagnóstico del mercado de la vivienda presentado en este capítulo muestra cómo la combinación de elevadas presiones por el lado de la demanda y de una cierta rigidez relativa por el lado de la oferta —tanto en el segmento de compraventa como en el de alquiler— está generando problemas de acceso a la vivienda. Estos problemas se concentran en los colectivos con menor renta, entre los que se incluyen los jóvenes y la nueva población residente de origen extranjero. Asimismo, por zonas geográficas, estas dificultades son más acusadas en las grandes áreas urbanas.

Los efectos sociales y económicos adversos de esta situación justifican la adopción de medidas de política económica dirigidas a corregirlos. En este sentido, las distintas AAPP competentes en materia de vivienda han desplegado en los últimos años un amplio conjunto de medidas de naturaleza diversa. Si bien buena parte de estas medidas se encuentran en una fase de desarrollo relativamente temprana, la evidencia y los análisis de la literatura económica que ha estudiado los efectos de las políticas de vivienda permiten realizar una valoración preliminar de las mismas<sup>72</sup>.

En cualquier caso, la magnitud del problema diagnosticado en este capítulo hace difícil vislumbrar que actuaciones aisladas de corto plazo puedan tener el alcance suficiente para reducir de forma significativa las actuales dificultades de acceso a la vivienda. Al mismo tiempo, el diseño de las políticas públicas debiera evitar que algunas actuaciones, cuya efectividad podría resultar relativamente limitada en el corto plazo, acaben generando efectos indeseados significativos que dificulten el funcionamiento de este mercado en el medio y largo plazo.

En este sentido, en la medida en que los actuales problemas de acceso a la vivienda son el resultado de desequilibrios acumulados a largo de muchos años, su resolución debe ser planteada como la combinación de múltiples políticas en distintos ámbitos y de naturaleza estructural. En particular, sería deseable que las medidas adoptadas:

- contemplaran un horizonte temporal amplio en términos de diseño, implementación y evaluación de las políticas públicas,
- involucraran a las distintas AAPP con responsabilidades en materia de vivienda, de forma coordinada y en colaboración con la iniciativa privada,
- pusieran un foco especial en el estímulo de la oferta de vivienda, especialmente en el caso del mercado del alquiler y el alquiler social, priorizando la asignación de los recursos disponibles entre los colectivos más vulnerables,
- prestaran atención, además, a otros aspectos estructurales más allá de la política de vivienda que también condicionan sensiblemente la evolución del mercado de la

72 Véase López-Rodríguez y Matea (2020) para una exposición detallada sobre el diseño de las políticas de vivienda y la experiencia internacional.

vivienda, como son las actuaciones que inciden en el funcionamiento del mercado de trabajo y en la productividad de la economía —determinantes fundamentales del poder adquisitivo de los hogares—, así como los efectos de las políticas en materia tributaria y de transporte.

### 6.2.1 Medidas recientes adoptadas por las Administraciones Públicas

- **Medidas de protección a los inquilinos.** Durante los últimos años, la administración central ha introducido diversas medidas con el objetivo de aliviar los problemas de sobresfuerzo en el mercado del alquiler y de dotar de mayor protección a los arrendatarios. Entre estas actuaciones sobresalen la ampliación de la duración de los contratos de alquiler<sup>73</sup>, la fijación de limitaciones en las actualizaciones anuales de las rentas del alquiler en niveles inferiores al IPC y el endurecimiento de los supuestos y condiciones de desahucio en el caso de hogares en situación de vulnerabilidad social<sup>74</sup>. Estas limitaciones contribuyen a explicar la significativa caída en el número de lanzamientos vinculados al impago del alquiler desde 2020, de acuerdo con los datos del Consejo General del Poder Judicial (2024). De ese modo, estos lanzamientos se situaron en 2023 en una cifra cercana a los 20.000, cuantía que supone un 55 % de los lanzamientos registrados en el promedio anual del período 2013-2019, a pesar del aumento del número de viviendas en alquiler durante la última década.
- **Medidas de protección a los hogares hipotecados.** En el ámbito de los hogares hipotecados, destaca la reforma del Código de Buenas Prácticas (CBP) a finales de 2022 y la mejora de sus condiciones a finales de 2023. Estas medidas suponen un mecanismo de cobertura para los hogares hipotecados con menor renta en el caso de que, como consecuencia principalmente del fuerte repunte de los tipos de interés en los últimos años, se materialicen riesgos que afecten a su solvencia.
- **Medidas de medio y largo plazo para el mercado de la vivienda.** La Ley 12/2023, de 24 de mayo, por el Derecho a la Vivienda y las distintas medidas complementarias aprobadas tienen entre sus objetivos un progresivo aumento del parque de alquiler social, en cuyo desarrollo tenga un papel más destacado la colaboración público-privada. El estímulo a la oferta privada de alquiler se articula en forma de mayores incentivos fiscales a los particulares que arrienden viviendas con reducciones de precios en las denominadas áreas tensionadas, cuya definición se establece en dicha norma. Esta norma también plantea medidas dirigidas a reducir el esfuerzo de los inquilinos con contratos vigentes. En concreto, se introducen nuevas limitaciones a los incrementos anuales de las rentas del alquiler y la posibilidad de establecer controles en los niveles de los precios del alquiler en zonas tensionadas, de acuerdo con el marco regulatorio estatal, si así lo deciden las CCAA competentes en esta materia, y dentro del rango de precios fijado por la administración

73 El Real Decreto-ley 7/2019 establece la duración mínima de los contratos de alquiler en 5 años cuando el arrendador sea persona física y en 7 años en el caso de una persona jurídica, frente a los 3 años establecidos previamente.

74 Durante la pandemia, y en prórrogas posteriores, se endurecieron las condiciones de desahucio para hogares vulnerables y con menores a cargo cuando no existe una alternativa habitacional. Al mismo tiempo, se limitaron las actualizaciones anuales del alquiler al 2 % en 2022 y 2023, y se estableció una actualización máxima del 3 % en 2024.

central<sup>75</sup>. De manera complementaria, se articulan medidas de apoyo a la demanda de vivienda de los jóvenes en forma de bonos al alquiler y de avales públicos para la compra de vivienda. Finalmente, de manera más reciente, se han planteado reformas de la normativa de suelo para mejorar la seguridad jurídica<sup>76</sup> y se han anunciado iniciativas para impulsar la movilización de nuevas viviendas protegidas destinadas al alquiler social o a precio asequible, para agilizar la tramitación administrativa de las licencias urbanísticas y para eliminar la concesión del permiso de residencia vinculada a la adquisición de viviendas con un valor superior a los 500.000 euros en el marco del denominado programa Golden Visa.

- **Aumento del parque de vivienda protegida en alquiler y el papel de la Sareb.** Las distintas AAPP han anunciado diversos planes de construcción de viviendas destinadas al alquiler social o a precio asequible. Por ejemplo, el [Plan de Vivienda en Alquiler Asequible \(PVAA\)](#) tiene como objetivo, en un marco plurianual, incrementar en 184.000 viviendas el parque público de viviendas en alquiler social o a precio asequible<sup>77</sup>. Este plan supondría incrementar de manera notable las cifras recientes de producción de vivienda protegida de alquiler promovida, por ejemplo, en los planes estatales y autonómicos, que se situaron en promedio en 2022-2023 entre un 25 % y un 30 % de las 9.000 viviendas anuales con la calificación definitiva de viviendas protegidas durante ese período<sup>78</sup>. De manera complementaria, las cifras públicas disponibles a julio de 2023 apuntan a unas 47.000 viviendas para alquiler social disponibles o en desarrollo por parte del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana, además de 14.000 de la Sareb y unas 10.000 del Fondo Social de Viviendas en alquiler.
- **Medidas en el ámbito autonómico y local.** En el período más reciente, las medidas desplegadas a escala autonómica y local en materia de vivienda han sido muy heterogéneas, tanto en su diseño como en su tipología. De manera muy sintética, se pueden destacar los siguientes tipos de actuaciones:
  - programas de avales públicos para la compra de vivienda por parte de los jóvenes,
  - beneficios fiscales en el IRPF vinculados al gasto o a la inversión en vivienda, tanto de alquiler como de compra,

75 En concreto, el [Sistema Estatal de Referencia de Precios del Alquiler de Vivienda](#), publicado en febrero de 2024. Los niveles de los precios de referencia para el año 2024 se computan a partir del stock de viviendas arrendadas en 2022 que son propiedad de personas físicas. Estos precios de referencia se encuentran ajustados por la superficie y algunas características de las viviendas, y se sitúan entre los percentiles 25 y 75 de la distribución de precios del alquiler de 2022 en la sección censal donde se localiza la vivienda.

76 El Consejo de Ministros aprobó el 26 de marzo de 2024 el texto para la reforma de la Ley Estatal de Suelo y Rehabilitación Urbana, para su tramitación en las Cortes Generales.

77 Esta cuantía sería el resultado de 123.000 nuevas viviendas en programas impulsados por el Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (MIVAU), 50.000 movilizadas por la Sareb y 11.000 del Fondo Social de Viviendas en alquiler. Las viviendas impulsadas por el MIVAU se movilizarían a través de una línea de préstamos ICO de 4 mm de euros, complementada con un aval público de hasta un 50 % del importe de los préstamos suscritos, para la construcción y rehabilitación de viviendas (43.000), la construcción de vivienda asequible sobre suelo público de la Entidad Pública Empresarial de Suelo (Sepes) (36.000), el uso de fondos europeos del PRTR para construir viviendas en alquiler social en edificios energéticamente eficientes (20.000), las ayudas a las CCAA del Plan Estatal de Vivienda (14.000) y los convenios con entidades locales (unas 10.000).

78 Los datos de calificaciones provisionales de nuevas viviendas protegidas durante este mismo período apuntan a 12.000 nuevas viviendas anuales, de las que en torno a un 40-45 % serían en régimen de alquiler.

- regulaciones que endurecen las condiciones para el desarrollo del alquiler turístico en determinadas áreas,
- mayores exigencias de reserva de suelo destinado a la vivienda protegida en las promociones residenciales,
- posibilidad de establecer gravámenes sobre las viviendas vacías,
- medidas para agilizar la concesión de licencias urbanísticas o para reducir el período de construcción de nuevas viviendas,
- concesiones de suelo público para el desarrollo de viviendas en alquiler social,
- controles en los niveles de los precios del alquiler
- y modificaciones regulatorias y normativas municipales que condicionan el volumen de suelo urbano edificable, el grado de edificabilidad residencial o el uso de los bienes inmuebles.

#### 6.2.2 Una valoración preliminar de las medidas adoptadas basada en la evidencia de la literatura económica

- **Medidas de protección a los inquilinos.** Las medidas adoptadas habrían mejorado las condiciones de los hogares con contratos vigentes y, de acuerdo con la literatura económica, contribuido a reducir la incertidumbre y la volatilidad de los precios en el mercado del alquiler<sup>79</sup>. No obstante, la literatura internacional también apunta a que algunas de estas actuaciones pueden generar efectos no deseados en el nivel y en la composición de la oferta de vivienda en alquiler, así como en los precios de los nuevos contratos<sup>80</sup>. En particular, como resultado de la mayor protección para los inquilinos más vulnerables, se eleva el riesgo de impago para los propietarios, lo que podría resultar en un incremento del precio del alquiler —por una mayor prima de riesgo— o en una reducción de la oferta de alquiler disponible para estos hogares vulnerables. Por ejemplo, esta oferta podría sustituirse en forma de alquileres de habitaciones o por períodos inferiores al año, modalidades en las que los inquilinos disponen de menor protección. Al mismo tiempo, en un contexto de aumento de los costes, tanto operativos como de construcción de vivienda, la extensión temporal de la vigencia de los contratos de alquiler y su combinación con

79 Fafilukis et al. (2023) presentan un análisis de las ganancias de bienestar generadas por políticas de accesibilidad que proporcionan un mayor aseguramiento a los hogares con menor renta que se enfrentan a la incertidumbre y a la volatilidad de los precios en un mercado del alquiler tensionado.

80 Algunos estudios señalan, además, que las actuaciones destinadas a proteger a los inquilinos con contratos vigentes podrían tener efectos adversos, también, sobre la movilidad de este colectivo (ante la pérdida de protección que supondría cambiar de residencia). Véanse, por ejemplo, Bingley y Walker (2001) o Jacob y Ludwig (2012).

actualizaciones de rentas anuales por debajo del IPC disminuyen los incentivos para aumentar la oferta de alquiler. Estos desincentivos serían mayores en el ámbito de las personas jurídicas, ya que los inquilinos de estas entidades han recibido una mayor protección. En particular, los contratos con personas jurídicas tienen una mayor duración y, en caso de impago, un mayor plazo de suspensión de lanzamientos de hogares en situación de vulnerabilidad. Finalmente, la extensión de los plazos de los contratos y las limitaciones en sus actualizaciones de rentas por debajo del IPC podrían provocar un aumento de los precios iniciales en el momento de la firma de los contratos con el objetivo de garantizar un determinado flujo de rentas a lo largo de la duración de estos.

- **Medidas de protección a los hogares hipotecados.** Las medidas desplegadas tienen lugar en un contexto de asignación prudente del crédito hipotecario durante la última década (véase epígrafe 4), acompañado de una evolución favorable del empleo y de la actividad económica en el período más reciente<sup>81</sup>. Estos determinantes explicarían el limitado alcance, hasta la fecha, de las medidas desplegadas en este ámbito y, en particular, el reducido número de hogares acogidos al CBP<sup>82</sup>.
- **Controles sobre los precios del alquiler.** La introducción de límites a los precios del alquiler se ha justificado por su efecto inmediato para reducir los problemas de sobresfuerzo de los hogares vulnerables, pero su anuncio y aplicación sostenida en el tiempo pueden generar nuevos problemas de accesibilidad a la vivienda<sup>83</sup>. Por un lado, las mejoras de accesibilidad se concentran principalmente entre los hogares con contratos vigentes, cuyo efecto sería transitorio, y en los posibles nuevos contratos que se realizaran bajo esas nuevas condiciones. Por otro lado, la literatura económica ha documentado a escala internacional la aparición de efectos adversos, que podrían ser especialmente relevantes en caso de que no se apliquen medidas estructurales que aumenten la oferta de vivienda. Entre los posibles efectos identificados a nivel empírico, cabe destacar los siguientes: una contracción de la oferta de vivienda de alquiler en las áreas reguladas, el desplazamiento del uso de las viviendas a otros mercados alternativos (por ejemplo, al alquiler de temporada o a la vivienda turística) y un descenso de la calidad de la vivienda por un menor mantenimiento<sup>84</sup>. La fijación de precios máximos en el mercado del alquiler podría, además, generar efectos distributivos regresivos y aumentos en el sobresfuerzo entre el segmento de hogares con menor renta. En particular, la fijación de un precio máximo podría reducir los alquileres de los inquilinos que se sitúan por encima del máximo regulatorio, pero incrementar los precios

81 La situación macroeconómica y las medidas adoptadas contribuyen a explicar la reducción en términos interanuales del número de ejecuciones hipotecarias (21,5 %) y de lanzamientos derivados de ejecuciones hipotecarias (38,2 %) en 2023. El número de lanzamientos en 2023 (5.260) es el más reducido de la última década y representa un 37 % de la cifra registrada en 2019 previa a la pandemia de COVID-19 (Consejo General del Poder Judicial, 2024).

82 Para más información sobre el diseño y el uso de esta medida, véase “Recuadro 1.2: Análisis del uso en 2023 de los Códigos de Buenas Prácticas en los Reales Decretos-leyes 6/2012 y 19/2022” (Banco de España, 2023).

83 Véase López-Rodríguez y Matea (2020) para una revisión de la literatura económica sobre los controles de precios del alquiler.

84 Para el caso de Estados Unidos, véanse, por ejemplo, Sims (2007), Autor, Palmer y Pathak (2014) y Diamond, McQuade y Qian (2019). Los estudios sobre la reciente experiencia en Alemania indican que los controles de precios del alquiler habrían incrementado los precios en las zonas no reguladas —Mense, Michelsen y Kholodilin (2023)— y que las reducciones de precios habrían tenido un impacto inferior en las zonas con menores niveles de renta —Breidenbach, Eilers y Fries (2022)—.

situados por debajo del nivel de referencia, segmento este último en el que se encuentran los hogares con menores ingresos<sup>85</sup>.

- **Apoyo fiscal a la demanda de vivienda.** Las AAPP han mantenido o introducido recientemente incentivos fiscales y transferencias de apoyo a la demanda de vivienda, tanto de alquiler como de compra. La aplicación de este tipo de políticas en un contexto de oferta rígida y de mercados tensionados podría contribuir a un incremento adicional de los precios de venta y alquiler. Estos efectos de equilibrio general —que se ilustran en el recuadro 4.2— implican que, eventualmente, algunas de estas políticas de demanda diseñadas para apoyar a los hogares vulnerables pueden acabar convirtiéndose, en buena medida, en una transferencia de recursos del sector público a los propietarios de vivienda<sup>86</sup>.
- **Avales para la compra de vivienda de los jóvenes.** Un conjunto de CCAA y, de manera más reciente, la administración central han introducido políticas de avales públicos con el objetivo de facilitar la compra de vivienda y descongestionar el mercado del alquiler. Este tipo de medidas pretenden mejorar el acceso al crédito hipotecario entre los hogares jóvenes con solvencia financiera que desean adquirir una vivienda pero que no disponen del ahorro necesario para cubrir los gastos iniciales. Este tipo de políticas tienen dos condicionantes que pueden limitar su efectividad (véase recuadro 4.2). En primer lugar, como ya se ha mencionado en el párrafo anterior, en un mercado con oferta rígida, estas políticas de apoyo a la demanda de vivienda en propiedad suelen generar un aumento de los precios de compraventa<sup>87</sup>. En segundo lugar, la evidencia sobre las distribuciones de renta, activos brutos y localización de los hogares jóvenes españoles indica que el colectivo que potencialmente podría verse beneficiado por este tipo de medidas en las áreas tensionadas es modesto. Este hecho se explica, por una parte, por la elevada correlación entre la renta y la riqueza bruta, que hace que los hogares que ven restringido su acceso al crédito por no disponer de un ahorro suficiente tampoco cuenten, en la mayoría de los casos, con la renta requerida por los bancos para conceder la hipoteca. Adicionalmente, el mayor apalancamiento que supone adquirir una vivienda sin ahorro previo implica una cuota hipotecaria más alta, especialmente en el contexto actual de tipos de interés hipotecarios elevados. De ese modo, una parte significativa de los potenciales solicitantes de este programa de avales tendría dificultades para lograr que su petición de préstamo fuera aceptada por los bancos, dado que la ratio entre la cuota y la renta supera los umbrales prudentes. Este tipo de programas tendría,

85 Los estudios disponibles sobre los efectos de este tipo de controles de rentas aplicados en Cataluña durante la pandemia —entre 2020 y 2021— indican que, si bien esta política reduce en promedio los precios del alquiler, en el corto plazo la oferta se mantiene rígida (Jofre-Monseny, Martínez-Mazza y Segú, 2023) o se reduce debido a su disminución entre los inmuebles con precios superiores a los de referencia (Monrás y García-Montalvo, 2022). Este último trabajo documenta, además, un aumento de los alquileres de los inmuebles con menores precios del alquiler, como resultado de la regulación.

86 Entre los estudios que documentan un aumento de los precios del alquiler por la traslación a los precios que supone la aplicación de estas políticas, véanse, por ejemplo, Susin (2002) para Estados Unidos, Gibbons y Manning (2006) para Reino Unido, y Laferrère y Blanc (2004) y Fack (2006) para Francia.

87 Carozzi et al. (2024) examinan los programas públicos de ayuda a la compra (*Help to Buy*) en Reino Unido en forma de préstamos públicos del 20% para la compra de vivienda (40% en Londres y su área metropolitana). Los resultados indican que este programa ocasionó un aumento de los precios de compraventa de vivienda en el área urbana de Londres, no incrementó la oferta de vivienda y no redujo los problemas de accesibilidad, a la vez que aumentaron las ganancias de los promotores.

potencialmente, un mayor alcance en las zonas con menores precios de la vivienda, situadas fuera de las grandes áreas urbanas.

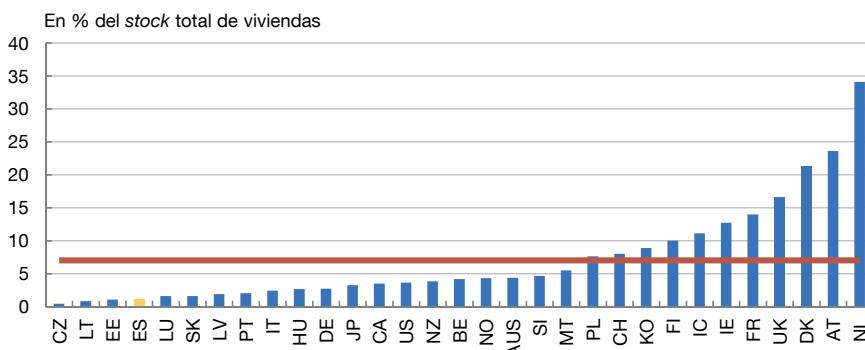
### 6.2.3 Posibles actuaciones futuras

- **Evaluar los efectos de las políticas ya desplegadas.** Como ya se ha destacado, las distintas AAPP con competencias en materia de vivienda han adoptado, en el período más reciente, un amplio conjunto de medidas para tratar de mitigar los problemas de acceso a la vivienda, tanto en el mercado de compraventa como en el del alquiler. En este contexto, al margen de desplegar nuevas iniciativas, sería particularmente relevante profundizar en el análisis y en la evaluación de los efectos que las actuaciones ya implementadas estarían teniendo sobre el mercado de la vivienda. Este proceso implicaría mejorar las fuentes estadísticas sobre precios inmobiliarios y el uso compartido de datos y análisis entre las distintas AAPP, así como proporcionar a los investigadores especializados un mayor acceso a los microdatos inmobiliarios.
- **Avanzar en la coordinación entre las distintas AAPP.** Las competencias que afectan al funcionamiento del mercado de la vivienda en nuestro país se encuentran altamente descentralizadas. Así, por ejemplo, las CCAA tienen la competencia en materia de ordenación del territorio, urbanismo y vivienda. Por su parte, los ayuntamientos tienen competencias en ordenación, gestión, ejecución y disciplina urbanística, así como en la promoción y gestión de viviendas. Por último, la administración central dispone de competencias para desarrollar la normativa básica en materia de suelo y vivienda. En este marco competencial, para que la política de vivienda sea efectiva es necesario alcanzar una elevada coordinación de objetivos y medidas entre las distintas AAPP involucradas. La coordinación entre las AAPP es particularmente necesaria, ya que el diseño efectivo de las políticas debiera considerar un ámbito metropolitano de actuación, así como integrar las políticas de vivienda con las de equilibrio territorial.
- **Impulsar la oferta de alquiler social.** El parque público de vivienda en alquiler social en España es muy reducido en comparación con el que presentan otras economías de nuestro entorno (véanse epígrafe 2.2 y gráfico 4.28). En ese contexto, como se ha expuesto anteriormente, las AAPP españolas han anunciado objetivos y medidas para incrementar dicho stock, como el PVAA. Si bien, con carácter general, estas medidas son bienvenidas, es importante tener en cuenta la magnitud cuantitativa de este desafío. En este sentido, dado el punto de partida actual del stock de vivienda social (1,5 % de las viviendas principales), converger a los niveles del parque público promedio de las economías avanzadas o de la UE-27 supondría realizar un esfuerzo extraordinario, que se estimaría en la provisión de en torno a 1,5 millones de nuevas viviendas en alquiler social. Un plan a 10 años con el objetivo de disponer de este parque de viviendas supondría incrementar en más de un 150 % la producción anual media de viviendas en España registrada en los últimos años.
- **Fomentar la colaboración público-privada para la promoción del alquiler.** Dada la magnitud del reto descrito en el párrafo anterior y el espacio fiscal —relativamente

Gráfico 4.28

## España destaca entre las economías avanzadas por la escasa disponibilidad de vivienda de alquiler social

## 4.28.a El parque de vivienda de alquiler social en las economías avanzadas (a) (b) (c)



FUENTE: OCDE (2024).

a Los datos corresponden a 2020 o al último año con información disponible [véase, para mayor detalle, OCDE (2024)]. La línea horizontal representa el promedio para las economías de la OCDE.

b En el caso de España, el parque de vivienda de titularidad pública se situaría en torno a las 290.000 viviendas, en las que residirían un 1,6 % de los hogares.

c AT: Austria, AUS: Australia, BE: Bélgica, CA: Canadá, CH: Chile, CZ: República Checa, DE: Alemania, DK: Dinamarca, EE: Estonia, ES: España, FI: Finlandia, FR: Francia, HU: Hungría, IE: Irlanda, IT: Italia, JP: Japón, KO: Corea, LT: Lituania, LU: Luxemburgo, LV: Letonia, MT: Malta, NL: Países Bajos, NO: Noruega, NZ: Nueva Zelanda, PL: Polonia, PT: Portugal, SI: Eslovenia, SK: Eslovaquia, UK: Reino Unido.



reducido— del que disponen las AAPP, la recomposición de las prioridades de gasto público y la colaboración con el sector privado son las únicas alternativas que permitirían aumentar de manera apreciable el stock de vivienda en alquiler a precios asequibles<sup>88</sup>. En ese contexto, el sector público puede profundizar en las medidas ya aprobadas de apoyo al sector privado, como la cesión de suelo público, la concesión de avales para la promoción de vivienda en alquiler y las ayudas a la financiación para el desarrollo de viviendas en alquiler social o a precios asequibles. Asimismo, una actualización de los precios de los módulos del alquiler, que permitiera absorber parte del incremento de los costes de construcción y de financiación, también contribuiría al desarrollo de este tipo de actividades. No obstante, los reducidos ingresos de los hogares vulnerables con problemas de acceso a la vivienda podrían incluso impedirles satisfacer las rentas del alquiler a precios inferiores a los de mercado. En ese caso, las AAPP podrían diseñar programas de rentas garantizadas o de ayudas directas con el objetivo de complementar los pagos de los inquilinos y con ello garantizar el acceso a la vivienda para los hogares más vulnerables.

- **Promover la profesionalización del mercado del alquiler.** El sector privado institucional puede jugar un papel importante en el incremento de la oferta de vivienda en alquiler. No obstante, como se ha ilustrado en los epígrafes 2 y 3, el mercado del alquiler residencial en España se caracteriza por la amplia presencia de particulares no profesionalizados. Este tipo de agentes no pueden aprovechar las economías de escala y la diversificación del riesgo asociadas a una

88 Véanse Trilla (2024) y García-Montalvo, Raya y Sala Roca (2024) para una discusión sobre posibles esquemas de colaboración público-privada destinados a mejorar la eficiencia de la política de vivienda y, en particular, el aumento del alquiler social a precios asequibles.

mayor dimensión de la cartera de viviendas gestionadas. Este hecho se traduciría en mayores costes y, por lo tanto, en unos mayores precios del alquiler. En este sentido, aquellas medidas que permitan aumentar la participación de los agentes profesionales serían positivas para incrementar la oferta y, de ese modo, reducir la dinámica alcista de los precios del alquiler. Entre estas posibles actuaciones, destacan eliminar el actual tratamiento diferencial en todo tipo de regulaciones y normativa contractual de las personas jurídicas y los denominados «grandes tenedores»<sup>89</sup> en relación con la situación de los particulares que no entran en esta última categoría, así como homogenizar el tratamiento fiscal de estos agentes con respecto a los existentes en el ámbito europeo, donde este sector profesionalizado tiene una mayor relevancia. En particular, sería deseable vincular la existencia de beneficios fiscales sobre la renta de los propietarios al arrendamiento en forma de alquiler social o a precios asequibles.

- **Reforzar la seguridad jurídica y la certidumbre regulatoria.** La política de vivienda articulada por las diferentes AAPP debe proporcionar certidumbre regulatoria para que los agentes tomen sus decisiones conociendo los riesgos que asumen. En particular, deben evitarse modificaciones periódicas de las normativas que afecten a las principales condiciones de los contratos de alquiler vigentes o sucesivos cambios en los requisitos urbanísticos a escala local para la construcción de viviendas. De manera complementaria, ante la menor capacidad de los particulares que alquilan viviendas para gestionar los riesgos asociados a esta actividad —en comparación con la que tienen los agentes profesionales—, podría ser conveniente incentivar, en el marco de la colaboración público-privada, un mayor desarrollo del mercado de seguros del alquiler de vivienda que ampliara su limitado alcance actual. Esta medida podría complementarse, además, con una agilización de los procedimientos administrativos y judiciales en caso de impago, así como un incremento de las compensaciones a los propietarios con inquilinos vulnerables que no pueden satisfacer las rentas del alquiler y a los que el sector público no ha podido ofrecer una alternativa habitacional.
- **Mejorar la gestión de los procesos administrativos relacionados con las políticas de suelo y urbanismo.** El tiempo necesario para el desarrollo de nuevo suelo finalista y para la construcción de viviendas está limitando la producción de nuevas viviendas. Si bien se están adoptando nuevas medidas para mejorar la situación en este ámbito, las distintas AAPP deberían analizar si es posible profundizar en la simplificación y agilización de la gestión administrativa de estos procesos y aumentar la coordinación entre ellas para reducir los dilatados plazos de ejecución actuales. Asimismo, ante la escasez de viviendas en las grandes áreas urbanas, podría contemplarse la posibilidad de ajustar los usos de los bienes inmuebles y del suelo para que fueran destinados en una mayor proporción al uso residencial. La toma de estas decisiones en un ámbito metropolitano, superior al municipal, podría generar ganancias de eficiencia en los municipios con mercados residenciales tensionados.
- **Impulsar la rehabilitación y cesión de viviendas.** El actual déficit de vivienda, combinado con los elevados costes de construcción y el tiempo necesario para la producción de

<sup>89</sup> La mayor capacidad económica asociada a la acumulación de activos inmobiliarios pudiera ser objeto de un mayor gravamen a través del sistema tributario. Asimismo, si hubiera riesgo de posibles situaciones de poder de mercado al impulsar la actividad de estos agentes profesionales, estas podrían abordarse a través de la política de competencia.

nuevas viviendas, requiere maximizar la movilización del parque disponible de vivienda ya construida para su uso residencial. En este ámbito, es necesario acelerar la absorción de los fondos NGEU de manera que las ratios de rehabilitación de vivienda se sitúen en línea con lo observado en las principales economías de la UE (véase epígrafe 3). Al mismo tiempo, sería deseable valorar la idoneidad de establecer distintos mecanismos e incentivos para la cesión de viviendas vacías o de uso esporádico al sector público, de forma que puedan ser destinadas al alquiler social.

- **Revisar la tributación de la vivienda.** El sistema tributario español presenta, en relación con las economías de la UE-27, un mayor peso de la tributación sobre los activos inmobiliarios y, en particular, sobre la vivienda. Esta mayor tributación sobre la vivienda se refleja, por ejemplo, en los ingresos derivados de la tributación sobre la propiedad, que en España representaban el 2,8 % del PIB en 2022, frente al 1,4 % del PIB alcanzado en el promedio de las economías de la UE-27 o el 1,6 % del PIB en el promedio de la UEM<sup>90</sup>. Adicionalmente, la composición de la cesta tributaria vinculada al mercado inmobiliario presenta un mayor sesgo hacia los gravámenes sobre la producción y la adquisición de vivienda, y un menor peso relativo de la tributación sobre la propiedad recurrente de inmuebles (un 40 % en España, frente a ratios de en torno al 50 % en el promedio de la UE-27), a pesar del mayor stock de vivienda por habitante en España. En este sentido, el incremento de la tributación sobre la propiedad recurrente de inmuebles (por ejemplo, el IBI), además de aumentar la eficiencia del sistema tributario<sup>91</sup>, podría mejorar el acceso a la vivienda (véase recuadro 4.2). Este incremento impositivo debería compensarse con una reducción del resto de impuestos sobre la adquisición o la producción de viviendas para evitar un exceso de tributación sobre este activo. No obstante, las propuestas que supongan una reducción de los impuestos vinculados a la producción y adquisición de viviendas deberían plantearse cuando se reduzcan los desajustes entre oferta y demanda en el mercado residencial (véase recuadro 4.2). En caso contrario, una parte significativa de la reducción de impuestos se trasladaría en forma de un aumento del precio final de la vivienda, transfiriendo los recursos públicos a los promotores y a los propietarios de vivienda en venta.
- **Considerar y condicionar la aplicación de medidas restrictivas sobre las viviendas para uso no residencial a una evaluación global que tenga en cuenta tanto sus posibles efectos sobre la accesibilidad a la vivienda residencial como sobre la actividad económica.** El incremento de la demanda de vivienda de no residentes y el auge del alquiler vacacional y de temporada están reduciendo las viviendas de uso residencial en determinadas áreas (véase epígrafe 3). Este es un fenómeno amplio a escala internacional, con especial relevancia en las grandes metrópolis globales y en las áreas turísticas. Como

90 Véase López-Rodríguez y García Ciria (2018) para una descripción más detallada de la composición de los ingresos del sistema tributario español en el contexto de la UE-27, y Comité de Personas Expertas (2022) para una discusión del elevado gravamen sobre bienes inmuebles en España en relación con la tributación de este tipo de activos en las economías avanzadas.

91 Véase Mirrlees et al. (2010) para un análisis sobre imposición óptima y eficiencia en el diseño del sistema tributario, y Best y Kleven (2018) para una discusión del conjunto de distorsiones creadas por unos elevados gravámenes a la transmisión de vivienda.

resultado de este proceso, en diversos países se han introducido limitaciones, recargos tributarios o eliminación de beneficios fiscales vinculados a las compras de vivienda por parte de extranjeros, o bien regulaciones que limitan el alquiler vacacional<sup>92</sup>. En la misma línea, distintas ciudades y CCAA españolas han endurecido las condiciones para el desarrollo del alquiler turístico como actividad económica, si bien existen serias dificultades para garantizar un cumplimiento efectivo de este tipo de normativas<sup>93</sup>. Estas medidas se han justificado por la contribución de estas actividades al alza de los precios en un contexto de escasez de vivienda y problemas de accesibilidad a la misma (véase epígrafe 3), así como por las externalidades negativas que el alquiler vacacional podría generar entre los residentes. En sentido opuesto, el alquiler turístico se ha justificado por su posible contribución a la actividad económica y al empleo, en aquellos casos en los que la demanda vacacional no pudiera ser absorbida por el sector profesionalizado (hoteles). En dicho contexto, la aplicación de medidas restrictivas en este ámbito debería considerar un análisis coste-beneficio, que tenga en cuenta no solo el impacto sobre la situación en el mercado de la vivienda sino también los efectos sobre la actividad económica.

- **Impulsar las políticas estructurales.** Una parte muy relevante de los problemas de acceso a la vivienda está vinculada a los reducidos salarios de los hogares de menor renta y, en particular, a las condiciones laborales y el desempleo de los jóvenes. Este hecho es, en parte, resultado del déficit de productividad de la economía, de una composición sectorial con un reducido peso relativo de las actividades de elevado valor añadido y de las limitaciones en la formación continua y el capital humano de los trabajadores. El impulso de políticas estructurales que corrijan estos déficits contribuirían a mejorar la situación financiera y la renta relativa de los hogares con menores ingresos, lo que debería facilitar su acceso a la vivienda. No obstante, esta mejora del poder adquisitivo de los hogares con menor renta debiera ir acompañada de un aumento del parque de viviendas principales. En caso contrario, la mejora de la capacidad adquisitiva de la demanda en un contexto de insuficiencia de la oferta se trasladaría, en parte, a un incremento de los precios inmobiliarios (véase recuadro 4.2).
- **Mejorar el transporte público en las áreas metropolitanas.** La actual escasez de vivienda requiere tanto movilizar la vivienda existente para uso residencial como construir nuevos inmuebles. La disponibilidad de suelo potencialmente urbanizable en las áreas urbanas tiende a incrementarse en la periferia y crece a medida que aumenta la distancia al centro. La existencia de una red de transporte público metropolitano, combinada con un transporte urbano adecuado, permite incrementar el tamaño potencial de las áreas urbanas, aumentar los beneficios de las economías de aglomeración y reducir las

92 Por ejemplo, las restricciones a la compra de vivienda aprobadas en Canadá o Nueva Zelanda, los recargos fiscales en Australia o el endurecimiento de criterios para disponer de beneficios fiscales vinculados a la residencia planteado en Portugal. El alquiler turístico se encuentra sujeto a limitaciones y restricciones crecientes en ciudades como Nueva York, Florencia, Berlín, Ámsterdam, San Francisco, Londres o París.

93 Por ejemplo, las limitaciones en ciudades como Palma de Mallorca, Madrid y Barcelona, así como las restricciones en Málaga, Valencia, San Sebastián, Cádiz o Santiago de Compostela. Las CCAA también han regulado esta actividad y algunas de ellas, como Andalucía, la Comunidad de Madrid o Cataluña, han endurecido progresivamente los requisitos.

presiones sobre los precios inmobiliarios (véase epígrafe 3). La progresiva acumulación de la población en las grandes áreas urbanas españolas, y los costes generados en términos de congestión (véase epígrafe 3), requieren incrementar la inversión en transporte público, urbano e interurbano<sup>94</sup>.

---

94 Véase Monte, Redding y Rossi-Hansberg (2018) para un análisis de las ganancias de bienestar asociadas a una reducción de los costes de desplazamiento (*commuting costs*) a través de una mejor asignación de los trabajadores en localizaciones más productivas distintas de su lugar de residencia, donde estos tienen menores restricciones a la disponibilidad de vivienda.

## Bibliografía

- Adams, Brian, Lara Loewenstein, Hugh Montag y Randal J. Verbrugge. (2022). "Disentangling rent index differences: data, methods, and scope". Working paper, 22-38, Federal Reserve Bank of Cleveland. <https://doi.org/10.26509/frbc-wp-202238>
- 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>
- Arellano, Manuel, Stéphane Bonhomme, Micol De Vera, Laura Hospido y Siqi Wei. (2022). "Income risk inequality: Evidence from Spanish administrative records". *Quantitative Economics*, 13(4), pp. 1747-1801. <https://doi.org/10.3982/QE1887>
- 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>
- Banco Central Europeo. (2023). "Household finance and consumption survey: results from the 2021 wave". ECB Statistics Paper Series, 46, Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpssps/ecb.sps46~3563bc9f03.en.pdf?0a1159f78d18c469a8cd9348bada56b9>
- Banco de España. (2021). "Capítulo 4. La distribución espacial de la población en España y sus implicaciones económicas". En Banco de España, *Informe Anual 2020*, pp. 271-318. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/16628>
- Banco de España. (2023). "Recuadro 1.2. Análisis del uso en 2023 de los códigos de buenas prácticas en los reales decretos-leyes 6/2012 y 19/2022". En Banco de España, *Informe de Estabilidad Financiera. Otoño 2023*, pp. 71-75. <https://doi.org/10.53479/33559>
- Banco de España. (2024). *Informe de la Situación Financiera de los Hogares y las Empresas. Segundo semestre 2023*. <https://doi.org/10.53479/35992>
- Banquet, Alexandre, Paul Delbouve, Michiel Daams y Paolo Veneri. (2022). "Monitoring land use in cities using satellite imagery and deep learning". OECD Regional Development Papers, 28, OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/dc8e85d5-en>
- Barceló, Cristina, y Ernesto Villanueva. (2018). "The risk of job loss, household formation and housing demand: evidence from differences in severance payments". Documentos de Trabajo, 1849, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8852>
- Basel Committee on Banking Supervision. (2022). *Evaluation of the impact and efficacy of the Basel III reforms*. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d544.pdf#page9>
- Best, Michael Carlos, y Henrik Jacobsen Kleven. (2018). "Housing market responses to transaction taxes: evidence from notches and stimulus in the U.K.". *The Review of Economic Studies*, 85(1), pp. 157-193. <https://doi.org/10.1093/restud/rdx032>
- 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>
- Castro, Christian Eduardo, Ángel Estrada García y Jorge Martínez Pagés. (2016). "The countercyclical capital buffer in Spain: an analysis of key guiding indicators". Documentos de Trabajo, 1601, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/7216>
- Causa, Orsetta, y Jacob Pichermann. (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)

- 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>
- Comisión Europea, Eurostat. (2019). *Methodological manual on territorial typologies – 2018 edition*. Publications Office. <https://doi.org/10.2785/930137>
- Comisión Europea, Eurostat. (2023a). "Household composition statistics". *Eurostat Statistics Explained*. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Household\\_composition\\_statistics](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Household_composition_statistics)
- Comisión Europea, Eurostat. (2023b). "EU statistics on income and living conditions". <https://ec.europa.eu/eurostat/web/microdata/european-union-statistics-on-income-and-living-conditions>
- Comité de Personas Expertas. (2022). *Libro Blanco sobre la Reforma Tributaria*. Instituto de Estudios Fiscales, Ministerio de Hacienda y Función Pública. [https://www.ief.es/docs/investigacion/comiteexpertos/LibroBlancoReformaTributaria\\_2022.pdf](https://www.ief.es/docs/investigacion/comiteexpertos/LibroBlancoReformaTributaria_2022.pdf)
- Consejo General del Poder Judicial. (2024). *Efecto de la Crisis en los órganos judiciales*. <https://www.poderjudicial.es/cgj/es/Temas/Estadistica-Judicial/Estudios-e-Informes/Efecto-de-la-Crisis-en-los-organos-judiciales/>
- 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, 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>
- 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 Mabille 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>
- Forte-Campos, Víctor, Enrique Moral Benito y Javier Quintana. (2021). "Un índice del coste de la vida en las ciudades españolas". *Boletín Económico - Banco de España*, 3/2021. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/17291>
- Galán Camacho, Jorge E., y Matías Lamas. (2019). "Beyond the LTV ratio: new macroprudential lessons from Spain". Documentos de Trabajo, 1931, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/9810>
- Ganics, Gergely, y María Rodríguez-Moreno. (2023). "A house price-at-risk model to monitor the downside risk for the Spanish housing market". Documentos de Trabajo, 2244, Banco de España. <https://doi.org/10.53479/29472>
- 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-Montalvo, José, Josep Maria Raya y Carles Sala Roca. (2024). "La colaboración público-privada y su relevancia cuantitativa en la mejora de la eficiencia del gasto público en el sector de la vivienda". *Revista del IEE*, 1, pp. 55-68. <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/Revista-del-IEE-N.º-1-2024.-La-colaboracion-publico-privada-y-el-reto-de-la-vivienda.pdf>
- 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>
- 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>
- Instituto Nacional de Estadística. (2023a). Censo de Población y Viviendas 2021. [https://www.ine.es/prensa/censo\\_2021\\_jun.pdf](https://www.ine.es/prensa/censo_2021_jun.pdf)
- Instituto Nacional de Estadística. (2023b). *Estadística continua de población*. [https://www.ine.es/CDINEbase/consultar.do?mes=&operacion=Estad%EDstica+continua+de+poblaci%F3n&id\\_oper=lr](https://www.ine.es/CDINEbase/consultar.do?mes=&operacion=Estad%EDstica+continua+de+poblaci%F3n&id_oper=lr)
- Instituto Nacional de Estadística. (2024a). Encuesta de Condiciones de Vida. <https://www.ine.es/dyngs/Prensa/ECV2023.htm>
- Instituto Nacional de Estadística. (2024b). Estadística Continua de Población. <https://www.ine.es/dyngs/Prensa/ECP4T23.htm#:~:text=La%20poblaci%C3%B3n%20residente%20en%20Espa%C3%A1a,estimado%20fue%20de%20507.548%20personas>

- 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>
- Junta Europea de Riesgo Sistémico. (2024). "Follow-up report on vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries". ESRB Reports, Junta Europea de Riesgo Sistémico. <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/esrb.report.vulnerabilitiesresidentialrealestatesectors202402~df77b00f9a.en.pdf>
- Khametshin, Dmitry, David López-Rodríguez y Luis Pérez. (2024). "El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: evolución reciente, desequilibrios y problemas de accesibilidad a la vivienda". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- 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>
- Lájer, Andrés, David López-Rodríguez y Lucio San Juan. (2024). "El mercado de la vivienda residencial en España en perspectiva: hechos estilizados y evolución reciente". Documentos Ocasionales, Banco de España. De próxima publicación.
- López-Rodríguez, David, y Cristina García Ciria. (2018). "Estructura impositiva de España en el contexto de la Unión Europea". Documentos Ocasionales, 1810, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/8778>
- López-Rodríguez, David, y María de los Llanos Matea Rosa. (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>
- Martínez Pagés, Jorge, y Luis Ángel Maza. (2003). "Análisis del precio de la vivienda en España". Documentos de Trabajo, 0307, Banco de España. <https://repositorio.bde.es/handle/123456789/6770>
- 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>
- Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana. (2024). *Sistema estatal de referencia del precio del alquiler de vivienda*. <https://www.mivau.gob.es/vivienda/alquila-bien-es-tu-derecho/serpavi>
- Mirrlees, James A. (dir.), Stuart Adam, Timothy Besley, Richard Blundell, Stephen Bond, Robert Chote, Malcolm Grammie, Paul Johnson, Gareth Myles y James Poterba (eds.). (2010). *Tax by design: the Mirrlees review*. Oxford University Press. <https://www.jstor.org/stable/24440228>
- 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>
- Observatori Metropolità de l'Habitatge de Barcelona. (2023). "L'Oferta de lloguer de temporada de Barcelona. Informe preliminar". [https://ohb.cat/wp-content/uploads/2024/03/O23023\\_LAB\\_Lloguer-Temporada-1.pdf](https://ohb.cat/wp-content/uploads/2024/03/O23023_LAB_Lloguer-Temporada-1.pdf)
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2024). *Affordable housing database*. Recuperado el 4 de abril de 2024. <https://www.oecd.org/housing/data/affordable-housing-database/>
- Paciorek, Andrew, y Todd Sinai. (2012). "Does home owning smooth the variability of future housing consumption?". *Journal of Urban Economics*, 71(2), pp. 244-257. <https://doi.org/10.1016/j.jue.2011.11.001>
- San Juan del Peso, 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)

Trilla Bellart, Carme. (2024). "La colaboración público-privada y su magnitud cuantitativa para el aumento de la eficiencia del gasto público en el sector de la vivienda en España". *Revista del IEE*, 1, pp. 78-87. <https://www.ieemadrid.es/wp-content/uploads/Revista-del-IEE-N.o-1-2024.-La-colaboracion-publico-privada-y-el-reto-de-la-vivienda.pdf>

Zillow. (2024). Zillow Observed Rent Index. <https://www.zillow.com/research/data/>

## Recuadro 4.1

**EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA**

El sector inmobiliario comercial agrupa las actividades relacionadas con la adquisición, construcción, promoción y gestión de inmuebles destinados al desarrollo de actividades económicas<sup>1</sup>. El desempeño de este sector es relevante por sus potenciales implicaciones sobre el conjunto de la economía y el sistema financiero. En primer lugar, los inmuebles comerciales son un factor de producción necesario para que desarrollen sus actividades las empresas de otros sectores, de modo que estas pueden verse afectadas por la valoración y disponibilidad de estos activos. En segundo lugar, el volumen de negocio de este sector y los precios de los activos tienden a presentar oscilaciones elevadas a lo largo de los ciclos económicos, en mayor medida que en el caso del mercado residencial. Esto se debe en parte a que la demanda de estos activos es muy sensible al ciclo económico. Además, en algunas ocasiones, se producen procesos de sobrevaloración de los activos que, cuando se corrigen, pueden tener efectos adversos sobre la evolución macroeconómica y la estabilidad financiera.

Actualmente, este sector presenta a nivel global ciertas vulnerabilidades vinculadas con factores tanto cílicos como estructurales. En relación con los primeros, el aumento reciente de los tipos de interés eleva la carga de la deuda de las empresas de este sector y dificulta su capacidad para refinanciarse y para acceder a nueva financiación. Aunque las empresas de otros sectores también se ven afectadas por estos mismos factores, las que desarrollan su actividad en el mercado inmobiliario comercial están, en promedio, más expuestas a los efectos del aumento de los tipos de interés, ya que presentan un mayor grado de apalancamiento.

En relación con los factores estructurales, el mayor uso del comercio electrónico y la extensión del teletrabajo, a raíz de la pandemia de COVID-19, han reducido la demanda de espacio para oficinas y ciertos locales

comerciales. Ello se traduce en una menor capacidad de generación de ingresos para las empresas que gestionan estos activos, así como en descensos de su valor<sup>2</sup>. La caída del precio de estos inmuebles comerciales genera potenciales pérdidas patrimoniales para sus propietarios, al tiempo que limita su capacidad para obtener nueva financiación, ya que estos activos se suelen utilizar como garantía de los préstamos. Por otro lado, los prestamistas ven reducida su capacidad para la recuperación de los importes prestados a través de la liquidación de estas garantías en caso de impago.

Otro factor estructural que impacta sobre el sector inmobiliario comercial son las políticas económicas relacionadas con el cambio climático —con unas normas de construcción más estrictas—. La aplicación de estas medidas supondrá aumentos en los costes de edificación y de mantenimiento de los inmuebles comerciales.

Dada la presencia de estas vulnerabilidades en el sector inmobiliario comercial, diversos organismos internacionales han mostrado recientemente su preocupación por las consecuencias que ello podría tener sobre la estabilidad financiera. Aunque en los países europeos la exposición agregada de los bancos al sector inmobiliario comercial es muy inferior a la del sector residencial, potenciales desarrollos negativos en este segmento podrían amplificar un escenario adverso y extenderse al resto del sistema financiero, como señala el Banco Central Europeo (BCE)<sup>3</sup>, y llegar a afectar negativamente al crecimiento económico, como sugiere el Fondo Monetario Internacional (FMI)<sup>4</sup>.

La Junta Europea de Riesgo Sistémico (JERS) adoptó a finales de 2022 una recomendación sobre vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial con el objetivo de mejorar su seguimiento y el de los riesgos asociados<sup>5</sup>. Esto se produjo en un contexto en el que, desde el fin de la crisis financiera global, los sectores inmobiliarios comerciales de distintos países europeos habían venido

1 Los inmuebles comerciales incluyen, entre otros, las oficinas, las naves industriales y los locales comerciales.

2 En cambio, se ha incrementado la demanda de naves industriales, destinadas a la actividad logística propia del comercio electrónico.

3 Véase Banco Central Europeo. (2023). *"Real estate markets in an environment of high financing costs"*. *Financial Stability Review*, November 2023, Special feature B, donde además se señala que en el cuarto trimestre de 2022 la exposición de las entidades bancarias del conjunto del área del euro al crédito hipotecario residencial suponía casi el 30% de los préstamos totales, mientras que el crédito inmobiliario comercial representaba el 10% del total.

4 Véase Fondo Monetario Internacional. (2021). *"Chapter 3: Commercial real estate. Financial stability risks during the Covid-19 crisis and beyond"*. *Global Financial Stability Report*, April 2021.

5 Véase Recomendación JERS/2022/09, sobre vulnerabilidades del sector inmobiliario comercial del Espacio Económico Europeo. La publicación de la recomendación se acompañó de un informe técnico de la JERS, *Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector*, de enero de 2023. El Banco de España ha adoptado formalmente esta recomendación y se encuentra actualmente trabajando en reforzar su marco de seguimiento de los riesgos del sector inmobiliario comercial (véase el recuadro 3.1 de la Memoria de Supervisión de 2023).

## Recuadro 4.1

## EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

mostrando un comportamiento muy expansivo. Este seguimiento continúa siendo relevante a pesar de que desde 2020 se ha moderado el crecimiento de la exposición bancaria a este sector de forma general, pero también de forma particular en algunos de los países europeos que presentaban más señales de vulnerabilidad, como Bélgica, Finlandia, Francia, Italia, Luxemburgo o Portugal. La ralentización de las dinámicas en este sector se ha visto potencialmente influida por el endurecimiento de la política monetaria, pero también, en algunos países, por el efecto de medidas macroprudenciales aplicadas al sector inmobiliario comercial (por ejemplo, en Noruega, Polonia y Rumanía) y sobre el residencial (como ejemplos, Bélgica, Finlandia y Países Bajos).

Más allá del contexto europeo, también se aprecian vulnerabilidades en este sector en otras economías de importancia sistémica mundial. Así, los precios de los inmuebles comerciales en Estados Unidos han experimentado una corrección muy marcada en el período reciente, y esto genera algunas dudas sobre su impacto en las entidades bancarias expuestas a este sector en esta geografía<sup>6</sup>. En el caso de China, la debilidad del sector inmobiliario afecta negativamente al tono del conjunto de la actividad económica<sup>7</sup> y existe cierta preocupación por sus interconexiones con intermediarios financieros no bancarios<sup>8</sup>.

En España, la exposición crediticia de las entidades bancarias al sector inmobiliario comercial es relativamente reducida<sup>9</sup>. Al final de 2023, el saldo del crédito concedido a este sector representaba un 4,4%<sup>10</sup> de la cartera total de préstamos (excluyendo los mantenidos para negociar)<sup>11</sup>, cifra que se sitúa por debajo de la media europea y que se ha mostrado estable en años recientes (véase gráfico 1).

Los precios de los activos inmobiliarios comerciales en España se han mantenido, en promedio, relativamente estables desde mediados de 2021. En los años anteriores

se observó una pauta descendente, de modo que a finales de 2023 estos precios se situaban alrededor de un 10% por debajo de los niveles de principios de 2014 (véase gráfico 2)<sup>12</sup>. Por su parte, los precios de los inmuebles comerciales situados en las zonas más dinámicas, conocidas como zonas *prime* por su denominación inglesa, han mostrado una mayor volatilidad, con una recuperación más intensa tras la pandemia, y también una caída más pronunciada desde que se inició la subida de los tipos de interés del BCE en 2022.

El número de transacciones de inmuebles comerciales creció a ritmos elevados desde 2021, conforme se eliminaban las restricciones sociales vinculadas a la contención de la pandemia de COVID-19, para estabilizarse en 2022 y 2023 en niveles algo superiores a los observados antes de la crisis sanitaria. Entre 2014 y 2019, el crecimiento de las transacciones fue notable y llegó a doblarse su número, aunque esta evolución no vino acompañada de un repunte de los precios.

En contraste con otros países europeos, no se han observado en España dinámicas fuertemente expansivas del crédito concedido al sector inmobiliario comercial. Así, el número de préstamos bancarios concedidos se mantuvo estable entre 2016 y 2020. Durante la crisis sanitaria se produjo una caída significativa, si bien dicho número se recuperó posteriormente, pero sin alcanzarse los niveles anteriores a la pandemia (véase gráfico 3).

Por último, es de interés examinar el papel de los inversores institucionales en este sector. En el caso de España, son especialmente relevantes las sociedades anónimas cotizadas de inversión inmobiliaria (SOCIMI), que tuvieron un crecimiento elevado antes del inicio de la pandemia de COVID-19. Estas compañías suelen adquirir viviendas y propiedades de uso comercial, como oficinas, centros comerciales y hoteles, con el objetivo de obtener una rentabilidad a través de su venta o alquiler.

6 Para una discusión de riesgos, véase, por ejemplo, "Commercial Real Estate: Where Are the Financial Risks?", *Economic Synopses*, 22, Federal Reserve Bank of St. Louis.

7 Véase, por ejemplo, "China's Real Estate Sector: Managing the Medium-Term Slowdown", del FMI, de febrero de 2024.

8 Véase el recuadro 1.1 del *Informe de Estabilidad Financiera* de otoño de 2023, "La desaceleración de la actividad del sector inmobiliario en China y sus potenciales canales de transmisión domésticos e internacionales".

9 *Vulnerabilities in the EEA commercial real estate sector*, de enero de 2023.

10 De acuerdo con información supervisora (datos individuales, negocios en España), a finales de 2023 el 13,5% del crédito al sector inmobiliario comercial iba destinado a la compra de inmuebles (incluidas viviendas) para su alquiler, lo que se conoce como *buy-to-let*.

11 La designación contable de «mantenidos para negociar» se aplica a activos originados o adquiridos con el objetivo de realizarlos en el corto plazo y obtener así una ganancia económica. Esta clasificación contable afecta de forma minoritaria a las operaciones de préstamo bancario.

12 El mercado inmobiliario comercial en España está fuertemente concentrado en la clase de activo de los locales comerciales, que representa cerca del 80% de las transacciones. Por el contrario, las oficinas representan menos del 5%. Las tendencias de evolución de los precios de ambas clases de activos son similares.

## Recuadro 4.1

## EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

A pesar de tener una escala relativamente reducida (en marzo de 2024, el valor bursátil de las principales SOCIMI cotizadas en España era inferior al 2 % del valor de mercado de todas las compañías del IBEX-35, frente al 32 % que suponían los bancos), el seguimiento de la actividad de las SOCIMI es relevante desde el punto de vista de la estabilidad financiera por varias razones. En primer lugar, el apetito inversor por el capital o la deuda emitida por estas empresas condicionan significativamente su capacidad de inversión en inmuebles, algo que contrasta con las empresas

inmobiliarias tradicionales, que dependen en mayor medida de la financiación bancaria. Por tanto, un deterioro del sentimiento inversor puede traducirse en presiones para generar liquidez y afectar negativamente a los precios del mercado inmobiliario comercial. Por otro lado, la cotización de las SOCIMI en los mercados bursátiles puede ser, de forma más general, una fuente útil de información de las perspectivas de los inversores sobre el mercado inmobiliario comercial. Además, las SOCIMI constituyen un vehículo financiero habitual por el que los inversores internacionales

Gráfico 1  
Peso relativo del saldo de crédito inmobiliario comercial sobre el total de crédito (a)

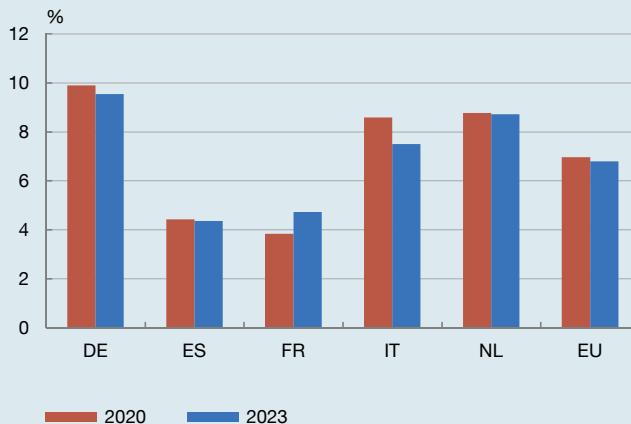


Gráfico 2  
Índice de precios hedónico inmobiliario comercial (b)

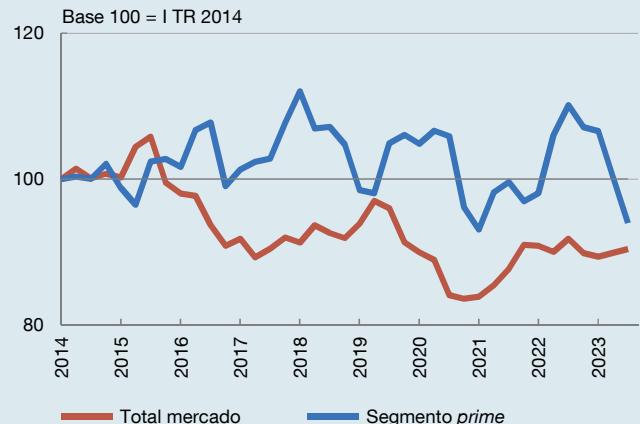
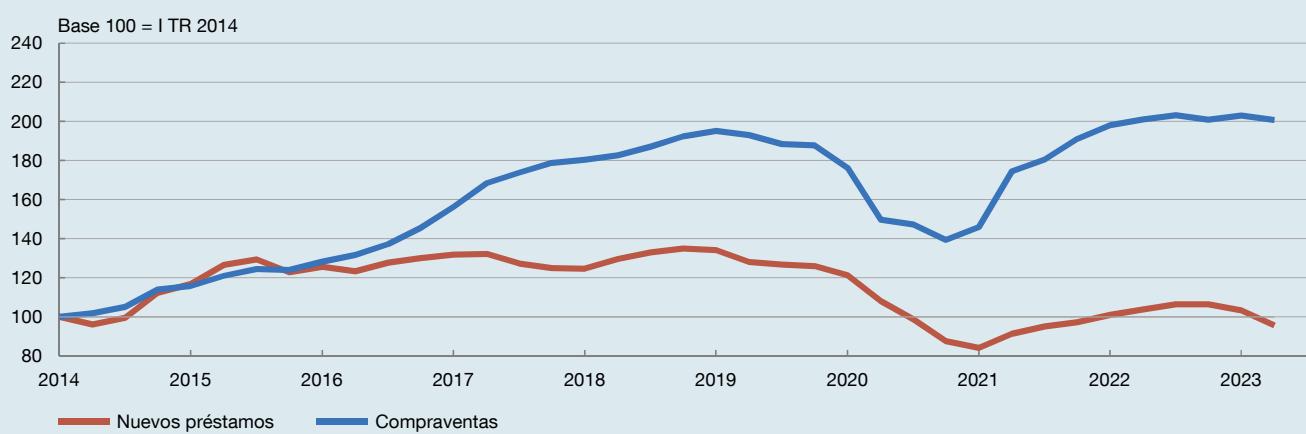


Grafico 3  
Compraventas y créditos nuevos sobre inmuebles comerciales (c)



FUENTES: Banco de España, Colegio de Registradores y EBA Risk Dashboard.

- a Las series muestran el total de exposiciones al sector inmobiliario comercial sobre el total de crédito por países. La información se ofrece a nivel consolidado.
- b Las series muestran la evolución del índice de precios hedónico para el mercado inmobiliario comercial en su conjunto y del índice de precios hedónico para el segmento prime de este mercado en base 100 = I TR de 2014.
- c Las series muestran la evolución de la media móvil de cuatro períodos del número de compraventas de inmuebles comerciales y del número de nuevos préstamos para inmuebles comerciales. Todas las series se muestran en forma de índice base 100 = I TR 2014.

## Recuadro 4.1

## EL MERCADO INMOBILIARIO COMERCIAL Y SUS IMPLICACIONES PARA LA ESTABILIDAD FINANCIERA (cont.)

adquieren exposición a edificios comerciales en España, algo que también puede suponer una vía por la que se transmitan perturbaciones globales al mercado inmobiliario comercial español.

La cotización de las SOCIMI domiciliadas en España ha presentado, durante los últimos años, una evolución muy similar a la de otras entidades equivalentes europeas. Concretamente, se observa una pauta descendente

desde la primavera de 2022, que recoge, en parte, los efectos del endurecimiento del tono de la política monetaria. En comparación con el resto de las empresas cotizadas, los precios de las acciones de estas sociedades han mostrado una evolución más desfavorable (véase gráfico 4). Así, con respecto a 2019, se observa un importante descenso de las valoraciones, que reflejaría, al menos en parte, el efecto de las transformaciones estructurales antes reseñadas.

Gráfico 4  
Cotización de las SOCIMI (a)



FUENTES: Datastream (Refinitiv) y Banco de España.

a Índices de SOCIMI a partir de una selección de compañías de este tipo que cotizan con cierta frecuencia en los mercados.

## Recuadro 4.2

## UN ANÁLISIS DE POLÍTICAS PÚBLICAS ALTERNATIVAS PARA REDUCIR LOS PROBLEMAS DE ACCESO A LA VIVIENDA

En el texto principal de este capítulo se ha documentado la existencia de problemas de acceso a la vivienda, tanto en el mercado de compraventa como en el de alquiler, concentrados en los colectivos con rentas más bajas y, en particular, en los jóvenes. Esta situación genera distintas implicaciones socioeconómicas adversas que justifican la intervención pública en el mercado de la vivienda. En este recuadro se utiliza una variante del modelo estructural desarrollado en Ferreira, Gálvez y Pidkuyko (2024)<sup>1</sup> con el objetivo de analizar los efectos de distintas alternativas de política económica cuya finalidad fuera la mejora de las condiciones de accesibilidad a la vivienda, en régimen tanto de alquiler como de compra.

El modelo utilizado asume que los hogares toman decisiones de consumo, endeudamiento y ahorro —en vivienda y en otros activos financieros más líquidos— en distintos momentos del ciclo vital. Entre estas decisiones de los hogares se encuentra la elección sobre el régimen de tenencia de su vivienda entre la residencia en alquiler o la compra de vivienda. La compra puede realizarse con financiación hipotecaria, sujeta a dos restricciones iniciales: una relación préstamo-valor (LTV, por sus siglas en inglés) máxima del 80 % y un pago máximo de la cuota hipotecaria sobre la renta neta (DSTI, por sus siglas en inglés) del 35 %<sup>2</sup>. La vivienda de alquiler está gestionada por empresas especializadas cuyos propietarios son hogares que ahorran en activos inmobiliarios. Estos arrendadores operan también en el mercado de la vivienda en propiedad, para ajustar su inventario de acuerdo a los movimientos de la demanda de corto plazo, y tienen un objetivo de beneficios a largo plazo. Para un stock agregado de vivienda que se asume constante (esto es, se considera una oferta de vivienda completamente inelástica en el corto plazo), esta estructura de mercado determina los precios por metro cuadrado que vacían ambos mercados endógenamente a partir de la demanda de vivienda que efectúan los hogares y las empresas.

El modelo se calibra para España utilizando información a nivel de hogares de la Encuesta Financiera de las Familias (EFF) de 2020 de forma tal que se repliquen distintos patrones observados en los datos a lo largo de la distribución conjunta de edad, ingreso y riqueza. En particular, como se observa en el gráfico 1, el modelo estimado replica con bastante precisión el régimen de tenencia de vivienda por parte de los hogares a lo largo del ciclo vital<sup>3</sup>.

En la situación inicial, sin nuevas políticas de vivienda, el modelo proporciona una dinámica de ciclo vital en la que un alto porcentaje de hogares jóvenes menores de 35 años, alrededor del 90 %, no han acumulado el suficiente ahorro para realizar el pago inicial del 30 % del valor de la vivienda (el 20 % de la garantía inicial y el 10 % de los gastos necesarios para adquirir una vivienda)<sup>4</sup> y, de ese modo, acceder a la financiación hipotecaria. Además, una proporción relevante de estos hogares, cerca de un 40 % del total, aún no disponen de suficientes ingresos para afrontar el pago de la cuota hipotecaria de forma segura, ya que su ratio DSTI se situaría por encima del 35 %. A medida que aumenta la edad de los hogares, una mayor proporción de ellos tienen acceso a una vivienda en propiedad, si así lo deciden. Por otro lado, los hogares que siguen siendo inquilinos, o los que han vuelto a ser inquilinos después de vender su vivienda, suelen estar restringidos por el límite de la ratio DSTI debido a sus bajos ingresos.

A partir de la situación inicial, la primera medida que se analiza es la *introducción de un aval público que cubriría el riesgo de hasta un 20 % del valor de la garantía de un préstamo hipotecario*<sup>5</sup>. Esta actuación podría, potencialmente, beneficiar a aquellos hogares inquilinos que quisieran acceder a la vivienda en propiedad y posean ahorros por encima del 10 % del precio de la vivienda (esto es, que pueden cubrir los gastos e impuestos iniciales), pero por debajo del 30 % del valor de esta. Sin embargo, el tamaño

1 Clodomiro Ferreira, Julio Gálvez y Myroslav Pidkuyko. (2024). "Housing Tenure, Consumption and Household Debt: Life-Cycle Dynamics during a Housing Bust". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.

2 Estos valores son consistentes con una política de concesión de crédito hipotecario prudente por parte de los bancos. Para más detalles sobre la evolución de los estándares hipotecarios en España durante la última década, véase el epígrafe 4 de este capítulo.

3 La divergencia entre los datos observados y la calibración del modelo que se observa para los hogares de más de 65 años es cuantitativamente pequeña y se explicaría, en parte, por posibles diferencias en los supuestos sobre las preferencias y los costes de transacción de este colectivo en relación con los del resto de los hogares.

4 Estos gastos son, principalmente, el IVA del 10 % para la adquisición de vivienda nueva y el impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados para las compras de vivienda usada. El tipo de este último gravamen varía entre comunidades autónomas, si bien en este ejercicio se considera un tipo del 10 % como caso general.

5 En los ejercicios de simulación presentados en este recuadro no se restringe el acceso a la política de avales públicos en función de las características de los hogares.

## Recuadro 4.2

## UN ANÁLISIS DE POLÍTICAS PÚBLICAS ALTERNATIVAS PARA REDUCIR LOS PROBLEMAS DE ACCESO A LA VIVIENDA (cont.)

de la cuota hipotecaria es una restricción fundamental que limita la efectividad de esta medida. En concreto, para una buena parte de los hogares cuya renta les permitiría hacer frente a una cuota hipotecaria de un préstamo que no supere el 80 % de la ratio LTV, la adquisición de una vivienda con un aval y una ratio de LTV del 100 % implica una cuota hipotecaria por encima

del 35 % de su renta. De ese modo, la efectividad de la medida es muy limitada. Como se ilustra en el gráfico 2, los precios en el nuevo equilibrio de largo plazo, tanto de alquiler como de compra, aumentan mínimamente (0,1 %) como consecuencia de la disponibilidad del aval. Estos pequeños cambios de los precios son, en buena medida, el resultado del escaso alcance que tiene esta política.

Gráfico 1  
Tenencia de vivienda en propiedad (a)

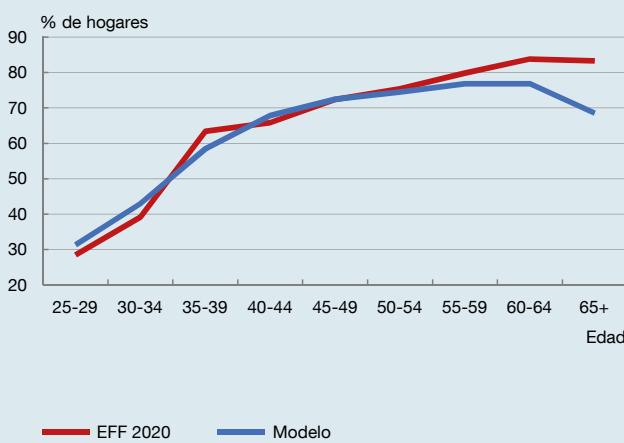
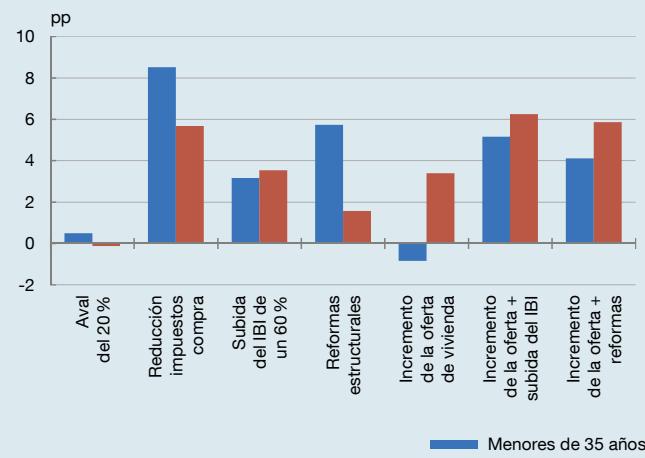


Gráfico 3  
Simulación de los cambios en la tenencia de vivienda en propiedad respecto a la situación inicial (b)



FUENTE: Banco de España.

- a Comparación entre la EFF 2020 y las simulaciones del modelo en Clodomiro Ferreira, Julio Gálvez y Myroslav Pidkuyko. (2024). "Housing Tenure, Consumption and Household Debt: Life-Cycle Dynamics during a Housing Bust". Documentos de Trabajo, Banco de España. De próxima publicación.
- b El escenario «Reducción de impuestos» considera la eliminación del 10 % que suponen los gravámenes y gastos asociados a la adquisición de una vivienda. El escenario «Reformas estructurales» considera los efectos de un conjunto de políticas cuyo resultado sea un incremento del 15 % de la renta relativa de los hogares menores de 35 años.
- c El «esfuerzo en vivienda» se define como la ratio que supone el gasto asociado al pago del alquiler o de la cuota hipotecaria en relación con la renta neta del hogar.

Gráfico 2  
Simulación de los cambios porcentuales en precios de compra y alquiler respecto a la situación inicial (b)

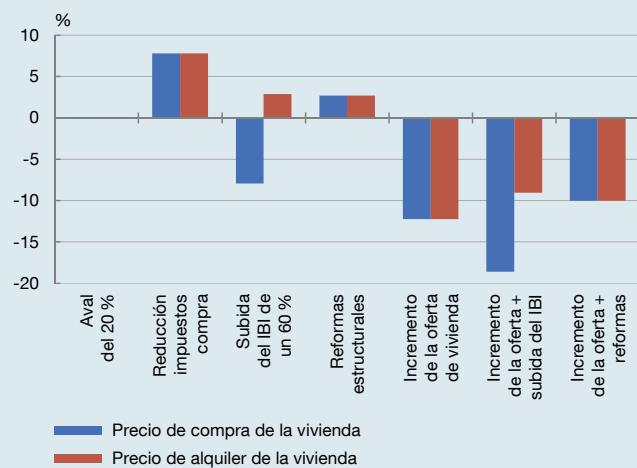
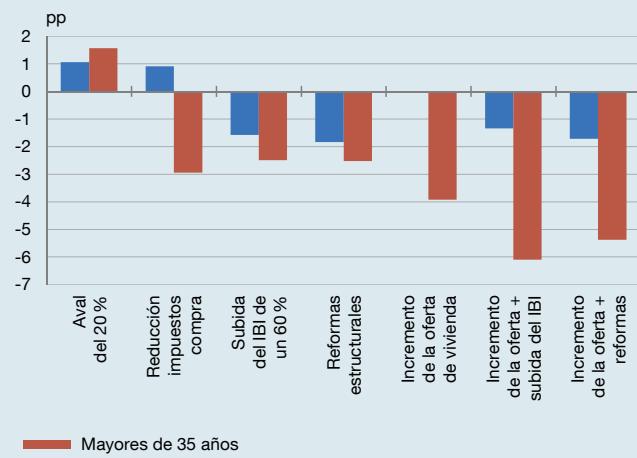


Gráfico 4  
Simulación del cambio en la proporción de hogares cuyo esfuerzo en vivienda supera el 40 % de su renta neta (b) (c)



## Recuadro 4.2

## UN ANÁLISIS DE POLÍTICAS PÚBLICAS ALTERNATIVAS PARA REDUCIR LOS PROBLEMAS DE ACCESO A LA VIVIENDA (cont.)

En concreto, el aval público daría lugar, en equilibrio, a un aumento de 0,5 puntos porcentuales (pp) de la proporción de hogares propietarios en la franja de edad hasta 35 años, mientras que en el caso de los propietarios mayores de 35 años no se producen cambios significativos en esta ratio (véase gráfico 3). En términos del impacto de esta medida sobre el esfuerzo asociado al gasto en vivienda –definida como la ratio entre el pago del alquiler o de la cuota hipotecaria y la renta neta del hogar–, los cambios son también de escasa cuantía. En particular, el aumento del esfuerzo es casi nulo para aquellos hogares que mantienen el mismo régimen de tenencia y características de la vivienda. No obstante, en equilibrio, los hogares que hacen uso del aval modifican sus decisiones de tenencia y de las características de su vivienda, de manera que estas decisiones conducen a un ligero incremento de su endeudamiento. Así, el aval público permite al reducido número de hogares beneficiados adquirir viviendas de mayor calidad (por ejemplo, de mayor tamaño), lo que aumenta entre 1 pp y 1,5 pp la proporción de hogares en una situación de sobresfuerzo asociado al gasto en vivienda (véase gráfico 4)<sup>6</sup>.

La segunda medida considerada es la *eliminación de los gastos y gravámenes impositivos asociados a la adquisición de la vivienda*. Esta medida suele presentarse con un objetivo similar al del aval hipotecario; esto es, mejorar la accesibilidad a la vivienda en propiedad. La eliminación de estos costes iniciales afecta directamente al gasto efectivo al que se enfrentan los hogares con intención de convertirse en propietarios. En el momento de la introducción de la medida, y antes de que se materialicen efectos de equilibrio general, el precio de compra por metro cuadrado después de impuestos se reduce en la misma proporción que el impuesto (10%). Esto podría relajar simultáneamente las dos restricciones a las que se enfrentan los potenciales compradores. Por un lado, disminuye en un 10% la liquidez necesaria para afrontar la compra. Por otro lado, la reducción del precio final de la vivienda después de impuestos implica una

disminución en la cuota hipotecaria potencial como proporción de la renta de los hogares. Estos dos efectos positivos sobre la accesibilidad a la vivienda en propiedad se ven reflejados, una vez que se consideran los efectos de equilibrio general, en un incremento de la proporción de hogares propietarios de en torno a 8,5 pp (5,7 pp) para los hogares menores (mayores) de 35 años, como se observa en el gráfico 3. No obstante, la rigidez de la oferta de vivienda ante un aumento de la demanda supone una subida de los precios de equilibrio, tanto de compra como de alquiler, de un 7,8% (véase gráfico 2)<sup>7</sup>. Este incremento de los precios inmobiliarios, que no viene acompañado de cambios en la renta de los hogares, tiene efectos adversos sobre el esfuerzo asociado al gasto en vivienda y, más en general, sobre la vulnerabilidad de los hogares jóvenes. En particular, esta medida implica que aquellos hogares que permanecen en régimen de alquiler tienen mayores dificultades para hacer frente al gasto en vivienda debido al ascenso de los precios en el mercado de alquiler. Estos efectos se concentran entre los hogares más jóvenes, con un aumento cercano a 1 pp de las situaciones de sobresfuerzo (véase gráfico 4). Al mismo tiempo, el aumento de los precios del alquiler supone una menor capacidad de ahorro de los hogares arrendatarios, hecho que les podría restringir el acceso a una vivienda en propiedad en el futuro. Por el contrario, el esfuerzo asociado a la compra de la vivienda disminuye debido al descenso de los precios después de impuestos, pero lo hace de modo moderado, ya que la caída de los impuestos se ve en gran medida contrarrestada por el aumento de los precios. De ese modo, la proporción de hogares mayores de 35 años en situación de sobresfuerzo se reduce en 3 pp. En todo caso, es importante destacar que esta medida tiene un elevado coste recaudatorio<sup>8</sup>.

La tercera medida considerada es un *incremento en la imposición sobre la propiedad recurrente [impuesto sobre bienes inmuebles (IBI)]*. En particular, se simula un incremento del IBI de un 60%<sup>9</sup>. A diferencia de las dos medidas anteriores, el incremento del IBI no tiene un

6 A lo largo del recuadro, se considera que los hogares realizan un sobresfuerzo cuando destinan más de un 40% de su renta neta a hacer frente a los pagos del alquiler o de la cuota hipotecaria.

7 El aumento de los precios del alquiler se produce porque en el modelo se asume una relación de equilibrio entre el precio de compra y el de alquiler. Esta relación implica que, en la práctica, los precios de ambos mercados se mueven en la misma cuantía, salvo que la medida considerada afecte de forma diferencial a los dos mercados. Por simplicidad, se asume que las empresas que operan en el mercado inmobiliario se ven afectadas de la misma manera que los hogares ante cambios impositivos sobre la adquisición de vivienda.

8 La eliminación de los gravámenes asociados a la compra de vivienda por parte de los hogares podría suponer, en función del volumen de transacciones inmobiliarias anuales, pérdidas recaudatorias que alcanzarían ratios de entre el 1% y el 1,5% del PIB.

9 Este valor sería equivalente al incremento recaudatorio necesario *ex ante* para que la composición de la cesta tributaria de España entre la tributación sobre la propiedad recurrente y la transmisión de la propiedad converger al promedio de la Unión Europea.

## Recuadro 4.2

## UN ANÁLISIS DE POLÍTICAS PÚBLICAS ALTERNATIVAS PARA REDUCIR LOS PROBLEMAS DE ACCESO A LA VIVIENDA (cont.)

impacto directo sobre las restricciones para obtener una hipoteca. Sin embargo, esta actuación supone un gasto inmediato mayor para los hogares propietarios y las empresas que gestionan viviendas de alquiler. De ese modo, los precios inmobiliarios se ajustan hasta alcanzar un nuevo equilibrio en los mercados de compra y alquiler. En concreto, estos cambios tributarios suponen un incremento del coste total de poseer una vivienda que puede dar lugar, para algunos hogares, bien a la compra de una vivienda de un menor tamaño, o bien a la elección del régimen de tenencia en alquiler. Este flujo de demanda hacia el mercado del alquiler, sumado al impacto sobre las decisiones de precios de las empresas gestoras en el mercado inmobiliario, da como resultado un incremento de casi el 3 % del precio del alquiler y una caída de cerca del 8 % del precio de la vivienda (véase gráfico 2). De ese modo, los cambios en los precios relativos de ambos mercados terminan contrarrestando el efecto inicial del incremento del IBI y generan un aumento de 3,2 pp (3,5 pp) en la proporción de hogares propietarios menores (mayores) de 35 años (véase gráfico 3). El descenso del precio de la vivienda se traduce en una reducción —entre 1,5 pp y 2,5 pp— de la proporción de hogares en situación de sobresfuerzo (véase gráfico 4). Sin embargo, el incremento del precio del alquiler eleva el esfuerzo para los hogares que permanecen en viviendas arrendadas, hecho que perjudica, en particular, a los de menores rentas.

En el mercado de trabajo, los jóvenes presentan una mayor incidencia relativa del desempleo y de la parcialidad en el empleo y un menor dinamismo de los salarios en relación con los precios inmobiliarios, aspectos que contribuyen a explicar, en parte, sus problemas de acceso a la vivienda, en régimen tanto de compra como de alquiler. Con el fin de analizar el papel que desempeña el menor poder adquisitivo de los jóvenes en su acceso a la vivienda, se simula un escenario en el que la renta laboral de los hogares de menos de 35 años aumenta un 15 %. Este escenario recogería, de forma reducida, el impacto de un conjunto de *reformas estructurales* que, por ejemplo, mitigaran los problemas estructurales en el mercado de trabajo español o el déficit de capital humano y de formación de los trabajadores. Estas reformas tendrían un mayor impacto positivo en la renta de los jóvenes. Este aumento de la renta repercute de forma positiva en el acceso a la vivienda de los hogares jóvenes a través de tres canales: i) relaja la restricción relacionada con la cuota regular de

un préstamo hipotecario para los hogares con ahorros suficientes para realizar el pago inicial de una vivienda y obtener una hipoteca; ii) permite a los hogares con ahorros insuficientes acumular los ahorros necesarios en menor tiempo, y iii) facilita a los hogares que deciden permanecer en régimen de alquiler acceder a una vivienda más grande o de mejor calidad. El resultado de estos efectos, en equilibrio, es un aumento de 5,7 pp en la proporción de hogares jóvenes propietarios (véase gráfico 3). Sin embargo, dado que el parque total de viviendas se mantiene fijo, los precios de alquiler y compra se incrementan en un 2,7 %. Estos efectos dan como resultado, en equilibrio, una reducción moderada —entre 1,8 pp y 2,5 pp— de la proporción de hogares en situación de sobresfuerzo (véase gráfico 4).

Los ejercicios de simulación analizados hasta este momento asumen que la oferta agregada de vivienda, es decir, el parque de viviendas en la economía, está fija. Este supuesto se realiza para aislar el papel de las distintas restricciones a las que se enfrentan los hogares para acceder a una vivienda y, además, permite aproximar la situación actual de este mercado en España con una oferta relativamente rígida. No obstante, una de las consecuencias de mantener un parque de viviendas fijo es que los efectos de las políticas sobre la accesibilidad a la vivienda se encuentran limitados por sus efectos en los precios de los activos inmobiliarios. Además, el supuesto de oferta de vivienda fija no permite considerar los efectos de distintas políticas que actúan sobre el parque de viviendas y la composición de la oferta; en particular, la posible movilización de vivienda no residencial existente para su venta o arrendamiento, así como los incentivos a la construcción de nueva vivienda.

Con el objetivo de ilustrar la *relevancia de la oferta de vivienda* para las dinámicas de los precios y de la accesibilidad, se simulan *tres escenarios adicionales*: i) uno en el que el parque de viviendas aumenta un 1 % al año durante diez años<sup>10</sup>; ii) un segundo escenario en el que dicho incremento se combina con la subida del IBI discutida previamente, y iii) un tercer escenario en el que el aumento de la oferta de vivienda va acompañado de políticas estructurales que suponen un incremento de la renta de los hogares jóvenes. Como se ilustra en el gráfico 2, la caída de los precios de compra y alquiler es significativa para los tres escenarios —entre el 9 % y el

10 Se asume que este incremento está en manos privadas y se asigna en equilibrio tanto a alquiler como a compra, y su cuantía supondría más del doble de la producción actual de vivienda nueva.

## Recuadro 4.2

## UN ANÁLISIS DE POLÍTICAS PÚBLICAS ALTERNATIVAS PARA REDUCIR LOS PROBLEMAS DE ACCESO A LA VIVIENDA (cont.)

19 %, en equilibrio—. El impacto sobre la proporción de hogares jóvenes propietarios, sin embargo, es muy diferente en las distintas opciones. Cuando el incremento de la oferta no se combina con ninguna de las otras medidas consideradas en los escenarios 2 y 3, la proporción de hogares jóvenes propietarios disminuye cerca de 1 pp. No obstante, la mayor capacidad de ahorro en edades tempranas, debida a un menor esfuerzo en el alquiler, implica que la proporción de hogares propietarios mayores de 35 años se incrementa en 3,4 pp. Cuando el incremento de la oferta de vivienda se combina con la subida del IBI o el incremento de la renta de los jóvenes, la proporción de hogares jóvenes propietarios aumenta, respectivamente, en 5,1 pp y 4,1 pp. Al mismo tiempo, la mayor capacidad de ahorro que produce el menor precio del alquiler incrementa la tenencia en propiedad para hogares mayores de 35 años en 6,2 pp y 5,8 pp, respectivamente. Asimismo, se produce una reducción del sobresfuerzo vinculado al gasto en vivienda, que es de mayor intensidad cuando se combina el aumento de la oferta con alguna de las otras dos medidas consideradas (véase gráfico 4).

En conjunto, a partir del modelo utilizado, los ejercicios presentados ilustran que las medidas que dan lugar a un mayor impacto positivo sobre la accesibilidad a la vivienda en propiedad y alquiler son las que actúan sobre la oferta de vivienda y los determinantes de la renta de los hogares. Las actuaciones sobre los precios finales a través de reducciones impositivas sobre las transacciones, sin actuaciones sobre la oferta, tienen un coste

recaudatorio muy elevado y pueden agravar los problemas de accesibilidad a la vivienda entre los hogares con menor renta. La introducción de avales públicos para la compra de vivienda supondría un impacto limitado, ya que una buena parte de los hogares arrendatarios sin ahorro acumulado tienen un nivel de renta bajo, hecho que limita su capacidad de apalancamiento en niveles prudentes. Los incrementos de la imposición sobre la propiedad recurrente, además de generar ganancias de eficiencia en el diseño del sistema tributario, podrían contribuir a reducir los problemas de accesibilidad. No obstante, la efectividad de estos cambios tributarios sería mayor cuando estos se vieran acompañados por un aumento de la oferta.

En todo caso, los resultados de los distintos escenarios presentados y las conclusiones que se extraen de ellos deben tomarse con cautela. En concreto, el modelo utilizado, a pesar de considerar las principales características y restricciones que afectan al mercado residencial en España, así como las decisiones a las que se enfrentan los hogares durante el ciclo vital, no captura algunas de sus características más relevantes, principalmente por el lado de la oferta. Estas limitaciones podrían afectar al impacto final de las políticas consideradas. En particular, se pueden resaltar tres elementos que no se encuentran incorporados en el modelo utilizado y que son de especial relevancia en el caso español: i) la decisión de emancipación de los jóvenes; ii) las segundas residencias y las viviendas que permanecen vacías, y iii) las viviendas del alquiler social o a precios asequibles.

## ÍNDICE DE IMÁGENES

- Chaflán de Cibeles. © Banco de España PORTADA
- Pablo Hernández de Cos, gobernador del Banco de España. © Banco de España 10
- Chaflán de Alcalá con Marqués de Cubas, sede de Cibeles (detalle). © Banco de España 47
- Vidriera del vestíbulo de Alcalá, sede de Cibeles (detalle: la siega). © Banco de España 49
- Puerta principal de la sucursal de Palma (detalle). © Banco de España 104
- Vidriera del patio de operaciones, sede de Cibeles (detalle: la vendimia). © Banco de España 106
- Puerta principal de la sucursal de Sevilla. © Banco de España 178
- Vidriera del vestíbulo de Alcalá, sede de Cibeles (detalle: la forja). © Banco de España 180
- Vestíbulo de la sucursal de Palma. © Banco de España 230
- Vidriera del patio de operaciones, sede de Cibeles (detalle: la pesca). © Banco de España 232

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España publica distintos tipos de documentos que proporcionan información sobre su actividad (informes económicos, información estadística, trabajos de investigación, etc.), que pueden ser consultados en el Repositorio Institucional, en <https://repositorio.bde.es/>.

La mayor parte de estos documentos están disponibles en formato PDF y se pueden descargar gratuitamente en el sitio web del Banco de España, en <https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/>.

Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro,  
siempre que se cite la fuente.

© Banco de España, Madrid, 2024  
ISSN: 1579 - 8615 (edición electrónica)

## SIGLAS, ABREVIATURAS Y SIGNOS UTILIZADOS

AAPP	Administraciones Pùblicas	FSE	Fondo Social Europeo
ABE	Autoridad Bancaria Europea	IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	ICO	Instituto de Crédito Oficial
ANFAC	Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones	IFM	Instituciones financieras monetarias
BCE	Banco Central Europeo	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	<i>Boletín Oficial del Estado</i>	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	NEED	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
DGTPF	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
Euríbor	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 <sub>j</sub>	Tasa de la media móvil de i términos, con j de desfase, convertida a tasa anual.
m <sub>j</sub>	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.