

305

marzo-abril 2025
(nueva época)

Cuadernos de Información Económica

Desacople monetario
en un mundo
fragmentado

La venganza del
Mediterráneo:
¿crecimiento cíclico
o estructural?

Sectores
institucionales
españoles: evolución
2000-2024

Progresividad en frío
del IRPF

Políticas de vivienda:
lecciones europeas

Márgenes y eficiencia
en la banca española

Economía del
conocimiento y PRTR

 funcas

Políticas económicas en un mundo fragmentado



Director

Francisco Rodríguez Fernández

Consejo de redacción

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Antonio Jesús Romero Mora

Raymond Torres

Cuadernos de Información
Económica no se solidariza
necesariamente con las opiniones,
juicios y previsiones expresadas
por los autores de los artículos
incluidos en la publicación, ni
avala los datos que estos, bajo su
responsabilidad, aportan.

Patronato**Presidente**

Isidro Fainé Casas

Vicepresidente

José María Méndez Álvarez-Cedrón

Secretario

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

Edita:

Funcas

Caballero de Gracia, 28.

28013 Madrid

Impresión:

Cecabank

Depósito Legal:

M-402 - 1987

ISSN edición impresa:

1132 - 9386

ISSN edición digital:

2254-3422

© Funcas

Todos los derechos
reservados. Queda prohibida
la reproducción total o parcial
de esta publicación, así como
la edición de su contenido
por medio de cualquier
proceso reprográfico o fónico,
electrónico o mecánico,
especialmente imprenta,
fotocopia, microfilm, offset
o mimeógrafo, sin la previa
autorización escrita del editor.

305

marzo-abril 2025

(nueva época)

Cuadernos de Información Económica

Políticas
económicas
en un mundo
fragmentado



Pág. V

Carta de la redacción

POLÍTICA MONETARIA, CICLOS ECONÓMICOS Y CAMBIOS SECTORIALES



01

Pág. 8

Desacople monetario en un mundo fragmentado: ¿hasta dónde llegarán los recortes de tipos de interés en la eurozona?

**Santiago Carbó Valverde y
Francisco Rodríguez Fernández**



02

Pág. 16

La venganza del Mediterráneo: ¿crecimiento cíclico o estructural?

**José Manuel Amor, Camila Figueroa
y María Romero**



03

Pág. 30

La actividad de los sectores institucionales de la economía española en el primer cuarto del siglo XXI

Vicente Salas Fumás

POLÍTICAS FISCALES Y DE VIVIENDA



04

Pág. 46

Estimación de la progresividad en frío del IRPF por niveles de renta en el periodo 2021-2024

Desiderio Romero-Jordán



05

Pág. 54

Lecciones europeas para las políticas de vivienda en España

Miguel Ángel González Simón

ANÁLISIS SECTORIALES: BANCA Y EMPRESA



06

Pág. 68

Eficiencia y optimización de gastos ante la desaceleración de márgenes: contraste entre entidades significativas (SI) y menos significativas (LSI)

**Marta Alberni, Ángel Berges y
Lucía Ibáñez**



07

Pág. 78

La economía del conocimiento en España: evolución reciente y relación con el PRTR

Ramon Xifré

Carta de la Redacción

En 1944, cuando Europa aún respiraba el humo de una guerra devastadora, Keynes advertía en Bretton Woods sobre el riesgo de fragmentar la economía global en bloques cerrados y hostiles. Hoy, casi ochenta años después, la economía mundial vuelve a enfrentarse al espectro de una fragmentación geopolítica y económica, alimentada por conflictos comerciales, tensiones geopolíticas y políticas divergentes entre grandes bloques económicos. Las instituciones, como entonces, deben decidir entre la cooperación o la competencia feroz, y la política económica adquiere la difícil tarea de lidiar con un tablero de ajedrez en el que los manotazos del entorno hacen caer las piezas y, cada vez que se ponen de nuevo en pie, cambian hasta las reglas. El reto es evitar que esta fragmentación derive en una recesión global profunda o en una espiral inflacionista. No es poco. En este volumen de *Cuadernos de Información Económica* se realiza un modesto acercamiento a esta realidad en continua y rápida transformación.

El número se abre con la contribución de SANTIAGO CARBÓ y FRANCISCO RODRÍGUEZ con su artículo "Desacople monetario en un mundo fragmentado: ¿hasta dónde llegarán los recortes de tipos de interés en la eurozona?". Los autores analizan en profundidad el desacople creciente entre la Reserva Federal estadounidense y el Banco Central Europeo, impulsado por respuestas divergentes ante contextos económicos distintos. Mientras EE. UU. mantiene tipos elevados ante una economía robusta, la eurozona apuesta por recortes en un contexto económico más frágil. El artículo destaca los riesgos y oportunidades derivados de esta divergencia, especialmente de la posibilidad de un euro más

débil, que podría impulsar las exportaciones, aunque también elevar la inflación importada, creando dilemas adicionales para el BCE.

JOSÉ MANUEL AMOR, CAMILA FIGUEROA y MARÍA ROMERO presentan "La venganza del Mediterráneo: ¿crecimiento cíclico o estructural?", analizando cómo los países mediterráneos más castigados por la crisis de deuda soberana han mostrado signos de recuperación más sólidos que las economías del norte europeo en los últimos años. Este análisis distingue entre mejoras cíclicas y estructurales, destacando que los países del sur, tras implementar reformas laborales y financieras profundas, podrían estar consolidando mejoras estructurales duraderas. En contraste, las economías del norte, aparentemente más resilientes, se enfrentan ahora a un estancamiento que podría reflejar un agotamiento estructural, planteando nuevos retos para la cohesión económica y política europea.

VICENTE SALAS, en "La actividad de los sectores institucionales de la economía española en el primer cuarto del siglo XXI", presenta un análisis exhaustivo de las trayectorias económicas de las sociedades financieras, no financieras, administraciones públicas y hogares españoles en los últimos veinticinco años. Este estudio revela que, aunque en términos agregados pueda percibirse estabilidad, cada sector institucional ha seguido caminos muy distintos. Las sociedades no financieras muestran un crecimiento sostenido tras la crisis financiera de 2008, mientras que las instituciones financieras y los hogares experimentaron contracciones profundas y lentas recuperaciones.

Salas enfatiza cómo estos patrones divergentes pueden ocultar vulnerabilidades y fortalezas internas cruciales para diseñar políticas económicas eficaces.

En el ámbito fiscal, DESIDERIO ROMERO-JORDÁN analiza en “Estimación de la progresividad en frío del IRPF por niveles de renta en el periodo 2021-2024” cómo la ausencia de indexación del impuesto sobre la renta frente a la inflación ha incrementado significativamente la presión fiscal, especialmente para las rentas medias y bajas. El estudio muestra que esta práctica ha supuesto un incremento recaudatorio silencioso y considerable, cercano a los 9.700 millones de euros adicionales entre 2021 y 2024, con efectos particularmente adversos para las rentas medias, elevando su factura fiscal considerablemente. El autor recomienda indexar regularmente tanto tramos como deducciones fiscales para evitar distorsiones silenciosas, aunque reconoce la resistencia política debido al beneficio indirecto para rentas más altas.

MIGUEL ÁNGEL GONZÁLEZ SIMÓN, en su artículo “Lecciones europeas para las políticas de vivienda en España”, aborda uno de los problemas económicos y sociales más urgentes del país: el acceso a la vivienda. El análisis identifica factores estructurales que explican la creciente brecha entre oferta y demanda, como la excesiva burocracia en la gestión del suelo, un déficit significativo de vivienda en alquiler y la concentración territorial de la demanda en grandes núcleos urbanos. González Simón extrae lecciones valiosas de políticas exitosas implementadas en otros países europeos, subrayando la importancia de aumentar la oferta pública y privada de vivienda, simplificar trámites administrativos y fomentar mecanismos efectivos de colaboración intergubernamental.

En el análisis sectorial, MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y LUCÍA IBÁÑEZ presentan “Eficiencia y optimización de gastos ante la desaceleración de márgenes: contraste entre entidades significativas (SI) y menos significativas (LSI)”, destacando que, tras varios años beneficiándose del alza de los márgenes financieros, el sector bancario español afronta ahora el reto de optimizar costes ante la estabilización de tipos y la desaceleración del negocio. Este artículo ofrece un análisis comparado detallado entre grandes entidades y aquellas de menor tamaño, resaltando cómo las LSI han experimentado mayores incrementos en gastos, especialmente en personal y tecnología, pero logrando mantener ratios de eficiencia competitivos gracias al dinamismo de su negocio minorista.

Finalmente, RAMÓN XIFRÉ en “La economía del conocimiento en España: evolución reciente y relación con el PRTR”, evalúa la posición de España en el contexto europeo en cuanto a innovación, digitalización y formación de capital humano en ciencias e ingenierías (STEM). Si bien observa mejoras en inversión en I+D y colaboración público-privada, el autor identifica desafíos cruciales en la formación de talento, la adopción de innovaciones de procesos y la sostenibilidad medioambiental. Asimismo, cuestiona la limitada asignación de recursos a estos sectores dentro del Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), alertando sobre posibles consecuencias negativas en la competitividad futura del país si no se intensifican estos esfuerzos.

Este número ofrece así una perspectiva multidimensional de cómo abordar, desde las políticas económicas, los desafíos que plantea un mundo crecientemente fragmentado y lleno de incertidumbre.

01

Santiago Carbó Valverde

Universidad de Valencia y Funcas

Francisco Rodríguez Fernández

Universidad de Granada y Funcas



Desacople monetario en un mundo fragmentado: ¿hasta dónde llegarán los recortes de tipos de interés en la eurozona?

El futuro de la política monetaria europea dependerá del comportamiento de la inflación y el crecimiento económico, que se verían afectados si la guerra comercial con Estados Unidos sigue adelante. Asimismo, el anunciado fuerte aumento de gasto en defensa en Europa y el paquete fiscal de Alemania pueden generar inflación pero también efectos positivos en la inversión y actividad económica. Aunque el BCE no descarta algunos recortes más del precio oficial del dinero, persisten dudas sobre si esta estrategia reactivará la economía sin generar inflación importada. En este contexto, el BCE se enfrenta ya a presiones para modificar su estrategia, ya sea pausando los recortes o incluso revirtiéndolos si la inflación repunta, lo que marcaría un cambio en su política expansiva.

Introducción

El reciente desacople monetario entre Estados Unidos y la eurozona se explica por la marcada divergencia en las políticas monetarias adoptadas por la Reserva Federal (Fed) y el Banco Central Europeo (BCE). Mientras la Fed ha optado por mantener los tipos de interés estables en respuesta a las presiones inflacionarias y al crecimiento económico, el BCE ha implementado hasta su última reunión del pasado 6 de marzo una serie de recortes en el precio del dinero con el objetivo de estimular una economía europea debilitada. Este análisis examina las causas de este desacople, sus implicaciones para la economía europea y las condiciones financieras actuales.

En este entorno, no puede olvidarse todo lo que está ocurriendo en el contexto geopolítico. En los dos últimos meses, el mundo ha sido testigo de una creciente fragmentación institucional que va más allá de las medidas proteccionistas tradicionales. Este fenómeno se está manifestando con la erosión de alianzas históricas occidentales, el resurgimiento de políticas nacionalistas y la redefinición de esferas de influencia geopolítica. La reciente escalada de tensiones entre Estados Unidos y Ucrania ilustra esta tendencia. Se evidencia una descoordinación mucho más amplia en la política internacional, donde las relaciones diplomáticas se vuelven cada vez más impredecibles y las alianzas tradicionales se debilitan. Estas tendencias, indefectiblemente, afectan a la política monetaria.

En el ámbito macroeconómico, el dinamismo de los últimos años de Estados Unidos se ha sustentado en una combinación de factores estructurales y coyunturales. La fuerte inversión en tecnología y digitalización, junto con una política fiscal expansiva, han permitido mantener el consumo y la inversión a buen ritmo, a pesar de

los relativamente altos tipos de interés. En contraste, la eurozona se ha enfrentado a obstáculos estructurales que limitan su crecimiento. La ralentización de Alemania, impulsada por la caída en la demanda industrial y la transición energética, ha afectado a toda la región. Además, la productividad en Europa sigue siendo un problema persistente, con niveles de inversión más bajos en sectores clave. Este contexto macroeconómico subraya la complejidad del desacople monetario y sus posibles efectos en el largo plazo.

Hasta finales de 2024, la economía de Estados Unidos mostró un crecimiento sólido, con un mercado laboral resistente y una inflación que, aunque moderada, se encuentra dentro de los objetivos de la Fed. Asimismo, las bolsas de valores de EE. UU. —sobre todo el NASDAQ— continuaron con su *rally* hasta diciembre de 2024. Esta fortaleza de economía y mercados ha llevado al banco central estadounidense a mantener los tipos de interés en torno al 4,5 %, adoptando una posición de espera para evaluar futuras tendencias económicas. En contraste, países clave como Alemania han experimentado una desaceleración significativa, afectando el equilibrio económico de la región. La inflación en la eurozona se ha moderado ligeramente, lo que ha permitido al BCE justificar una política monetaria más acomodaticia. En respuesta, ha llevado a cabo varios recortes en los tipos de interés, situándolos en el 2,50 % en su ajuste más reciente, con la intención de impulsar el crecimiento económico y evitar una posible deflación.

Como muestra el cuadro 1, el BCE ha continuado con recortes graduales de tipos, aunque se debate una posible pausa, reflejando incertidumbre sobre la evolución de la inflación. Mientras tanto, la Fed mantiene sus tipos inalterados posponiendo el primer recorte hasta probablemente julio o incluso septiembre. La inflación sigue por

Cuadro 1**Comparación de políticas monetarias–BCE vs. Fed (marzo 2025)**

Factor	Banco Central Europeo (BCE)	Reserva Federal (Fed)
Tipo de interés	2,50 % (con tendencia a la baja)	4,50 % (sin cambios recientes)
Postura política	Recortes graduales, pero con debate sobre una posible pausa	Pausa en los recortes, esperando evolución de inflación
Inflación	2,5 % en enero de 2025, por encima del objetivo del 2 %	3 % en enero de 2025, aún elevada
Mercado de bonos	Volatilidad en la deuda soberana europea, rendimientos en alza	Bonos del Tesoro con rendimientos al 4,32 %, atrayendo capital
Expectativas del mercado	Se esperan 2 recortes más en 2025, pero podría haber una pausa	Primer recorte esperado para julio de 2025

Fuente: Elaboración propia

encima del objetivo en ambas economías, lo que obliga a la prudencia. En los mercados de bonos, la deuda soberana europea muestra volatilidad, con rendimientos al alza, mientras los bonos del Tesoro estadounidense, con un 4,32 %, atraen capital. Las expectativas del mercado sugieren nuevos recortes en la eurozona, aunque no se descartan ajustes si la inflación o el crecimiento sorprenden.

Implicaciones teóricas del desacople monetario para la economía europea

La diferencia en las políticas monetarias entre la Fed y el BCE tiene un impacto en varias dimensiones (véase Diagrama 1). En primer lugar, un efecto directo en el valor del euro frente al dólar. Un diferencial de tipos de interés puede llevar a movimientos de capital en busca de mayores rendimientos, lo que afectaría el tipo de cambio. Es cierto que en las últimas semanas el tipo de cambio del dólar y el euro ha tenido vaivenes, reflejando quizás la incertidumbre sobre el éxito

que puedan tener políticas tan contradictorias en Estados Unidos como el proteccionismo y los recortes de tipo fiscal, que pueden haber debilitado

Aunque un euro más débil favorece las exportaciones europeas al hacerlas más competitivas en el mercado global, también encarece las importaciones, lo que podría aumentar la inflación en la región

la confianza económica en ese lado del Atlántico. Por su parte, el alivio financiero por las sucesivas caídas de tipos y los anuncios de importantes paquetes fiscales en la Unión Europea (UE) pueden ayudar a reactivar la economía, algo que se ha notado en la comparativamente favorable evolución de las bolsas europeas. En todo caso, la estabilidad de los tipos en Estados Unidos y la reducción en la eurozona podrían fortalecer finalmente al dólar frente al euro. Aunque un euro más débil favorece las exportaciones europeas al hacerlas más competitivas en el mercado global, también encarece las importaciones, lo que podría aumentar la inflación en la región.

Diagrama 1

Efectos del desacople monetario**Tipo de cambio:**

- Diferencial de tipos de interés entre la Fed y el BCE.
- Fortalecimiento del dólar frente al euro.
- Efectos en las exportaciones e importaciones europeas.

Flujos de inversión:

- Atractivo de los activos denominados en dólares.
- Salida de capital de la eurozona.
- Impacto en el financiamiento de empresas y gobiernos europeos.

Mercados de bonos y condiciones de financiación:

- Expectativas de tipos estables o en aumento en EE. UU.
- Recortes de tipos en la eurozona.
- Percepción de riesgos y primas de riesgo.

Sector bancario:

- Reducción de márgenes de interés en Europa.
- Estímulo a la concesión de créditos.
- Confianza de prestatarios y prestamistas.

Reacciones de los mercados financieros:

- Expectativas sobre estrategias de la Fed y el BCE.
- Papel de la política fiscal en la eurozona.
- Coordinación y respuesta a desafíos globales.

Estabilidad financiera global:

- Dependencia de decisiones de bancos centrales.
- Equilibrio entre estímulo y estabilidad.

Fuente: Elaboración propia.

Asimismo, las diferencias en las políticas monetarias también influyen en los flujos de inversión. Tipos de interés más elevados en Estados Unidos pueden atraer capitales hacia activos denominados en dólares, como los bonos del Tesoro, considerados seguros y rentables. Esto podría continuar generando salidas de capital de la eurozona, afectando negativamente a empresas y otros agentes económicos europeos. Además, una mayor demanda de activos en dólares fortalecería aún más la divisa estadounidense, amplificando sus efectos sobre el tipo de cambio y la competitividad de las exportaciones europeas.

En cuanto a los mercados de bonos y condiciones de financiación, en Estados Unidos,

la expectativa de tipos estables o en aumento podría reducir el valor de los bonos y aumentar sus rendimientos. En la eurozona, por el contrario, los recortes de tipos por parte del BCE

Las entidades financieras europeas podrían enfrentar una reducción en sus márgenes de interés debido a los bajos tipos, lo que afectaría su rentabilidad. No obstante, unas condiciones financieras más favorables podrían estimular la concesión de créditos

pueden mantener bajos los rendimientos de los bonos soberanos y corporativos, facilitando el acceso al crédito para empresas y gobiernos. En Europa, por un lado, si los inversores perciben

riesgos asociados a la debilidad económica europea, podrían exigir mayores primas de riesgo, lo que elevaría los costes de financiación. Por otro lado, se ha observado recientemente otra vía de encarecimiento de los costes financieros ante el anuncio de políticas fiscales expansivas en el Viejo Continente, como el caso de Alemania que vio un aumento en la rentabilidad de su deuda soberana. De este modo, el mercado de bonos europeo ha reaccionado de manera volátil ante la perspectiva de más recortes en los tipos de interés del BCE. En Alemania, el rendimiento de los *bunds* a 10 años ha subido al 2,92 %, impulsado por el anuncio de un paquete fiscal expansivo en defensa e infraestructuras que ha sacudido a los mercados de deuda europeos. Esto ha llevado a un reajuste en los precios de los bonos franceses e italianos, lo que indica que los inversores están revalorizando el riesgo de la deuda soberana en un entorno de política monetaria incierta. Además, la divergencia con la política monetaria de la Reserva Federal está generando un reflujo de capital hacia EE. UU., donde los rendimientos de los bonos del Tesoro han llegado hasta el 4,32 %.

En lo que respecta al sector bancario, las entidades financieras europeas podrían enfrentar una reducción en sus márgenes de interés debido a los bajos tipos, lo que afectaría su rentabilidad. No obstante, unas condiciones financieras más favorables podrían estimular la concesión de créditos, incentivando la inversión y el consumo. La clave será la confianza de prestatarios y prestamistas en el contexto económico actual.

En los próximos meses, será clave observar cómo van reaccionando los mercados financieros a esta divergencia y a las estrategias que adoptan tanto la Fed como el BCE para gestionar los desafíos emergentes. Por otro lado, hay que tener en cuenta que, en un mundo interconectado, la estabilidad financiera depende no solo de las

decisiones individuales de cada banco central, sino también de la coordinación y la respuesta conjunta a los desafíos globales. El distanciamiento de Estados Unidos del resto del mundo y su unilateralismo ha debilitado enormemente la cooperación global y la eficacia de las estrategias de cooperación.

Descoordinación de las políticas económicas globales... el añadido del proteccionismo

Las decisiones recientes evidencian una falta de coherencia en las políticas económicas globales. La combinación de proteccionismo y divergencia en las estrategias monetarias puede generar efectos inesperados. En el caso de Estados Unidos, el mantenimiento de tipos de interés elevados, combinado con un aumento de los aranceles, podría generar mayor inflación y prolongar el endurecimiento de la política monetaria de la Fed. Esto, a su vez, reforzaría al dólar frente al euro y otras divisas, encareciendo las exportaciones estadounidenses y aumentando la presión sobre los mercados emergentes.

Mientras tanto, en la eurozona, la divergencia con EE. UU. seguirá marcando la evolución de los mercados. Mientras se mantenga la debilidad económica en países clave como Alemania y Francia, el BCE probablemente siga con más reducciones en el precio del dinero. Esta diferencia con la Reserva Federal tendrá un impacto en los mercados financieros: el dólar debe terminar fortaleciéndose, encareciendo las importaciones europeas —en especial, la energía— y añadiendo riesgos inflacionarios. Además, los bonos estadounidenses seguirán siendo más atractivos que los europeos, atrayendo capital hacia EE. UU. En la renta variable, la incertidumbre sobre el rumbo de la Fed podría afectar el crecimiento de la economía estadounidense y, en particular,

al sector tecnológico, que hasta hace unos meses se había beneficiado de las expectativas de reducción de tipos. En Europa, en cambio, los mercados podrían encontrar cierto alivio en las condiciones de financiación más favorables, aunque la amenaza de una desaceleración siga presente.

El proteccionismo de EE. UU. tendrá múltiples efectos. Por un lado, los aranceles aumentarán los precios de importación, lo que podría acelerar la inflación y forzar a la Fed a mantener su política restrictiva por más tiempo. Esto reforzaría aún más el dólar, afectando la competitividad de las exportaciones estadounidenses y presionando a sus socios comerciales. A su vez, los países afectados, como la UE, Canadá y China, podrían responder con represalias arancelarias o devaluaciones de sus monedas, algo que, de hecho, ya se produce en parte, lo que intensificaría el conflicto comercial global. Para los mercados emergentes, la combinación de aranceles, un dólar fuerte y tipos de interés elevados en EE. UU. representaría notables desafíos adicionales. Los inversores probablemente seguirán priorizando los activos estadounidenses, lo que podría generar salidas de capital en economías en desarrollo y aumentar la volatilidad financiera.

¿Hasta dónde llegarán los recortes de tipos de interés en la eurozona?

Riesgos de un ajuste excesivo y tensiones dentro del BCE

Uno de los debates clave dentro del BCE es hasta qué punto continuar con los recortes de tipos de interés. Mientras que el mercado ha descontado varias reducciones adicionales para 2025,

algunos miembros del consejo de gobierno, como Isabel Schnabel y Pierre Wunsch, han advertido sobre los riesgos de “dormirse en los laureles” con una política monetaria demasiado laxa¹. Schnabel ha señalado que los riesgos inflacionarios podrían inclinarse al alza debido a factores como el crecimiento de los salarios y el encarecimiento de la energía. Wunsch, por su parte, ha alertado de que el BCE no debe avanzar hacia el 2 % sin una evaluación más detallada de los datos económicos.

La incertidumbre sobre la inflación sigue presente. Aunque ha caído desde los picos de 2022-2023, en febrero de 2025 la inflación en la eurozona aún se encuentra en el 2,5 %. El debate divide a los que consideran que los riesgos están equilibrados, frente a los que sostienen que la política del BCE podría haber dejado de ser restrictiva antes de lo previsto. Esta diferencia de enfoques refleja la creciente división entre los responsables de política monetaria.

El debate divide a los que consideran que los riesgos están equilibrados, frente a los que sostienen que la política del BCE podría haber dejado de ser restrictiva antes de lo previsto

El BCE ha reducido los tipos de interés en 150 puntos básicos desde junio de 2024 y para algunos analistas la velocidad de estos recortes podría estar relajando demasiado las condiciones financieras, lo que haría necesario reconsiderar la estrategia en abril o junio. La política de la Fed también es un factor clave: si la economía estadounidense sigue fuerte y la inflación se mantiene por encima del 2 %, la Fed podría retrasar sus propios recortes de tipos, intensificando la divergencia con el BCE.

1 <https://www.ft.com/content/5b6c9dda-cf93-4994-8f04-13c70b54d52f> / <https://www.ft.com/content/3502f87a-351e-4991-966f-94f617591b08>

Cuadro 2**Posibles escenarios para la política monetaria del BCE en 2025**

Escenario	Condiciones necesarias	Consecuencias potenciales
Recortes adicionales hasta el 2 %	Inflación cayendo hacia el 2 %, crecimiento débil	Depreciación del euro, impacto positivo en exportaciones pero riesgo de inflación importada
Pausa en los recortes en abril o junio	Inflación estancada en 2,5 %-3 %, tensiones en bonos	Mayor estabilidad en mercados financieros, pero impacto negativo en crecimiento y consumo en la eurozona.
Reversión de los recortes (subida de tipos)	Inflación repunta por encima del 3 % o subida de salarios	Riesgo de recesión en la eurozona, pero refuerzo de credibilidad del BCE

Fuente: Elaboración propia.

Perspectivas monetarias

La gran incógnita es si el BCE podrá mantener su trayectoria de relajación monetaria sin provocar un repunte inflacionario ni aumentar las tensiones en los mercados de deuda. El cuadro 2 resume algunos de los principales escenarios. Mientras que el contexto europeo justifica una postura más acomodaticia, la presión del dólar fuerte y el atractivo de los bonos estadounidenses podrían limitar la efectividad de esta política. Con la fragmentación del consejo de gobierno del BCE y la volatilidad de los mercados financieros, el margen de maniobra del banco central se está reduciendo, lo que podría

llevar a un ajuste de su estrategia en los próximos meses. Episodios previos de divergencia monetaria entre la Fed y el BCE pueden ofrecer lecciones relevantes. En 2015-2016, la Fed inició un ciclo de subidas de tipos mientras el BCE mantenía estímulos, lo que provocó una apreciación del dólar y una ralentización de las economías emergentes. En la crisis del euro de 2011-2012, la falta de respuesta monetaria coordinada exacerbó las tensiones en los mercados de deuda. Estos antecedentes sugieren que, si la divergencia actual se amplía demasiado, los efectos sobre la estabilidad financiera y de los tipos de cambio podrían ser más profundos de lo esperado.

02

José Manuel Amor, Camila Figueroa y María Romero
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



La venganza del Mediterráneo: ¿crecimiento cíclico o estructural?

Efectuamos un análisis de la evolución económica estructural y cíclica de los países más castigados en la crisis de la UEM de 2010-2012, en un contexto relativo a los países del área que menos sufrieron aquella crisis. La reducción de desequilibrios estructurales en los países del sur ha sido paralela a un estancamiento de los países del norte. Este artículo analiza la mejora y desafíos en términos estructurales y cíclicos de los primeros y su comparación con los segundos.

La crisis de la UEM (2010-2012)

La crisis de deuda soberana en la zona del euro (2010-2012) afectó gravemente a los países del sur de Europa, como España, Portugal, Italia y Grecia, además de Irlanda (en adelante, la “periferia” o “los países periféricos”). Estos países enfrentaron desequilibrios macroeconómicos significativos, incluyendo altos niveles de deuda y déficits fiscales. Las causas de la crisis y de su mayor impacto en estos países, tienen su origen tanto en factores estructurales como en los eventos derivados de la Gran Crisis Financiera de 2008.

La creación de la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea (UEM) en 1992 permitió una mayor integración financiera, pero también dejó en evidencia diferencias estructurales entre las economías de los Estados miembros. Por un lado, los denominados países “núcleo” (Alemania, Francia y Holanda) presentaban un

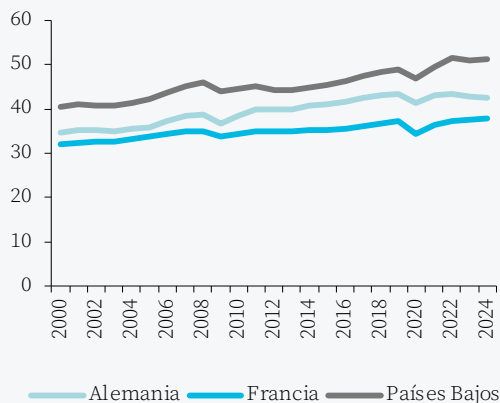
crecimiento económico más estable y sostenido, con niveles de PIB per cápita más altos y mayor disciplina fiscal. Mientras, los países “periféricos” se caracterizaban por un crecimiento más volátil, menor competitividad y mayores niveles de deuda y déficit fiscal (gráfico 1).

La Gran Crisis Financiera de 2008, aunque originada en Estados Unidos, tuvo un impacto en la economía y el sistema financiero global. El menor crecimiento provocó una brutal caída en los ingresos tributarios de los países europeos, intensificando los desequilibrios fiscales de la periferia y exponiendo sus fuertes desequilibrios por cuenta corriente a una corrección abrupta. Grecia e Italia presentaban los mayores niveles de deuda pública en 2008, con un 110,9 % y un 105,8 % del PIB, que tras los efectos de la Gran Crisis alcanzaron en 2010 niveles de un 147,8 % y un 118,7 %, respectivamente. España e Irlanda, aunque tenían ratios de deuda pública

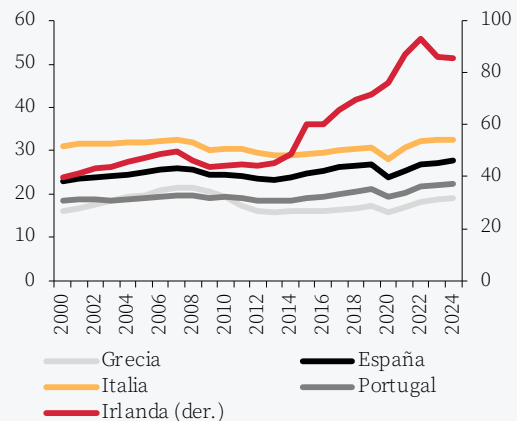
Gráfico 1

PIB real per cápita en la UEM

a) PIB real per cápita, UEM núcleo
Miles de euros



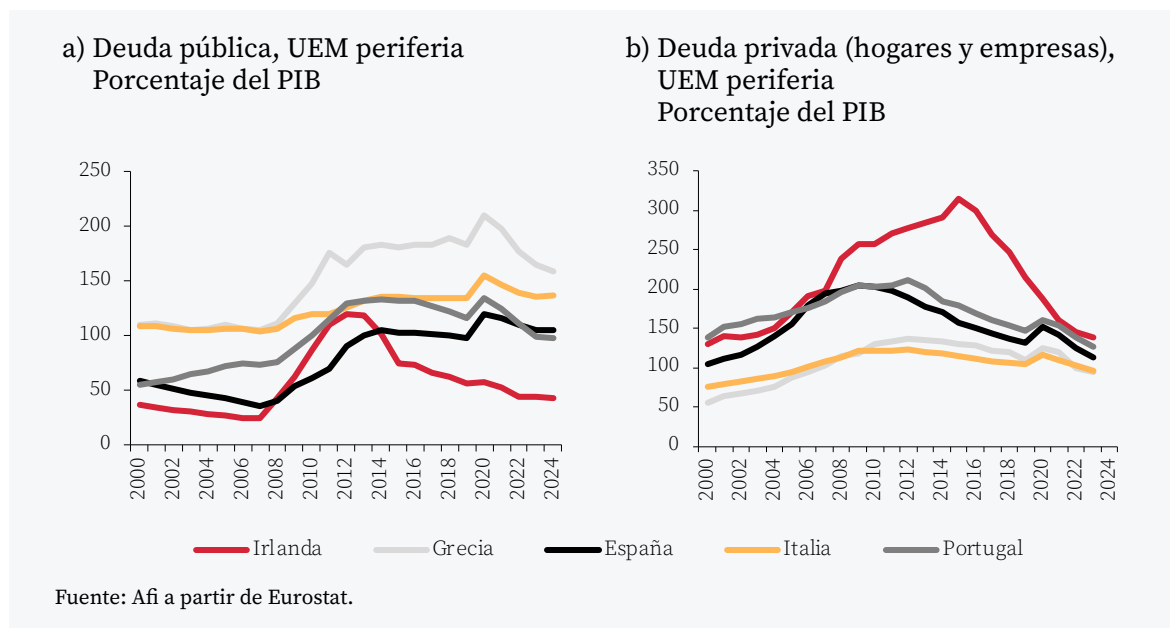
b) PIB real, UEM periferia
Miles de euros



Fuente: Afi a partir de Eurostat.

Gráfico 2

Deuda pública y privada en la UEM



controlados antes de la crisis, experimentaron una burbuja inmobiliaria y bancaria que generó una deuda privada insostenible, abocándolos a una recesión de balance. Portugal, España e Irlanda enfrentaban la crisis en 2008 con niveles de deuda privada de alrededor de un 200 % del PIB (gráfico 2).

La falta de mecanismos por parte de la UEM tanto para imponer disciplina fiscal entre los Estados miembros como para gestionar la crisis de deuda derivaron en una pérdida de confianza y en un aumento de las primas de riesgo, particularmente en la periferia. En 2009 se desveló que el Gobierno griego había manipulado las cuentas fiscales para ocultar sus verdaderos niveles de deuda pública, descubriéndose en que el déficit público real era del 15,4 % del PIB (en lugar del 6,7 % publicado hasta ese momento). Esto elevó los tipos de su deuda soberana a 10 años desde un 5,7 % en 2009 a un 12,3 % en 2010 y hasta un máximo histórico de un 31,8 %

en 2011. El efecto contagio afectó a Portugal, Irlanda, España e Italia, que también sufrieron un aumento significativo del coste de su deuda (gráfico 3).

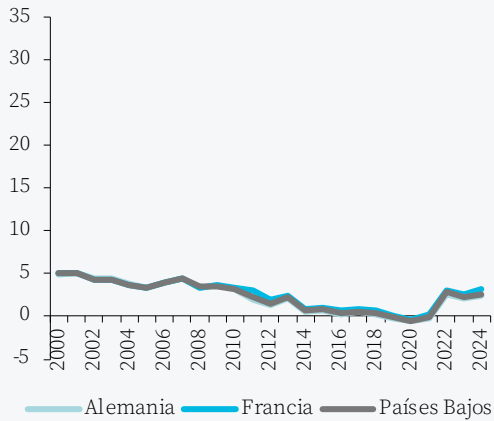
En respuesta al riesgo de fragmentación en la UEM, se creó en 2012 el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), diseñado como un fondo de rescate permanente. Además, se lanzó el mismo año el programa de Operaciones Monetarias Directas (OMT), que permitió al BCE comprar bonos soberanos en el mercado secundario de países de la zona del euro con el fin de reducir las primas de riesgo.

Con el objetivo de contener el impacto económico de la crisis y restaurar la confianza en la sostenibilidad de la UEM, la troika (Comisión Europea, BCE y FMI) intervino con rescates a Grecia (2010, 2012 y 2015), Irlanda (2010) y Portugal (2011), imponiendo además estrictas medidas de austeridad. Estas medidas que

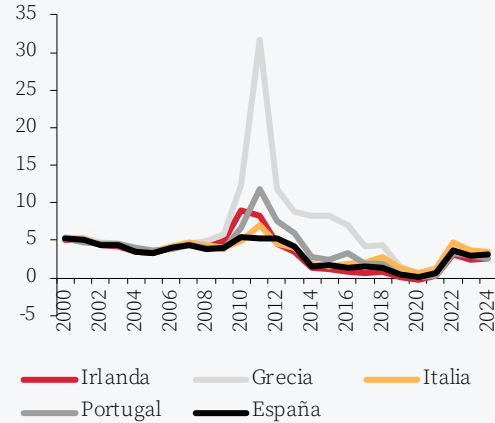
Gráfico 3

Tipos de interés de la deuda soberana en la UEM

a) Tipo soberano al plazo de 10 años, UEM núcleo (pb)



b) Tipo soberano al plazo de 10 años, UEM periferia (pb)

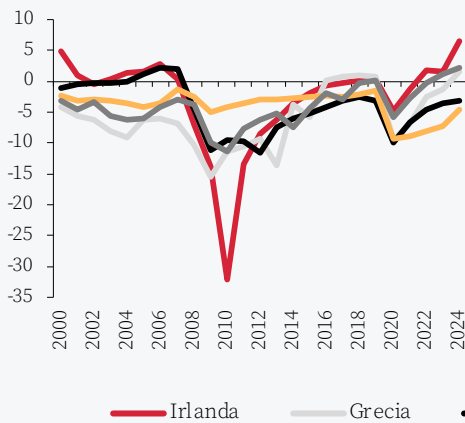


Fuente: Afi a partir de Eurostat.

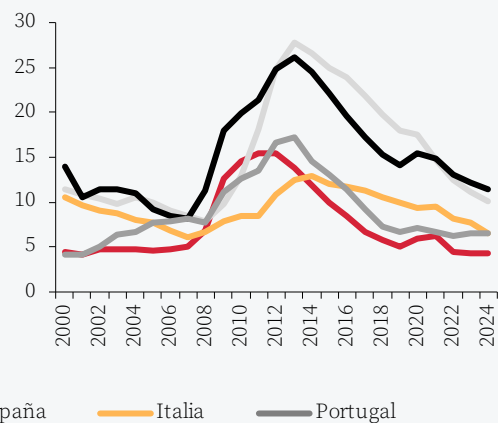
Gráfico 4

Déficit público y tasa de paro en la UEM

a) Déficit público, UEM periferia Porcentaje del PIB



b) Tasa de paro, UEM periferia Porcentaje de población activa



Fuente: Afi a partir de Eurostat.

buscaban implementar una mayor disciplina fiscal agravaron la crisis social y económica en los países más afectados por la crisis, como Grecia, generando tensiones políticas y cuestionando la estrategia adoptada por la UEM. El PIB de Grecia cayó más del 25 % entre 2008 y 2013, con la tasa de paro alcanzando un máximo del 26,6 % en 2013. En España, el desempleo también alcanzó máximos históricos en 2013, con un 26,1 % de la población activa en situación de desempleo (gráfico 4). En tanto, los rescates bancarios impulsaron aún más los niveles de deuda pública. El rescate del sector bancario en Irlanda disparó su déficit desde un 13,9 % del PIB en 2009 a 32,1 % en 2010. España, por su parte, enfrentó una crisis de solvencia en sus cajas de ahorro y en 2012 recibió un apoyo por 100.000 millones de euros por parte de la Unión Europea para sanear su sector bancario.

En diciembre de 2013, Irlanda fue el primer país rescatado en salir del programa de la troika, gracias a una rápida recuperación impulsada por su economía exportadora y fuertes recortes fiscales. Portugal, que tenía una economía de bajo crecimiento y alto endeudamiento externo, logró salir del programa en mayo de 2014. Grecia, que fue la economía más afectada, sufrió una reestructuración de su deuda en 2012 y salió oficialmente del último programa en agosto de 2018, aunque siguió bajo supervisión financiera. España y Portugal, si bien no recibieron rescate soberano, finalizaron sus programas de ayudas en 2013 y 2014, respectivamente.

Reformas estructurales y mejora de competitividad

Después de la crisis de la UEM de 2010-2012, los países periféricos de Europa implementaron una serie de reformas estructurales con el objetivo de mejorar su competitividad y estabilidad

económica. Estas políticas se centraron en varios ámbitos clave, incluyendo el mercado laboral, el sistema financiero, la fiscalidad, las pensiones y la estructura del sector público (véase cuadro 1).

En el ámbito laboral, España llevó a cabo una profunda reforma en 2012 que flexibilizó el mercado de trabajo, facilitando la contratación y el despido, y promoviendo la negociación colectiva a nivel de empresa. Portugal también implementó medidas para reducir las indemnizaciones por despido y flexibilizar los contratos laborales, permitiendo una mayor adaptabilidad de las empresas a las condiciones del mercado. Grecia adoptó reformas laborales que incluyeron la flexibilización de las leyes laborales y la reducción del salario mínimo, con el objetivo de mejorar la competitividad y atraer inversiones extranjeras. Italia introdujo el *Jobs Act* en 2015, una reforma que implementó contratos de trabajo más flexibles y redujo la protección contra el despido, dinamizando así el mercado laboral y reduciendo el desempleo juvenil.

En el ámbito laboral, España llevó a cabo una profunda reforma en 2012 que flexibilizó el mercado de trabajo, facilitando la contratación y el despido, y promoviendo la negociación colectiva a nivel de empresa

En cuanto al sistema financiero, España reestructuró su sector bancario, incluyendo la creación de la SAREB para gestionar los activos improductivos y sanear el sistema bancario. Italia llevó a cabo una reestructuración de sus bancos y adoptó medidas para mejorar su solvencia, incluyendo la recapitalización de entidades financieras. Irlanda, por su parte, ya había creado un “banco malo” con anterioridad, NAMA, que permitió sanear los balances bancarios. También redujo el número de bancos y recapitalizó las entidades financieras para

fortalecer su sistema bancario, restaurando así la estabilidad financiera y fomentando la recuperación económica.

En el ámbito fiscal, España simplificó su sistema tributario y adoptó medidas para combatir el fraude fiscal, mejorando la eficiencia y la recaudación de impuestos. Irlanda aumentó los impuestos y redujo el gasto público para equilibrar sus cuentas públicas y reducir el déficit, medidas fundamentales para restaurar la confianza de los mercados y asegurar la sostenibilidad fiscal a largo plazo.

En el sistema de pensiones, casi todos los países periféricos aumentaron la edad legal de jubilación y ajustaron las pensiones (con fórmulas diferentes) para garantizar su sostenibilidad a largo plazo, afrontando así el envejecimiento de la población que comparten con otros países europeos y reduciendo el gasto público.

En el sector público, Portugal llevó a cabo una reestructuración de la Administración pública, disminuyendo el número de municipios y mejorando la eficiencia del sector público. Irlanda redujo el número de empleados públicos y vendió activos estatales para mejorar la eficiencia del sector público y contribuir a la consolidación fiscal. Grecia también implementó un programa de venta de activos estatales para reducir la deuda pública y atraer inversiones, cumpliendo con los compromisos adquiridos en los programas de rescate.

Cada país ha abordado sus desafíos específicos con un conjunto de medidas adaptadas a sus necesidades particulares, contribuyendo a una mayor estabilidad y crecimiento económico en la región. Estas reformas estructurales han sido fundamentales para mejorar su competitividad.

España y Portugal han enfrentado dificultades debido a los aumentos en los costes laborales y la necesidad de mejorar la productividad, muy similares a los que han sufrido otros países del núcleo europeo

Atendiendo al índice de competitividad que elabora la OCDE¹, se extraen conclusiones mixtas dentro de los países europeos de la periferia (gráfico 5). En cuanto a la competitividad vía precios, mientras que Irlanda ha mostrado una notable mejora impulsada por un crecimiento económico fuerte y la atracción de inversión extranjera directa, otros países europeos periféricos, como Italia o España, han visto afectada su competitividad debido a los aumentos en los precios relativos de sus bienes y servicios respecto al exterior. En cualquier caso, la evolución de los precios ha sido sustancialmente mejor que la experimentada por los países del núcleo europeo, como Holanda, que desde el 2012 es la que más pérdida de competitividad ha acumulado en lo que respecta a los precios relativos.

Si atendemos a la competitividad vía costes laborales, los países europeos de la periferia han implementado reformas significativas, como

1 El indicador de competitividad de la OCDE basado en precios relativos y costes laborales relativos se utiliza para evaluar la competitividad de los países respecto a otros:

- El de precios relativos se calcula a partir de la variación relativa del IPC. Este componente compara los precios de los bienes y servicios de un país con los de otros países. Se utiliza para medir cómo los cambios en los precios internos afectan la competitividad internacional. Un aumento en los precios relativos puede indicar una pérdida de competitividad, ya que los productos del país se vuelven más caros en comparación con los de otros países.
- El de costes laborales unitarios relativos (CLU) compara los costes laborales de un país con los de otros países. Los CLU se calculan dividiendo los costes laborales totales entre la producción total. Un aumento en los costes laborales relativos puede indicar una disminución de la competitividad, ya que los productos del país se vuelven más caros de producir en comparación con los de otros países.

comentábamos con anterioridad, e impulsado estrategias para atraer inversiones desde el exterior que han ayudado a mejorar su competitividad exterior. Sin embargo, los desafíos estructurales y los problemas de productividad han afectado su

capacidad para mantener estos avances. En particular, España y Portugal han enfrentado dificultades debido a los aumentos en los costes laborales y la necesidad de mejorar la productividad, muy similares a los que han sufrido otros países del

Cuadro 1

Relación de las principales reformas estructurales implementadas en los países europeos de la periferia tras la crisis de la UEM

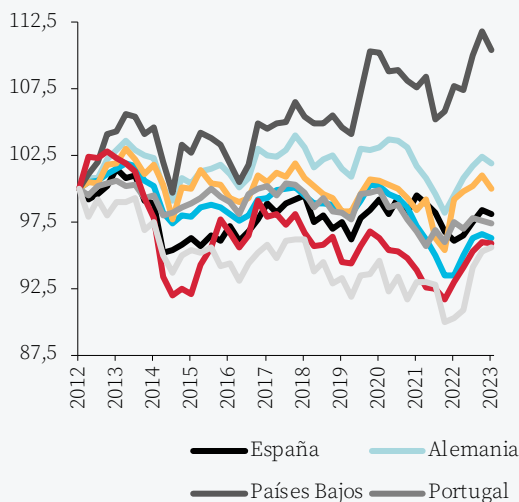
Tipo de Reforma	España	Portugal	Grecia	Italia	Irlanda
Reforma laboral	Flexibilización del mercado laboral (2012)	Reducción de indemnizaciones y flexibilización de contratos	Flexibilización de leyes laborales y reducción del salario mínimo	Jobs Act (2015): contratos más flexibles	-
Reforma del sistema financiero	Reestructuración del sector bancario, creación de SAREB	-	-	Reestructuración de los bancos	Reducción del número de bancos y recapitalización, creación de NAMA
Reforma fiscal	Simplificación del sistema tributario, combate al fraude	-	-	-	Aumento de impuestos, reducción del gasto público
Reforma del sistema de pensiones	Aumento de la edad legal de jubilación	Aumento de la edad legal de jubilación, ajustes en pensiones	Reducción de las pensiones, aumento de la edad legal de jubilación	-	-
Reforma del sector público	-	Reducción de los municipios, reestructuración de la Administración pública	Venta de activos estatales	-	Reducción de empleados públicos, venta de activos estatales
Reforma del sistema judicial	-	-	-	Aceleración de los procesos judiciales, reducción de burocracia	-

Fuente: Afi a partir de la OCDE.

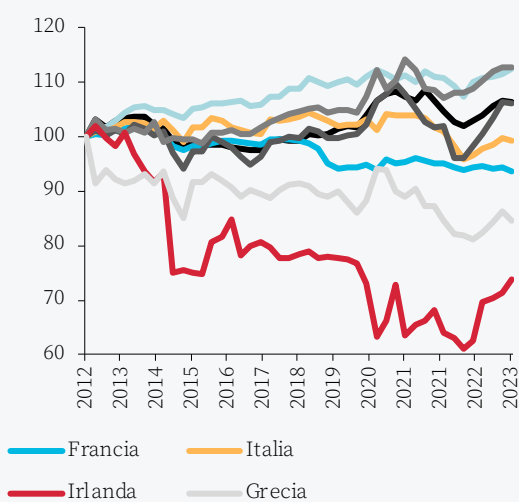
Gráfico 5

Índice de tendencia a la competitividad en países de la UEM

a) Índice de tendencia de la competitividad vía costes laborales relativos (base 100=2012)



b) Índice de tendencia de la competitividad vía precios relativos (base 100=2012)



Fuente: Afi a partir de la OCDE.

núcleo europeo, como es el caso de Holanda y Alemania. Grecia e Irlanda, en cambio, mantienen ganancias de competitividad vía costes laborales si se toma como punto de partida el 2012 y de llegada el 2023 (últimos datos disponibles de este indicador de tendencia de la competitividad exterior que elabora la OCDE).

Estas mejoras de competitividad han promovido, junto con otros factores, el crecimiento económico de estos países periféricos y el estrechamiento de la diferencia de PIB existente con respecto a países del núcleo europeo.

Convergencia económica y puntos de apoyo: factores estructurales y cíclicos

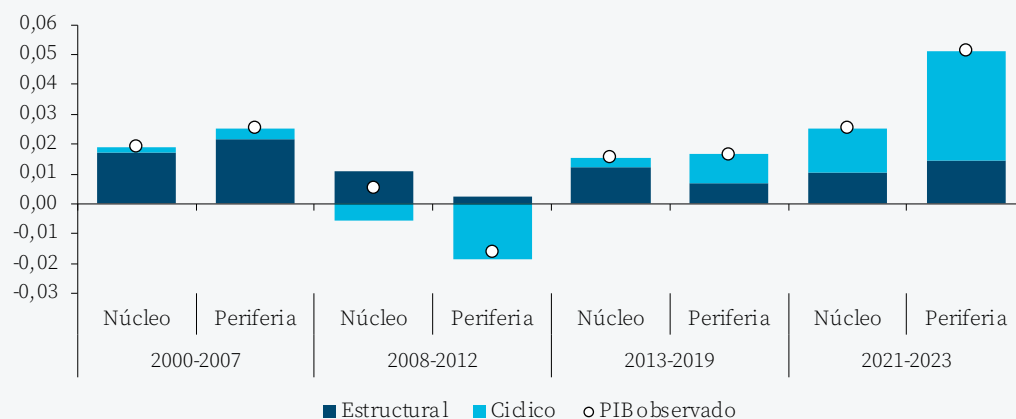
En los últimos años, la dinámica de crecimiento económico de los países de la periferia europea

ha sido más favorable que la de aquellos que se encuentran en el centro del continente, especialmente, en el periodo pos-COVID que abarca 2021-2024. Mientras que los primeros han regis-

Es más que probable que el mejor desempeño de los países periféricos y el estancamiento de los países del centro de Europa contribuya a reforzar una percepción de mejora relativa de los primeros frente a los segundos

trado un crecimiento medio anual del orden del 5 % anual, los segundos han avanzado solo la mitad. Aun cuando inicialmente se trató de un proceso de convergencia para recuperar el terreno perdido consecuencia de la COVID-19 (fueron también los que mayor ajuste de actividad sufrieron), desde 2022 su patrón de crecimiento se asienta más en otros factores.

Gráfico 6

Descomposición del crecimiento del PIB (porcentaje, media anual) por componentes en cada uno de los conglomerados europeos*

Nota: *Países núcleo: Alemania, Francia y Holanda. Países periferia: España, Portugal, Italia, Grecia e Irlanda.

Fuente: Afi a partir de la Comisión Europea.

La mejora en los países periféricos no solo se debe a las reformas estructurales adoptadas en el pasado, sino también a factores cíclicos, como (i) la recuperación económica global que comenzó a consolidarse en 2021; (ii) las políticas monetarias y fiscales expansivas (y la coordinación de las mismas durante la COVID-19, a diferencia de lo sucedido en la anterior Gran Crisis Financiera), o (iii) las medidas adoptadas para combatir los efectos negativos de guerra de Ucrania (además de la menor exposición y vulnerabilidad de estos países versus los del centro europeo, cuya estructura productiva es

más intensiva en energía que la de la periferia y además era más dependiente de la procedente de Rusia que de otros exportadores de petróleo y gas a nivel mundial).

De hecho, cuando se analiza la descomposición del crecimiento del PIB entre el componente estructural² y el cíclico³, se pone de manifiesto, precisamente, esta realidad (gráfico 6). Los países periféricos no solo han incrementado la contribución del componente estructural al crecimiento del PIB, especialmente, en los dos últimos años (cuando en los países del núcleo

2 Para ello, se toma de referencia la estimación de PIB potencial que realiza la Comisión Europea para todos los países analizados. El PIB potencial es el nivel máximo de producción que una economía puede sostener a largo plazo sin generar presiones inflacionistas. Se calcula utilizando modelos económicos que consideran factores como la oferta de trabajo, el capital y la productividad total de los factores.

3 Brecha de producto u *output gap*. Es la diferencia entre el PIB real y el PIB potencial. Un *output gap* positivo indica que la economía está produciendo por encima de su capacidad sostenible (fase expansiva), mientras que un *output gap* negativo indica lo contrario (fase recesiva). Por lo tanto, captura el efecto del ciclo sobre el crecimiento del PIB de una economía.

Cuadro 2

Evolución de los flujos acumulados de IED entrante en países de la UEM

Porcentaje del PIB

	2000-07	vs. ALE (p. p.)	2008-12	vs. ALE (p. p.)	2013-23	vs. ALE (p. p.)	2000-23	vs. ALE (p. p.)
Alemania	29,2		5,5		4,3		12,3	
Francia	31,5	2,4	4,8	-0,8	4,1	-0,2	12,7	0,4
Países Bajos	49,9	20,7	8,6	3,1	1,3	-3,0	17,1	4,8
Irlanda	39,7	10,5	14,1	8,6	7,5	3,2	18,8	6,5
Grecia	72,0	42,9	12,6	7,1	11,9	7,6	29,3	17,1
España	35,6	64	5,6	0,1	5,2	0,9	14,6	2,3
Italia	50,4	21,3	3,0	-2,5	5,4	1,1	18,1	5,8
Portugal	64,0	34,8	11,9	6,4	5,3	1,0	23,6	11,3
Promedio periferia	52,3	23,2	9,4	3,9	7,1	2,8	20,9	8,6

Nota: Tasa de crecimiento anual compuesto en cada periodo.

Fuente: Afi a partir del Banco Mundial.

europeo incluso se ha deteriorado levemente), sino que se han beneficiado más de los factores cíclicos que los países del centro de Europa. La proyección que hace la Comisión Europea del PIB potencial y del PIB total para el horizonte 2025-2027 hace pensar que esta divergencia se mantendrá entre estos dos grupos de países, luego es más que probable que el mejor desempeño de los países periféricos y el estancamiento de los países del centro de Europa contribuya a reforzar una percepción de mejora relativa de los primeros frente a los segundos.

Reflejos en flujos financieros y primas de riesgo soberana

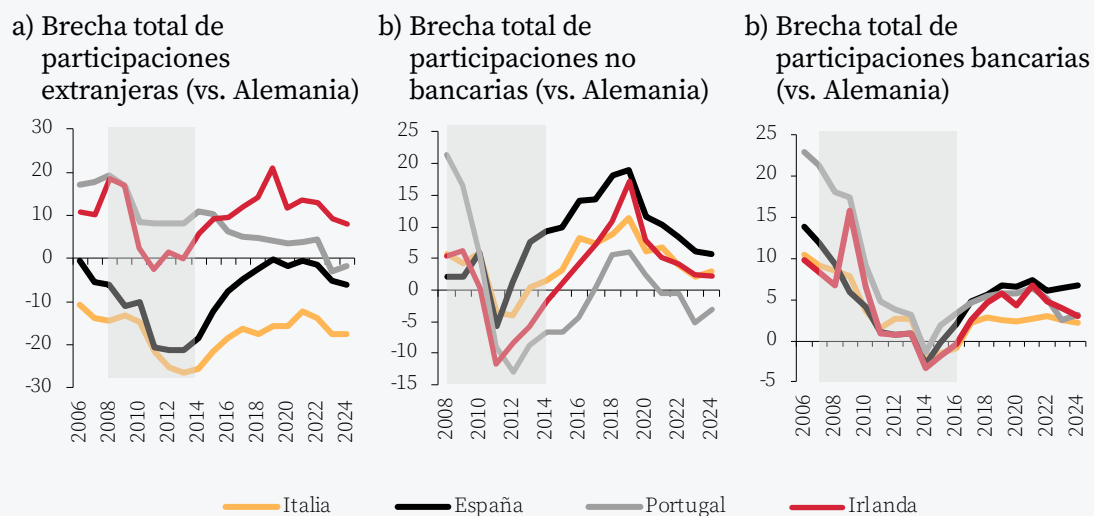
El mejor comportamiento relativo macroeconómico de los Estados miembros de la periferia tras el período de crisis de la Crisis Financiera Global y la posterior crisis de la deuda soberana en la UEM (años 2008-12) se refleja también en la evolución comparada de variables financieras

clave, ya sean de flujo inversor o de riesgo de crédito soberano, frente a los países del núcleo, en especial frente a Alemania.

Analizamos dos variables de flujo inversor: el flujo acumulado de inversión extranjera directa (IED) y la distribución de las tenencias de deuda soberana (cuadro 2). El siguiente cuadro recoge las tasas de crecimiento anual compuesto de la IED en distintos períodos y el diferencial de crecimiento de esta variable, en puntos porcentuales, entre cada país y Alemania. Su lectura pone de manifiesto cómo los años de crisis derivaron en una fuerte reducción del crecimiento relativo de los flujos de entrada de IED en los cinco países de la periferia frente a Alemania en comparación con los primeros años de vida de la UEM. Es más, la IED en España e Italia experimenta un fuerte frenazo relativo. En los diez años posteriores a 2013, la constante vuelve a ser un crecimiento diferencial de la inversión en la periferia frente a Alemania (aunque a un ritmo muy alejado del período 2000-2007).

Gráfico 7

Tenencias de deuda pública en manos de no residentes: evolución de la brecha entre distribuciones por sector institucional frente a Alemania

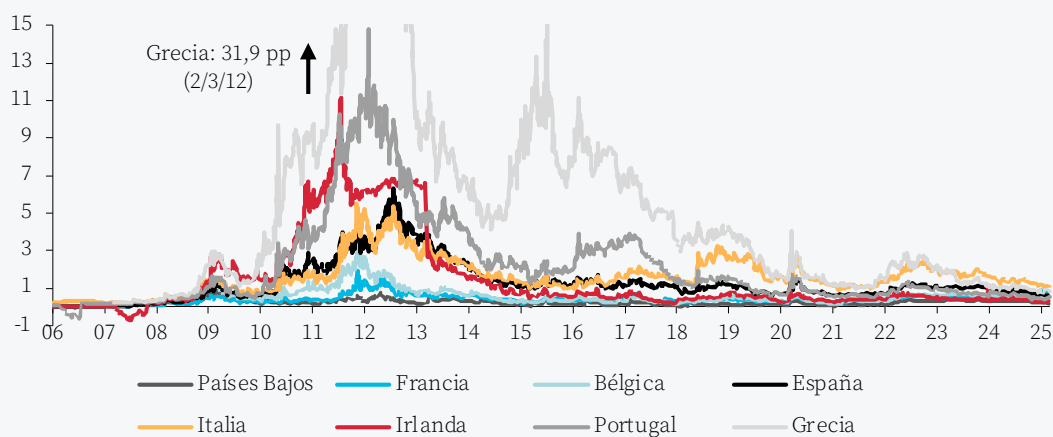


Fuente: Afi a partir de FMI (datos para la deuda del gobierno central).

Gráfico 8

Diferencial de deuda soberana a diez años frente a Alemania

Puntos porcentuales



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

La segunda variable que refleja una recuperación relativa del flujo inversor hacia los países de la periferia —los cuatro mediterráneos más Irlanda— la tenemos en la evolución del *stock* de tenencias de deuda en manos de no residentes (gráfico 7). Utilizamos para ilustrarlo la brecha entre los pesos de las tenencias de no residentes en los países de la periferia y Alemania. Se observa cómo, tras la fuerte reducción relativa del rol de los no residentes (bancos y otros inversores no bancarios) de los años 2008-2013, se produce una intensa recuperación hasta 2020, paralela a la recuperación de confianza en las economías periféricas, reflejada además en la normalización progresiva de los diferenciales de rentabilidad

frente a la deuda alemana (las “primas de riesgo” soberanas). La estabilización e incluso ligera ampliación de la brecha que se observa desde 2020 no debe interpretarse en clave negativa, pues es una consecuencia directa de los masivos programas de compra de deuda interpuestos por el BCE tras la COVID-19. Es más, aunque se produce una reducción de la brecha relativa en el segmento de inversores no residentes no bancarios, la constante recuperación del apetito relativo por la deuda periférica de los inversores bancarios no residentes lo consideramos como una prueba de la solidez de la recuperación de flujos inversores hacia este grupo de países, en este caso en bonos soberanos.

Conclusiones

La crisis de deuda soberana en la UEM (2010-2012) impactó con especial dureza a los países de la periferia europea, cuya combinación de altos déficits, deuda elevada y desequilibrios macroeconómicos amplificó su exposición a los efectos de Gran Crisis Financiera de 2008. Los rescates financieros y las estrictas medidas de austeridad impuestas por la UEM permitieron restablecer la estabilidad económica y una mayor disciplina fiscal en la zona del euro, mientras las reformas estructurales implementadas por los países de la periferia impulsaron su competitividad y ayudaron

a reducir la brecha de crecimiento con los países del núcleo europeo.

En los últimos años, los Estados de la periferia han mostrado un crecimiento más dinámico que el de sus pares del centro de Europa, impulsado por factores estructurales y cíclicos. La recuperación del atractivo inversor ha permitido reducir las primas de riesgo y fortalecer la confianza en la sostenibilidad fiscal de los países periféricos. En el futuro, la convergencia económica dentro de la zona del euro dependerá de la capacidad de estos países para consolidar sus avances estructurales, mejorar su productividad y de su exposición a la evolución del entorno global.

03

Vicente Salas Fumás

Profesor emérito de la Universidad de Zaragoza y Funcas



La actividad de los sectores institucionales de la economía española en el primer cuarto del siglo XXI

El texto muestra la evolución de las variables de *output* (valor añadido bruto), empleo y formación de capital fijo para los distintos sectores institucionales de la economía española (sociedades no financieras, sociedades financieras, hogares y entidades sin ánimo de lucro y administraciones públicas) en los últimos veinticinco años que coinciden con los años desde la creación de la zona del euro. Los resultados indican una cierta estabilidad en la aportación de cada sector institucional al conjunto de la economía entre el principio y el final del estudio, aunque las dinámicas de las variables de actividad son distintas dentro de cada sector y entre sectores, un hecho que queda oculto cuando se analizan únicamente los agregados nacionales.

Introducción

Al final del año 2024 se cumple el primer cuarto del siglo XXI. Este artículo muestra de forma gráfica la evolución de la actividad de los sectores institucionales de la economía española —sociedades no financieras, instituciones financieras,

familias y entidades no lucrativas (que incluye a los trabajadores autónomos y personas físicas) y administraciones públicas—, para los cinco lustros ya transcurridos del siglo actual. Los sectores institucionales proporcionan una perspectiva del desempeño de la economía desde el comportamiento de los principales actores privados

Cuadro 1

Aportación de los sectores institucionales (sociedades no financieras, administraciones públicas, hogares y entidades no lucrativas, instituciones financieras), al valor añadido brut (VAB), la formación bruta de capital fijo (FBCF), y la remuneración de los asalariados (REM ASALA)

	SNF (%)	AA. PP. (%)	Hogares (%)	IF (%)	Total (millones de euros constantes 2000)
<i>Output (VAB)</i>					
2000	55,4	13,3	27,0	4,3	588.595
2007	54,1	12,9	26,9	6,2	726.767
2014	56,2	14,2	24,5	5,1	701.793
2024 (TIII)	58,5	13,6	23,6	4,3	864.674
<i>FBCF</i>					
2000	55,0	14,2	29,2	1,6	168.191
2007	50,7	15,7	32,5	1,1	242.490
2014	69,3	11,8	17,0	1,9	158.276
2024 (TIII)	60,4	14,8	22,7	2,1	201.179
<i>REM ASALA</i>					
2000	65,1	20,6	9,6	4,7	316.163
2007	65,6	20,8	9,3	4,3	382.411
2014	62,7	24,4	8,6	4,3	316.058
2024 (TIII)	66,6	22,5	8,0	2,9	405.564

Nota: La REM ASALA aproxima la cantidad de *input* trabajo en la producción, resultado de deflactar la remuneración de asalariados por el índice de coste laboral armonizado. Los valores del III trimestre de 2024 (TIII) corresponden a acumulados de cuatro trimestres, es decir, incluyen los valores del cuarto trimestres de 2023.

Fuentes: Elaboración propia a partir del INE, cuentas trimestrales de los sectores institucionales de la economía española y de los deflactores correspondientes.

y la Administración pública, los inversores y los financiadores, las personas físicas y las sociedades mercantiles. La desagregación institucional de la actividad económica es menos habitual que la desagregación por sectores productivos (agricultura, industria, servicios) entre los analistas económicos, pero, en nuestra opinión, igualmente importante porque pone el foco en los resultados de decisiones de actores económicos con diferentes intereses.

A modo introductorio, el cuadro 1 muestra el peso relativo de cada uno de los sectores institucionales de la economía española en tres variables de actividad económica diferentes y en cuatro momentos del tiempo; en la última columna se muestran los valores absolutos, en millones de euros constantes del año 2000, de cada una de las variables en los años respectivos.

Los flujos de las variables de actividad y los índices de precios utilizados para deflactar los valores nominales incorporan la última actualización de las estadísticas del INE en el año 2024.

El sector de las SNF, el más importante cuantitativamente con diferencia, gana peso relativo en 2024 con respecto al año 2000 en los tres indicadores de actividad, mientras que el sector de Hogares, que incluye la actividad de los trabajadores autónomos, el segundo en importancia en aportación al VAB y a la FBCF, pierde peso relativo en los tres indicadores. Destacar también la pérdida de peso relativo del empleo en el sector de las IF, el que aporta relativamente menos de forma directa a la actividad, en 2024 con respecto a años anteriores, y el aumento relativo del peso del empleo público en 2024 con respecto al año 2000.

En el resto de la exposición se muestra la evolución temporal de cada variable de actividad por separado en términos comparativos por sectores y para el agregado total de la economía¹.

Output

El gráfico 1 muestra la evolución del *output* estimado para cada uno de los sectores institucionales entre 2000 y 2024 (tercer trimestre), utilizando como medida de *output* el VAB de cada sector, deflactado por el índice de precios correspondiente.

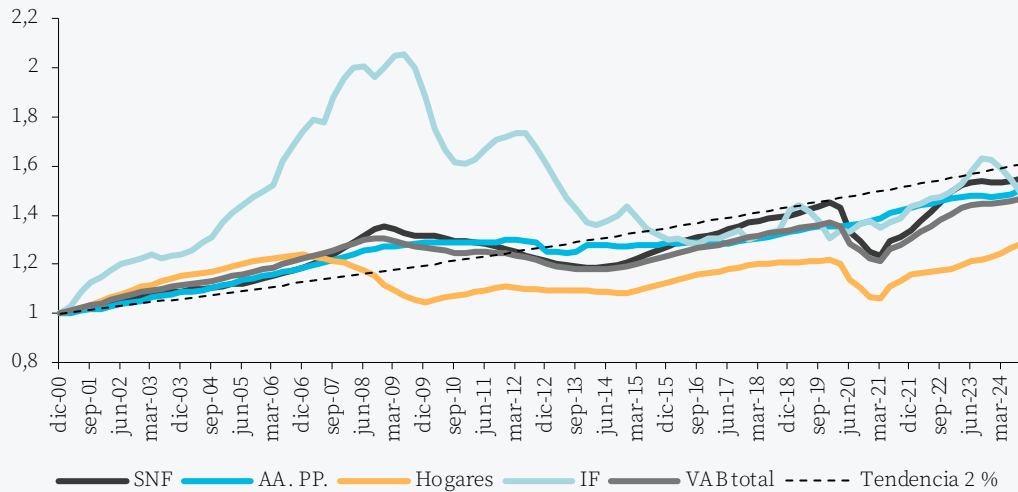
En los primeros años del siglo XXI, con el euro recién estrenado, todos los sectores institucionales crecen holgadamente por encima del 2 % de crecimiento anual; destaca el desproporcional aumento del *output* de las instituciones financieras que en siete años se multiplica por dos, cuando el *output* del conjunto de la economía en el mismo periodo aumenta un 20 %. El sector de los Hogares es el segundo en crecimiento durante los primeros años del siglo, aunque también es el primero que interrumpe el crecimiento dos años antes de la crisis financiera de 2008. El impacto de la crisis, financiera y de deuda, y las secuelas de los años posteriores es desigual entre los sectores. Destaca la severa contracción del *output* del sector IF que se prolonga hasta 2015; la estabilidad del *output* de las AA. PP., manteniéndose en los niveles de 2009 durante los siguientes diez años (con una caída en 2012 y 2013); la rápida contracción del *output* del sector de Hogares y la lentitud con la que se recupera (no llega al nivel de 2006 hasta 2019, trece años después).

1 El trabajo forma parte de una secuencia de estudios sobre los sectores institucionales de la economía española y el particular sobre el sector de las SNF con datos agregados de Contabilidad Nacional, explicados desde una perspectiva empresarial (ver Salas Fumás [2021] para una visión general de la línea de trabajo).

Gráfico 1

Output, en valor añadido bruto (VAB), normalizado, de los sectores institucionales de la economía española 2000-2024 (tercer trimestre) a euros constantes del año 2000 y línea de tendencia de crecimiento acumulativo anual del 2 %

Datos acumulados de cuatro trimestres consecutivos



Fuentes: Elaboración propia a partir del INE y del Banco de España, últimos datos actualizados. VAB nominal procedente de las cuentas trimestrales de los sectores institucionales de la economía española hasta el tercer trimestre de 2024. Deflatores: Instituciones financieras (IF), deflactor implícito del VAB del sector de actividades financieras y de seguros; administraciones públicas (AA. PP.), deflactor implícito de Administración pública, sanidad y educación; sociedades no financieras (SNF) y hogares (familias e instituciones sin ánimo de lucro), deflactor del PIB ajustado después de excluir las contribuciones de los sectores de IF y AA. PP. (elaboración propia).

La pandemia por la COVID-19 contrae notablemente la actividad de las SNF y de los Hogares (trabajadores autónomos y empresas personales)

La crisis financiera interrumpe unos años de crecimiento acelerado en el *output* de las SNF; entre 2008 y 2014 la actividad del sector se contrae hasta niveles de 2005; la recuperación se acelera a partir de 2015 y el *output* en 2019 supera en más de un 10 % el máximo anterior de 2008. La pandemia por la COVID-19 contrae notablemente la actividad de las SNF y de los Hogares

(trabajadores autónomos y empresas personales) mientras que las IF y las AA. PP. aumentan el *output* en el mismo periodo. A finales de 2024, todos los sectores institucionales superan holgadamente los niveles de *output* de 2019.

El gráfico 1 se completa con información sobre la evolución del VAB total de la economía a euros constantes, normalizado por el valor del año 2000, y con la línea tendencial de crecimiento del *output* a una tasa acumulativa constante del 2 % anual. Hasta 2012, el *output* de todos los sectores, excepto Hogares, está por encima del acumulado con el crecimiento tendencial

del 2 % anual; desde 2012 en adelante, solamente el sector de IF, coincidiendo con el último episodio de subida de tipos de interés, supera puntualmente la línea tendencia. El *output* de las SNF alcanza prácticamente la línea tendencial en 2019, pero la pandemia supone un nuevo retroceso. En 2024, excepto en el sector de IF, el VAB de cada uno de los sectores institucionales mantiene tasas de crecimiento anual en línea con la tendencia del 2 %, pero desde niveles inferiores a los que correspondería de haberse mantenido la tendencia en el pasado: el sector de las SNF está casi un 4 % por debajo del nivel tendencial;

el sector de Hogares un 20 % por debajo y el nivel del VAB total es un 7.5 % inferior al que le correspondería para un crecimiento tendencial acumulado del 2 % anual desde 2000 a 2024.

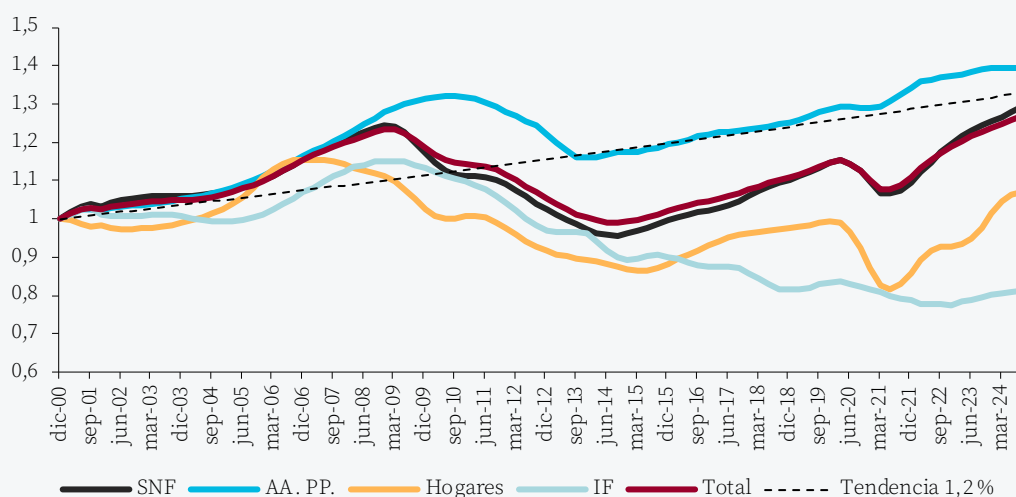
Trabajo asalariado

El *input* trabajo utilizado en la producción se mide a partir de la remuneración a los asalariados de cada sector institucional, deflactada trimestralmente utilizando como deflactor un índice de precios elaborado a partir del coste

Gráfico 2

Asalariados (calculados deflactando la remuneración a los asalariados por el índice de coste laboral armonizado), de los sectores institucionales de la economía española 2000-2024 (tercer trimestre), en valores normalizados, y línea de tendencia de crecimiento acumulativo anual del 1,2 %

Datos acumulados de cuatro trimestres consecutivos



Nota: Índice de coste laboral por hora trabajada armonizado ajustado por estacionalidad y calendario, calculado a partir de datos INE. La remuneración de los asalariados del sector de IF se deflacta por el índice de coste laboral armonizado del sector.

Fuentes: Elaboración propia a partir del INE y del Banco de España, últimos datos actualizados. Remuneración de los asalariados nominal procedente de las cuentas trimestrales de los sectores institucionales de la economía española hasta el tercer trimestre de 2024.

laboral armonizado por hora de trabajo desestacionalizado y corregido por efectos de calendario (INE) (gráfico 2).

Los perfiles temporales de la evolución del trabajo asalariado utilizado en la producción en los distintos sectores institucionales son similares a los que se observan en el gráfico 1 correspondiente a la evolución del *output* respectivo, con la excepción del sector de las Instituciones financieras donde *output* (VAB deflactado) y empleo asalariado muestran trayectorias divergentes. Hasta la crisis financiera de 2008 todos los sectores llegan a colocarse en algún momento en niveles de trabajo asalariado por encima de la tendencia de crecimiento acumulado del 1,2 % anual, pero a partir de la crisis solamente el sector de las AA. PP. mantiene niveles de *input* trabajo por encima o coincidiendo con los tendenciales. El empleo asalariado en el sector de las AA. PP. es el que más crece en el periodo precrisis financiero, hasta un 32 % por encima del nivel del año 2000 en septiembre de 2010, cuando, el incremento máximo en los asalariados totales es de un 23,3 % en diciembre de 2008. El ajuste a la baja en el empleo asalariado entre 2009 y 2014 afecta a todos los sectores, aunque menos al del sector de las AA. PP., que pierde 16 puntos porcentuales entre 2010 y 2013, mientras que el sector de las SNF pasa del valor del índice 1,23 en diciembre de 2008 al valor de 0,95 en diciembre de 2014. En el sector de las IF la evolución del *input* trabajo decrece tendencialmente a lo largo de todo el periodo, desde 1,15 en diciembre de 2008 hasta 0,81 en septiembre

de 2024, es decir un tercio de empleo asalariado perdido en dieciséis años de ajuste continuado.

Todos los sectores institucionales, excepto el de las IF, aumentan empleo salariado en la recuperación a partir de 2015, aunque con la interrupción y el retroceso provocados por la pandemia de la COVID-19

Todos los sectores institucionales, excepto el de las IF, aumentan empleo salariado en la recuperación a partir de 2015, aunque con la interrupción y el retroceso provocados por la pandemia de la COVID-19. En septiembre de 2024, el empleo asalariado de las SNF alcanza valores máximos de todo el periodo, con un nivel un 30 % por encima del nivel de 2020, acercándose ya al nivel tendencial que marca el crecimiento acumulado anual a tasas del 1,2 %². En ese mismo año sector de las AA. PP. también alcanza los niveles máximos de empleo, un 40 % por encima del nivel en el año 2000, mientras que el empleo asalariado en el sector de los Hogares y entidades sin ánimo de lucro con un 7 % por encima del valor en el año 2000, no alcanza el máximo del año 2006. Comparando los niveles de *output* del gráfico 1 con los niveles de empleo asalariado el gráfico 2, en septiembre de 2024 el crecimiento del *output* entre 2000 y 2024 supera al crecimiento del *input* laboral de los asalariados, destacando la diferencia en crecimientos del sector de las IF sobre el resto. Para el conjunto de la economía, en 2024 el *output* es un 47 % superior al del año 2000, comparado con un crecimiento acumulado en el trabajo asalariado del 27 %³.

2 El crecimiento tendencial del 1,2 % se ha elegido teniendo en cuenta el crecimiento tendencial del 0,8 % anual de la productividad laboral estimado para la economía española en el periodo (Bock *et al.*, 2024): 2 % crecimiento del *output* menos 0,8 % crecimiento de la productividad laboral.

3 Se ha comprobado que la evolución del empleo asalariado que se desprende del gráfico 2 es coherente con las cifras de empleo asalariado que publica la EPA ajustadas por la variación en el número de horas trabajadas, en retroceso durante todo el periodo. Por otra parte, según la EPA, el número de trabajadores por cuenta propia en 2024 que en principio no estarían contabilizados entre los ocupados asalariados del gráfico 2 es prácticamente el mismo que a principios del siglo.

Inversión en capital fijo

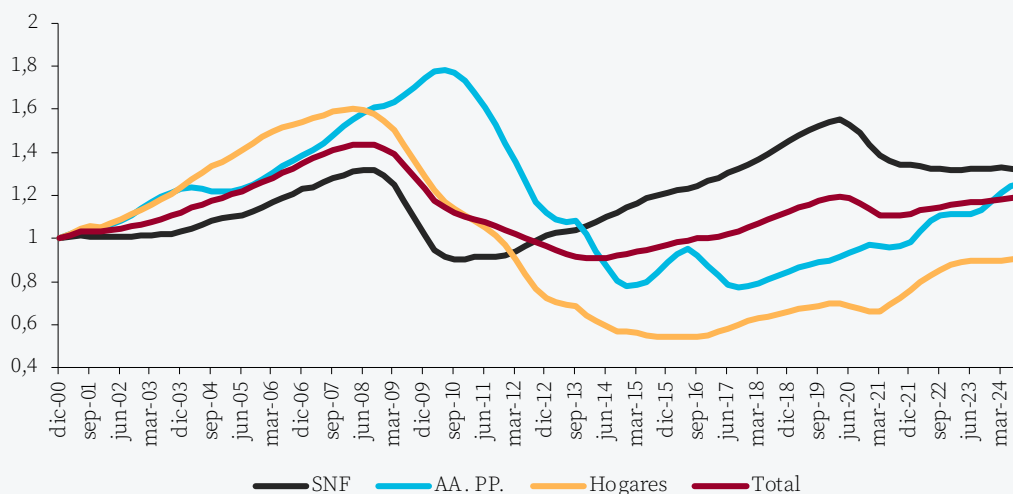
La inversión de los sectores institucionales de la economía se aproxima por los volúmenes de formación bruta de capital fijo, FBCF, en euros constantes y por los volúmenes de formación neta de capital, FNCF, bruta menos consumo de capital, también en euros constantes, deflactados por el deflactor de la FBCF de la economía española. Se excluye del análisis la inversión en capital fijo de las IF por su elevada volatilidad durante el periodo de estudio, difícil de explicar desde la racionalidad económica. Los valores normalizados, al igual que los valores del *output* y de los asalariados, se muestran en los gráficos 3 y 4.

Las dinámicas de los flujos de inversión en capital fijo durante el periodo de estudio muestran perfiles consistentes con las dinámicas de la actividad económica a partir del *output* y del empleo asalariado: expansión hasta 2008, contracción severa más o menos prolongada y desigual entre sectores y recuperación posterior, interrumpida, también desigualmente, por la COVID-19. En lo que se refiere a la FBCF, la mayor volatilidad en el flujo se observa en los sectores de las AA. PP. y Hogares. Por ejemplo, la FBCF de las AA. PP. (Hogares) aumenta hasta un 80 % (60 %) con respecto al nivel del año 2000 en la fase expansiva y en la fase contractiva desciende hasta un 22 % (45 %) inferior a la del año 2000. En el sector de las SNF, la FBCF

Gráfico 3

Formación bruta de capital fijo (FBCF) a euros constantes del año 2000, de los sectores institucionales de la economía española 2000-2024 (tercer trimestre), en valores normalizados

Datos acumulados de cuatro trimestres consecutivos



Nota: No se incluye la FBCF del sector de IF por la elevada volatilidad de los valores trimestrales.

Fuentes: Elaboración propia a partir del INE y del Banco de España. FBCF procedente de INE, cuentas trimestrales de los sectores institucionales de la economía española. Deflactor de la formación bruta de capital fijo procedente de las estadísticas del Banco de España.

en 2007 sube hasta un 31 % por encima del nivel del año 2000 y en 2009 está un 9,5 % por debajo.

La recuperación más adelantada y más acelerada del flujo de inversión en capital fijo se produce en el sector de las SNF

La recuperación más adelantada y más acelerada del flujo de inversión en capital fijo se produce en el sector de las SNF. Cuando la pandemia por la COVID-19 interrumpe el crecimiento acelerado, la FBCF de las SNF está un 55 % por encima del nivel del año 2000, notablemente por encima del 31 % de crecimiento acumulado en la fase expansiva anterior. En los sectores de Hogares y de las AA. PP., la FBCF en 2019 aún está un 30 % y un 10 % por debajo de los niveles del año 2000 y muy lejos de los máximos de 2008. La situación después de la pandemia cambió notablemente. El sector de las SNF experimenta una contracción en FBCF sensiblemente inferior a la que se produce en el sector de Hogares, mientras que la FBCF en el sector de las AA. PP. apenas se resiente. En la fase de recuperación posterior, desde 2021 hasta 2024, la FBCF de las SNF está estancada en los niveles más bajos de la pandemia, mientras que, en Hogares, y sobre todo en las AA. PP., la inversión bruta se recupera; concretamente, en septiembre de 2024 la FBCF de las AA. PP. está un 26 % por encima del nivel del año 2000.

La formación neta de capital fijo, igual a la bruta menos el consumo de capital, muestra una evolución temporal con similitudes, pero también con diferencias destacables con respecto a la inversión bruta. De acuerdo con el gráfico 4 en el periodo previo a la crisis de 2008 el flujo de inversión neta aumenta año tras año, lo que significa que sucesivamente se añade más capacidad productiva a la ya existente, aunque en el sector de las SNF el despegue de la acumulación se produce con un cierto retraso.

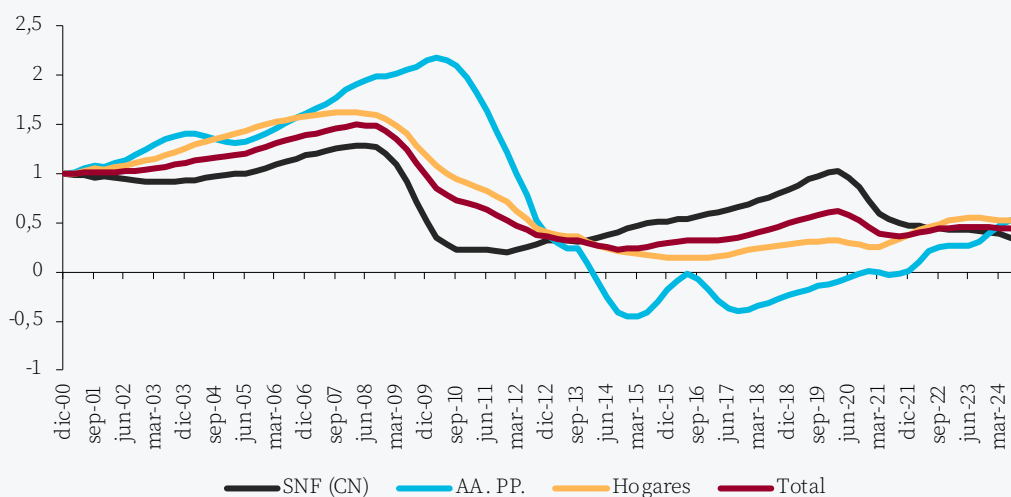
El perfil de contracción en la inversión neta en los años de ajuste hasta 2014 es general entre los sectores, pero el perfil en los años posteriores de recuperación muestra diferencias entre ellos. El sector de las AA. PP. muestra cifras de formación neta de capital fijo negativas entre 2014 y 2021, lo que significa que el *stock* de capital público de la economía en este periodo se reduce con respecto a los niveles iniciales (la inversión bruta nueva no alcanza a reponer el capital consumido o depreciado). Durante la pandemia, la FNCF de las AA. PP. es prácticamente nula; la recuperación en los tres últimos años, coincidiendo con los programas *NGEU*, supone un nivel de inversión en 2024, igual a la mitad de la del año 2000 y a un tercio del máximo de 2008. En Hogares, la recuperación arranca en 2016 desde un mínimo del 14 % del nivel del año 2000 hasta la mitad del nivel de ese año en 2024.

La comparación entre la inversión bruta y la inversión neta en el sector de las SNF muestra diferencias relevantes. La FBCF del sector después de la crisis financiera se recupera gradualmente y en 2019 supera holgadamente la del año 2000 (gráfico 3). La FNCF también se recupera, pero en menor medida, de manera que en 2019 apenas alcanza el nivel del año 2000. Este resultado se explica por el aumento paulatino en el tiempo en las cifras de consumo de capital, para un mismo volumen del *stock* de capital productivo. Este aumento en la tasa de amortización o depreciación del capital se explicaría, a su vez, por un cambio en la composición de los activos en balance de las SNF, hacia un mayor peso de activos de vida útil productiva más corta en detrimento relativo de los activos de vida más larga; por ejemplo, más maquinaria, más I+D y menos inmuebles y menos estructuras productivas, después de 2008 que antes de ese año. Otro dato destacable de la FNCF de las SNF es que, desde la pandemia, la inversión neta no ha

Gráfico 4

Formación neta de capital fijo (FNCF), bruta menos consumo de capital, a euros constantes del año 2000, de los sectores institucionales de la economía española 2000-2024 (tercer trimestre), en valores normalizados

Datos acumulados de cuatro trimestres consecutivos



Notas: La FNCF (ajustado) se calcula a partir del consumo de capital estimado bajo el supuesto de progreso técnico incorporado en los nuevos bienes de capital que deprecia el *stock* de capital existente. No se incluye la FNCF del sector de instituciones financieras por la elevada volatilidad de los valores trimestrales. Pro memoria: valores de FNCF del año 2000: SNF, 44.008 millones de euros; AA. PP., 10.797 millones de euros; HOGARES, 35.242 millones de euros; TOTAL (sin IF), 90.047 millones de euros.

Fuentes: Elaboración propia a partir del INE y del Banco de España. FBCF y consumo de capital procedentes de INE, cuentas trimestrales de los sectores institucionales de la economía española. Deflactor de la formación bruta de capital fijo del Banco de España.

detenido su descenso y, en la estimación más favorable, en 2024 está por debajo de un tercio de la inversión neta en el año 2000. El declive en la inversión neta en capital fijo de las SNF en los últimos cinco años del periodo, y durante los tres últimos de recuperación económica general desde los niveles más bajos durante la pandemia por la COVID-19, constituye una anomalía en todo el periodo de estudio⁴.

Inputs y output de las SNF

En este apartado se ponen en relación los *inputs* de capital y trabajo con el nivel de *output* en el sector de las SNF con el objetivo de ofrecer una visión conjunta de la actividad del sector. El *output* se mide por el VAB a euros constantes del año 2000, con datos normalizados que aparecen en el gráfico 1; el *input* trabajo se mide por los

⁴ En Salas Fumás (2024a, 2024b y 2024c) se presentan análisis más detallados a modo de explicaciones del comportamiento inversor de las SNF en los últimos años pospandemia.

asalariados de las SNF según cifras que aparecen en el gráfico 2, valores también normalizados por el valor del año 2000, y el *input* capital se mide por el *stock* de capital productivo a euros constantes del año 2000, obtenido por estimación propia utilizando el método de inventario permanente y en valores normalizados por el *stock* del año 2000. El análisis se completa con la estimación del nivel de *output*, en valor normalizado, a partir de las cantidades de *inputs* capital y trabajo y una hipotética función de producción Cobb-Douglas con las siguientes características: elasticidad del *output* al recurso trabajo de 0.58; elasticidad del *output* al recurso trabajo de 0.33; tendencia de crecimiento en la productividad total de los factores del 0,5 % anual⁵. La representación gráfica de los valores normalizados de *inputs* y *outputs* se muestra en el gráfico 5.

El *stock* de capital de las SNF, nueva variable incorporada al análisis, muestra una tendencia a lo largo del periodo alrededor del 2,5 % acumulativo anual, por encima del crecimiento tendencial del *output* y del *input* trabajo asalariado, aunque igualmente con ritmos desiguales de crecimiento en distintos subperiodos. En los años hasta la crisis de 2008, el *stock* de capital aumentó un 53,7 % con respecto al nivel del año 2000. Entre 2009 y 2017 el *stock* aumenta a un ritmo moderado que se acelera en los dos años siguientes; durante la pandemia el *stock* vuelve a estabilizarse y en los tres últimos años, hasta 2024, permanece prácticamente estable en un nivel 80 % mayor

que el del año 2000, pero solamente un 15 % por encima del nivel de 2009 (no se tienen en cuenta oscilaciones en el tiempo en las tasas de ocupación de la capacidad productiva).

El gráfico 5 pone de manifiesto la intensificación de capital en relación con el trabajo en todo el periodo de estudio. En el inicio de la crisis financiera, 2008, el *stock* de capital por unidad de trabajo asalariado de las SNF habría aumentado alrededor de un 25 % con respecto a la relación de capital sobre el trabajo asalariado en el año 2000. En 2024, pese al estancamiento en el *stock* de capital en los últimos años y la aceleración del empleo salariado en el mismo periodo, la relación capital empleo asalariado es un 40 % mayor en el año 2000. Bajo el supuesto de tecnología-función de producción estable en el tiempo y empresas que minimizan costes en la elección de la mezcla de *inputs* para un nivel de producción dado, la relación de capital por unidad de trabajo está determinada la ratio entre el coste por uso del capital y el coste laboral, en relación inversa⁶. La intensificación de capital en el sector de las SNF sería consistente, por tanto, con un encarecimiento relativo del recurso trabajo en relación con el recurso capital. Concretamente, el 25 % de intensificación hasta la crisis financiera podría explicarse por la transición al *stock* de capital deseado mayor como consecuencia del abaratamiento del componente financiero del coste por uso del capital para las empresas españolas con la entrada en el euro.

5 Las elasticidades se han calculado a partir de las proporciones que representan los costes del trabajo y del capital (estimados) sobre el VAB, promedios para todo el periodo (Salas Fumás, 2024a y b).

6 En la condición de mínimo coste se cumple, para cada *input*, la siguiente condición:

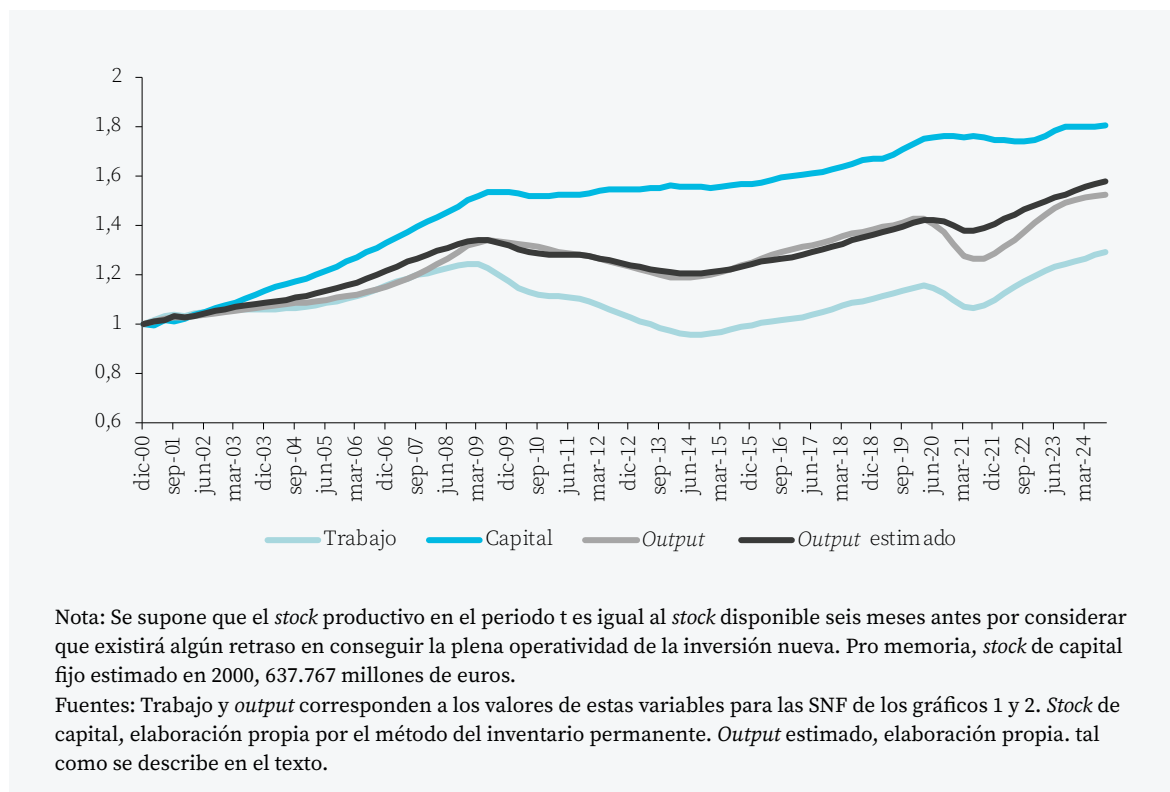
$$\frac{\text{Output}}{\text{Input}} = \frac{\text{Coste unitario real input}}{\text{Elasticidad del output al input}}$$

La relación entre cantidad de *output* dividida por cantidad de *input* se utiliza como indicador de productividad parcial. Cambios en los precios relativos de los *inputs* de capital y trabajo darán lugar a cambios en la productividad aparente que no son atribuibles a cambios en la eficiencia en la utilización de los recursos sino reflejo de la sustitución de *inputs* en respuesta a cambios en los precios relativos (Salas Fumás [2021] elabora sobre estos conceptos).

Gráfico 5

Inputs trabajo y capital y output del sector de las SNF en España para el periodo 2000-2024, valores normalizados. Output de las SNF para el mismo periodo, estimado a partir de las cantidades de inputs y una función de producción Cobb-Douglas representativa de la tecnología productiva del sector, la misma para todo el periodo

Datos acumulados de cuatro trimestres consecutivos



El *output* estimado reproduce de forma bastante fiel las fases alcistas y bajistas del *output* observado, aunque en los años hasta la crisis financiera de 2008 el retraso en el crecimiento en el *output* observado hasta alcanzar el nivel del *output* estimado apunta a alguna singularidad durante este periodo. Por ejemplo, las inversiones se concentran de forma importante en estructuras e inmuebles con volúmenes altos de capacidad y las empresas necesitan un tiempo hasta ocupar plenamente toda la capacidad instalada. Tampoco debe descartarse que la tecnología de producción hubiera experimentado cambios

entre antes y después de la crisis financiera, en línea con los cambios en la composición de los activos de capital y en las proporciones de costes del trabajo y del capital después de 2008 (Salas Fumás, 2021). La brecha entre el *output* estimado mayor que el observado durante la pandemia y en la posterior recuperación de la actividad, podría estar relacionado con la parálisis inversora de las SNF en los últimos años, a la que nos referíamos antes, y podría estar relacionada también con la destrucción de capacidad productiva no recuperable debido a la pandemia y sus secuelas.

Conclusión

Un dato destacado de la actividad económica en el cuarto de siglo transcurrido desde la creación del euro es la alta volatilidad que se repite en todos los indicadores seleccionados y en todos los sectores institucionales de la economía. Esta volatilidad habrá tenido consecuencias negativas en la tendencia media del crecimiento del conjunto de la economía española en el periodo de estudio. En este sentido, según nuestras estimaciones, el VAB de la economía española a euros constantes del año 2000 en el año 2024 se acerca, pero no alcanza todavía, al nivel de VAB a euros constantes que correspondería a un crecimiento anual acumulativo del 2 %. Por sectores, en 2024 las SNF se acercan al *output* tendencial, pero los Hogares están aún muy lejos de ese nivel y, por tanto, lastran el crecimiento total. En lo que respecta al recurso trabajo empleado en la producción, se estima un crecimiento tendencial acumulado del 1,2 % anual para el conjunto de la economía. Por tanto, se estima un crecimiento tendencial acumulativo de la productividad aparente del trabajo del 0,8 % anual, aunque de nuevo con una alta volatilidad en el tiempo y notables diferencias entre sectores⁷.

La acumulación de capital fijo también muestra ritmos muy diferentes en distintos subperiodos para un mismo sector y entre sectores en un mismo subperiodo.

El conjunto de la economía y los distintos sectores institucionales realizan un esfuerzo de acumulación de capital importante hasta 2008. La crisis financiera de este año afecta negativamente el ritmo inversor, aunque de forma desigual a unos sectores institucionales y otros. Por ejemplo, en el caso de las AA. PP. durante varios años la inversión bruta está por debajo del consumo de capital, es decir, el *stock* de capital fijo público de la economía disminuye.

El sector de las SNF es el que más contribuye a la actividad del conjunto de la economía, con el 66 % de los asalariados, el 60 % de la FBCF y un 59 % del VAB. Su dinámica es también la que más se correlaciona con la del conjunto de la economía española. Es previsible que este protagonismo continúe en el futuro próximo. La importancia relativa del sector justifica un análisis más pormenorizado del mismo incluido en el trabajo, con especial atención a la evolución del *output* y los *inputs*, servicios de capital y trabajo, y a la evolución del *output* estimado a partir de una hipotética función de producción y sus correspondientes parámetros. En este sentido, el trabajo explica el crecimiento acumulado del 2 % anual en el *output* de las SNF entre 2000 y 2024 a partir de un crecimiento anual del trabajo asalariado del 1,2 % (ponderado por una elasticidad del *output* al trabajo de 0.57), un crecimiento anual de los servicios de capital del 2,5 % (ponderada por la elasticidad de 0.33) y un crecimiento del

⁷ Es de destacar el importante aumento en la productividad laboral del sector de las instituciones financieras en este periodo, que habrá contribuido la consolidación del sector bancario y la penetración de la banca *online* en sustitución de la distribución de productos bancarios a través de oficinas físicas.

progreso técnico no incorporado (PTF) del 0,5 % anual. Además de la tendencia, el *output* estimado explica razonablemente bien las oscilaciones en el *output* observado alrededor de la tendencia, excepto desde 2020 en adelante -pandemia y pospandemia por la COVID-19, cuando el *output* estimado supera al observado, lo cual podría indicar pérdidas de capacidad productiva provocadas por la pandemia no contabilizadas, y/o cambios en la especialización de la economía.

Las tendencias no desvelan la notable volatilidad en la evolución de los niveles de *inputs* y *output* a lo largo del periodo, ni tampoco explican otros datos relevantes sobre la actividad de las SNF. Uno de estos datos destacables es el cambio en la composición (vida útil productiva) de los activos de las SNF después de la crisis financiera, que da lugar a unos menores ritmos de acumulación de capacidad productiva para una misma tasa de inversión bruta en capital fijo. Otro hecho destacable es que en 2024 la FNCF de las SNF no muestra signos de recuperación desde los niveles bajos después del ajuste por la pandemia de la COVID-19, cuando esos signos de recuperación sí están presentes en

trabajo y el *output*. Como consecuencia de la atonía inversora, en los últimos tres años el *stock* de capital de las SNF se ha estancado y el crecimiento del *output* depende del crecimiento del empleo y del eventual crecimiento de la PTF. Por otra parte, el crecimiento del *stock* de capital público, aprovechando el impulso de los fondos *NGEU*, está supliendo la falta de crecimiento del *stock* de capital de las compañías privadas, aunque lo deseable hubiera sido que los dos se complementaran y crecieran a la par.

El Informe Draghi sobre la competitividad de la economía europea pone el acento en el déficit relativo de capitalización, cuantitativo y cualitativo, como principal explicación del menor crecimiento de la productividad laboral en la UE comparado con el crecimiento en Estados Unidos. El estímulo a la inversión, dirigido por las políticas industriales selectivas será un elemento clave de la política económica de la UE en los próximos años y el sector corporativo español debe corregir la actual situación de atonía inversora cuanto antes, porque los objetivos de crecimiento sostenido de las economías europea y española dependen de ello⁸.

8 Bock *et al.* (2024) presentan un análisis detallado y completo de lo que denominan “gap transatlántico”, entre la EU y Estados Unidos, con datos individualizados para España y otros países de la UE que permite la comparación de la situación de España en el marco del diagnóstico de competitividad europea del Informe Draghi.

Referencias

- BOCK, S., ELEWA, A., GUILLOU, S., NAPOLETANO, M., NESTA, L., SALIES, E., TREIBICH, T. (2024). Documenting the widening transatlantic gap. OFCE. *Policy Brief*, 129, May. <https://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/pbrief/2024/OFCEpbrief129.pdf>
- SALAS FUMÁS, V. (2021). *La Empresa Española: Del euro a la COVID19*. Zaragoza: Prensas de la Universidad de Zaragoza.
- SALAS FUMÁS, V. (2024a). *Fixed capital formation in the non-financial corporate sector of the Spanish Economy: Crisis, Recovery and Prospects*. Nota Técnica, 3/2024. Madrid: Funcas https://www.funcas.es/documentos_trabajo/fixedcapital-formation-in-the-non-financial-corporate-sector-of-the-spanish-economy-crisis-recovery-and-prospects/
- SALAS-FUMÁS, V. (2024b) La capitalización de la empresa española desde la crisis financiera. *Cuadernos de Información Económica*, nº 300. <https://www.funcas.es/articulos/la-capitalizacion-de-la-empresa-espanola-desde-la-crisis-financiera/>
- SALAS FUMÁS, V. (2024c). Las condiciones financieras para la recuperación de la inversión empresarial en España en la pospandemia. *Boletín Económico de ICE*, (3174-3175). <https://doi.org/10.32796/bice.2024.3174-3175.7843>

04

Desiderio Romero-Jordán

Universidad Rey Juan Carlos y Funcas



Estimación de la progresividad en frío del IRPF por niveles de renta en el periodo 2021-2024

Este artículo estima el efecto recaudatorio resultante de no indexar las principales desgravaciones que operan en la base del IRPF, mínimos personales y familiares y reducción por tributación conjunta. El incremento recaudatorio acumulado del periodo 2021 a 2024 está próximo a los 9.700 millones de euros. El aumento de la factura fiscal por este concepto es de 311 euros en las rentas medias bajas, 458 en las rentas medias y 622 en las rentas medias altas. A partir de Balladares y García Miralles (2024), se infiere que la ausencia de corrección de la tarifa habría aumentado la factura fiscal de las rentas medias entre otros 225 y 450 euros adicionales.

Estado de la cuestión

El impacto de la inflación sobre el incremento en la recaudación de IRPF es una cuestión recurrente en el debate económico. Este interés se ha intensificado desde la pandemia debido al fuerte aumento del índice de precios al consumo (IPC) que entre 2021 y 2024 se situó en el 3,1 %, 8,4 %, 3,5 % y 2,8 %. En suma, un alza acumulada del IPC del 17,8 % que ha impulsado la recaudación del impuesto a través de tres vías interconectadas. Primero, gravando los ingresos de los contribuyentes en términos monetarios, en lugar de hacerlo en términos reales. Esto sucede, incluso, cuando la renta opera en el mismo tramo de la tarifa del impuesto. Segundo, empujando a algunos contribuyentes a tributar en tramos superiores de la tarifa progresiva del IRPF. Tercero, erosionando el valor nominal de exenciones o mínimos expresados en euros. El problema de la progresividad en frío es relevante no solo en periodos de grandes tensiones en precios como el referido. También en etapas de baja inflación debido a su naturaleza acumulativa. Por ejemplo, la inflación media anual del periodo 2009 a 2019 fue del 1,1 %, aunque su efecto acumulado ha sido del 12 %.

La ausencia de indexación en el IRPF es equivalente a una reforma fiscal implícita que no exige aprobación parlamentaria

La ausencia de indexación en el IRPF es equivalente a una reforma fiscal implícita que no exige aprobación parlamentaria. En este escenario, la inflación actúa como un impuesto silencioso cuyo efecto es heterogéneo y no completamente observable por los contribuyentes. Tal vez por ello, la subida de impuestos no está entre las

principales preocupaciones de los hogares españoles (CIS, 2025). Consecuentemente, sus costes políticos son, en general, menores a los de una genuina reforma fiscal que conlleve un aumento explícito de impuestos. En general, este menor lastre político se produce también con el llamado parcheo fiscal, donde los gobiernos acometen cambios tributarios de menor profundidad. La no indexación tiene efectos positivos en la recaudación. De hecho, a falta de una reforma fiscal que lo respalde, la convergencia de España al promedio de Ingresos Públicos/PIB de la Unión Europea (UE) durante el periodo pospandemia ha estado ayudada por el fuerte impulso de la inflación. Lo que a su vez ha posibilitado escalar en la ratio Gasto Público /PIB que se ha situado por encima de la media de la UE-27 (Romero-Jordán, 2024)¹. Pero los efectos de la progresividad en frío van más allá de las cuestiones recaudatorias. De hecho, tiene efectos perniciosos sobre incentivos a trabajar o sobre la distribución de la renta que ocupan mucha menos atención en el debate público (Kis *et al.*, 2024).

El impacto recaudatorio de la progresividad en frío está siendo especialmente relevante en España. Balladares y García-Miralles (2024) estiman que la mitad del aumento recaudatorio de IRPF español del periodo 2019 a 2023 ha sido debido a la inflación². Es decir, 16.700 millones de euros de incremento recaudatorio de los 33.400 millones que aumentó la recaudación de IRPF en ese periodo (AEAT, 2024). De acuerdo con estos autores, el 58 % de este efecto es consecuencia de la no corrección de los diferentes beneficios fiscales (9.700 millones) mientras que el 42 % restante corresponde a la no indexación de la tarifa (7.000 millones). Es decir, un promedio de incremento recaudatorio de 725 euros si

1 Con un fuerte aumento del consumo público que según la estimación es de Funcas explica alrededor de dos tercios del crecimiento del PIB acumulado desde 2019.

2 Dependiendo del método de actualización utilizado.

se toman como referencia los 23 millones de declaraciones presentadas aproximadamente en 2023. Asimismo, AIREF (2024) ha estimado que la no corrección de la inflación aportará 12.600 millones de euros adicionales de recaudación durante los próximos siete años de vigencia del plan fiscal 2025-2031.

El método más eficaz y transparente para hacer frente a la progresividad en frío es la indexación periódica y automática del impuesto. Sin embargo, este tipo de prácticas no están generalizadas en el ámbito de la UE

El método más eficaz y transparente para hacer frente a la progresividad en frío es la indexación periódica y automática del impuesto, tanto de los tramos de la tarifa como del importe de las desgravaciones del impuesto. Sin embargo, este tipo de prácticas no están generalizadas en el ámbito de la UE. Tan solo unos pocos países indexan los tramos de forma periódica: Austria, Bélgica, Francia, Lituania, Países Bajos y Suecia (Bukowski *et al.*, 2023). Alrededor de la mitad de los miembros de la OCDE (2023) optan por un proceso de indexación discrecional de los diferentes parámetros del impuesto. España no aplica un procedimiento de corrección estandarizada sino parcial y discrecional. Por ejemplo, los mínimos personales y familiares no se actualizan desde 2015. Sin embargo, la inflación acumulada desde ese año ha sido del 21,2 %. A efectos ilustrativos, el valor del mínimo general por contribuyente fijado en 5.550 euros desde 2015 sería de 6.715,5 euros en 2024 si estuviera completamente corregido.

El Gobierno ha rechazado en los últimos años la indexación del IRPF bajo el argumento de que beneficiaría también a las rentas altas. Su estrategia se ha centrado en ampliar la reducción por rentas del trabajo para beneficiar a salarios brutos

de hasta 21.000 euros. Asimismo, elevó el umbral que exime a los salarios de tributar en el IRPF desde 14.000 hasta 15.000 euros (Romero-Jordán, 2022). Contrariamente, la mayoría de las comunidades autónomas, tanto de régimen común como forales, han aplicado diferentes correcciones discrecionales en los años 2022 a 2024 (Consejo General de Economistas, 2022, 2023, 2024).

¿Cuánto debería haberse indexado el IRPF?

La inflación no afecta de igual modo a todos los contribuyentes. El índice de precios al consumo (IPC) estimado por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) es un índice agregado que informa del nivel medio de inflación de la economía. Sin embargo, los hogares se enfrentan a diferentes niveles de inflación según su estructura de consumo y la evolución de los precios de mercado que componen su cesta. Es decir, cada hogar tiene su propio IPC, que en adelante denominamos IPCH. Siguiendo la metodología de Romero-Jordán (2023a), el cuadro 1 muestra la inflación que han soportado los hogares en los años 2021 a 2024 por tramos de gasto. Los cálculos utilizan los microdatos de la *Encuesta de presupuestos familiares (EPF)* publicada por el INE.

Como muestra el cuadro 1, el crecimiento medio acumulado de la inflación para el total de los hogares ha sido del 17,8 %. Sin embargo, dicho crecimiento no es homogéneo, sino decreciente con el nivel de gasto. Los hogares con menor capacidad económica, cuyo gasto es inferior a 12.000 euros anuales, han soportado una inflación acumulada del 18,6 %. En el otro extremo de la distribución, la inflación ha sido del 15,8 % en los hogares con más de 120.000 euros de gasto. La razón de estas diferencias se debe a que el peso de los alimentos y la energía ha sido mayor en los hogares con menor capacidad económica.

Cuadro 1**Variación del IPCH por tramos de gasto ajustado**

Tramos (miles)	2021	2022	2023	2024	Acumulado 2021-2024
Hasta 12	4,4	9,1	2,0	3,0	18,6
12 a 21	3,5	8,4	3,4	2,7	18,0
21 a 30	3,1	8,1	3,9	2,7	17,8
30 a 60	2,7	7,7	4,3	2,7	17,4
60 a 90	2,3	7,4	4,5	2,6	16,8
90 a 120	2,0	7,3	4,7	2,6	16,5
> 120	1,7	7,2	4,2	2,7	15,8
	3,5	8,3	3,5	2,7	17,8

Nota: Valores poblacionales.

Fuente: Elaboración propia a partir de los microdatos de la EPF.

Estos dos ítems soportaron las mayores subidas de precios en los años 2021 y 2022. También en 2024, donde el precio de la energía repuntó impulsado por la retirada de las rebajas fiscales. En consecuencia, el momento temporal y la elección de la tasa de indexación afectarán a la distribución de ganadores y perdedores resultantes de dicha corrección. Por ejemplo, en términos relativos, los dos primeros tramos de renta resultarían perjudicados si la corrección se realiza en 2024, tomando como referencia el IPC acumulado hasta ese año (17,8 %). En esos dos intervalos de renta, el IPCH es mayor que el IPC³.

Discusión de resultados

Esta sección ofrece una simulación de estática comparativa del impacto recaudatorio de la au-

sencia de indexación de las principales desgravaciones que operan en base (mínimos personales y familiares y reducción por tributación conjunta). Para este propósito utilizamos la estadística de declarantes del IRPF de 2022 publicada por la Agencia Tributaria, última disponible hasta la fecha (AEAT, 2023). Los resultados por años y tramos de renta se presentan en el cuadro 2. En términos acumulados, el efecto recaudatorio es de 9.747 millones de euros para los cuatro años analizados (alrededor de 10.300 millones capitalizados a 2024). Esta magnitud está en línea con la estimación de Balladares y García-Miralles (2024) para el periodo 2019 a 2023. Asimismo, AIREF (2024) ha calculado para 2024 una ganancia recaudatoria total por la inflación de 3.400 millones de euros. Como se puede ver en el cuadro 2, esta cuantía es compatible con los 1.607 millones de euros estimados en nuestro trabajo para 2024.

3 Tal distribución de potenciales ganadores y perdedores se mantiene en los años 2021, 2022 y 2024 si la indexación se hubiera realizado anualmente. En 2023, la indexación al 2,7 % habría beneficiado especialmente a las rentas más bajas.

De los cuatro años analizados, el mayor impacto recaudatorio se produjo en 2022 (4.597 millones de euros) cuando la inflación alcanzó su nivel máximo pospandemia. Esa magnitud supone el 47 % del aumento recaudatorio acumulado del periodo analizado. Por niveles de renta, el impacto acumulado es creciente con el nivel de renta. Oscila entre los 92 euros para los declarantes con una base liquidable inferior a 12.000 euros anuales y los 1.294 euros para aquellos de más de 600.000 euros. El promedio de base liquidable general fue en 2022 de 23.600 euros, incluida en el intervalo de 21.000 a 30.000 euros. Los declarantes pertenecientes a este tramo de renta han soportado un aumento en su factura fiscal de 458 euros.

En sentido amplio, el rango de la base liquidable para las rentas medias se sitúa entre 17.700 y 47.200 euros anuales (entre 75 % y el 200 % del promedio según el criterio de la OCDE). En este amplio intervalo, el tramo 12.000 a 21.000

euros corresponde a rentas medias bajas mientras que las rentas medias altas se sitúan en el intervalo de 30.000 a 60.000 euros. Como muestra el cuadro 2, el impacto medio por declarante ha

El impacto medio por declarante ha sido en el periodo analizado de 311 euros en las rentas medias bajas, 458 euros en la renta media y 622 euros en las rentas medias altas

sido en el periodo analizado de 311 euros en las rentas medias bajas, 458 euros en la renta media y 622 euros en las rentas medias altas. Siguiendo a Balladares y García Miralles (2024), puede inferirse que la ausencia de corrección de la tarifa añade a las rentas medias entre 225 y 450 euros adicionales de coste fiscal.

Las rentas medias concentran el 59,7 % de las declaraciones presentadas y el 57,8 % de la recau-

Cuadro 2

Efecto de ausencia de indexación de mínimos y tributación conjunta

Euros anuales por declarante de IRPF

Tramos de renta	2021	2022	2023	2024	Efecto total acumulado en 2024
< 12	16,1	43,5	18,1	14,5	92,2
(12 - 21]	54,2	146,9	61,2	49,0	311,3
(21 - 30]	79,8	216,2	90,1	72,1	458,1
(30 - 60]	108,4	293,8	122,4	97,9	622,5
(60 - 150]	152,2	412,3	171,8	137,4	873,7
(150 - 601]	197,9	536,3	223,5	178,8	1.136,4
> 601	225,5	611,1	254,6	203,7	1.294,8
Impacto agregado (miles de millones de euros)	1.619,1	4.597,2	1.924,5	1.607,0	9.747,8

Fuente: Elaboración propia.

dación del impuesto. Y han soportado el 61,3 % del aumento de la recaudación del impuesto debido a la inflación. Puede afirmarse, por tanto, que las rentas medias han sido las grandes perjudicadas por la ausencia de indexación. Este problema se agrava cuando añadimos, además, el efecto del IVA. A partir de los cálculos de Romero-Jordán (2025), el aumento acumulado

de la factura fiscal de IVA junto a la falta de indexación de IRPF para un hogar de renta media ha sido, aproximadamente, de 1.100 euros en el periodo analizado. En ausencia de cambios fiscales, y bajo el supuesto de una inflación próxima al 2,5 %, la factura fiscal de un hogar de renta media aumentará cada año a un ritmo de 200 euros anuales, aproximadamente.

Referencias

- AEAT. (2023). *Estadística de los declarantes del IRPF*. Estadística del año 2022. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Estadistica_de_los_declarantes_del_IRPF.shtml
- AEAT. (2024). *Series mensuales de recaudación*. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml
- AIREF. (2024). Informe sobre el plan fiscal y estructural de medio plazo 2025 2028. Informe 51/24.
- BALLADARES, S., y GARCÍA-MIRALLES, E. (2024). Progresividad en frío: el impacto heterogéneo de la inflación sobre la recaudación por IRPF. *Documentos Ocasionales*, 2422. Banco de España.
- BAŃKOWSKI, K., CHECHERITA-WESTPHAL, C. D., JESIONEK, J., MUGGENTHALER, P. (2023). The effects of high inflation on public finances in the euro area. Based on the analysis by the Eurosystem members of the Working Group on Public Finance. *Occasional Papers*, 332. European Central Bank.
- CIS. (2025). Barómetro, enero de 2025. Estudio 3492.
- COMISIÓN EUROPEA. (2024). Growth-Friendly Taxation in a High-Inflation Environment. *Economic Brief*, 079, Marzo.
- CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS. (2022). *Panorámica de la fiscalidad autonómica y foral 2022*.
- CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS. (2023). *Panorámica de la fiscalidad autonómica y foral 2023*.
- CONSEJO GENERAL DE ECONOMISTAS. (2024). *Panorámica de la fiscalidad autonómica y foral 2024*.
- IGAE. (2024). *Impuestos y cotizaciones sociales de las Administraciones Públicas*.
- KISS, Á., Leodolter, A., Turrini, A., y Ványolós, I. (2024). *Growth-Friendly Taxation in a High-Inflation Environment* (No. 079). Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
- OCDE. (2023). Indexation of labour taxation and benefits in OECD countries. En *Taxing Wages 2023: Indexation of Labour Taxation and Benefits in OECD Countries*. OECD Publishing.
- ROMERO-JORDÁN, D. (2022). Una valoración de las principales cifras de ingresos y gastos de los Presupuestos Generales del Estado de 2023. *Cuadernos de Información Económica*, 291, 19-30. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2022/11/Romero_DEFINITIVO2.pdf
- ROMERO-JORDÁN, D. (2024). España acorta diferencias con el promedio de gastos e ingresos públicos (sobre PIB) de la UE-27. Blog de Funcas. <https://blog.funcas.es/espana-acorta-diferencias-con-el-promedio-de-gastos-e-ingresos-publicos-sobre-pib-de-la-ue-27/>
- ROMERO-JORDÁN, D. (2025). *Impacto de la inflación sobre la factura de IVA de los hogares españoles en el periodo 2021-2024*. Investigaciones de Funcas. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/impacto-de-la-inflacion-sobre-la-factura-de-iva-de-los-hogares-espanoles-en-el-periodo-2021-2024/

05

Miguel Ángel González Simón*
Funcas

* El autor agradece los valiosos comentarios de Raymond Torres. Las opiniones y posibles errores expresados en este documento son responsabilidad exclusiva del autor.



Lecciones europeas para las políticas de vivienda en España

El acceso a la vivienda se ha convertido en un desafío estructural con implicaciones económicas y sociales notables. En los últimos años, el aumento significativo de los precios residenciales como resultado de la creciente brecha entre la oferta y la demanda ha agravado la pérdida de accesibilidad. Este comportamiento, común en numerosos países de la Unión Europea (UE) y otras regiones, está vinculado a factores globales como las condiciones financieras internacionales (FMI, 2024). Sin embargo, los contextos nacionales presentan particularidades que exigen un análisis local. El caso español revela una marcada heterogeneidad entre segmentos de mercado, grupos sociales y regiones. Otros factores que explican su singularidad son el legado de la crisis de 2008 y la relevancia cultural atribuida a la propiedad de la vivienda.

Diagnóstico del mercado de la vivienda en España

El principal objetivo de este artículo es examinar la evolución reciente del mercado de la vivienda en España y explorar opciones de política económica relevantes para España implementadas en la UE.

Los primeros años del siglo XXI estuvieron caracterizados por el fuerte auge del sector residencial. La construcción llegó a alcanzar un ritmo de unas 700.000 nuevas viviendas anuales, impulsada por el excesivo dinamismo en la concesión de crédito y por la entrada masiva de capital extranjero, canalizada principalmente hacia este sector, hasta el estallido de la burbuja inmobiliaria.

La oferta de vivienda nueva se paralizó en los años posteriores a 2008 en un escenario en el que se inició un cambio en las dinámicas de la demanda. Los patrones de demanda desde la crisis financiera han estado notablemente marcados por el envejecimiento poblacional, los cambios en la estructura familiar y los flujos migratorios.

En los últimos diez años, la relación entre demanda nueva de vivienda —medida por la formación de nuevos hogares— y la oferta de vivienda nueva —aproximada por los permisos de construcción— ha evolucionado de forma divergente en España y la UE (véase gráfico 1).

En España, la demanda ha superado de forma persistente a la oferta de nueva vivienda, reflejando un continuo déficit habitacional. Este desajuste alcanzó su punto crítico en 2022, cuando por cada vivienda nueva construida, la demanda residencial representó más de siete unidades. Los años 2021 y 2022 fueron particularmente volátiles. En 2021, la ratio se situó en valores negativos debido a la caída en la creación de nuevos

hogares, mientras que en 2022 se produjo un notable repunte impulsado por la recuperación pos-COVID y el incremento de la recepción de inmigración.

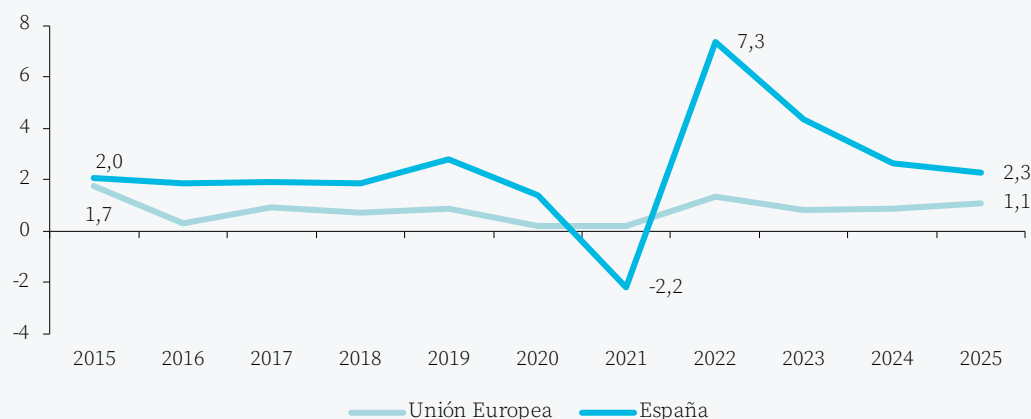
Desde 2023, la brecha ha comenzado a moderarse como resultado de una ligera desaceleración en el crecimiento de la demanda y cierta reactivación de la oferta, aunque sigue siendo significativa. Las proyecciones para 2025, basadas en los datos de población de Eurostat, indican que la demanda de vivienda en España moderará su tasa de crecimiento, pero continúe en niveles elevados (en torno a 300.000 nuevos hogares) superando por más del doble a la oferta nueva.

En contraste, el mercado de la UE ha mostrado una relación más estable durante el mismo período. Desde 2023, la ralentización en el ritmo de construcción y el mayor crecimiento de los hogares estarían contribuyendo a una mayor presión de la demanda relativa, revelando la necesidad de una mayor respuesta de la oferta de vivienda. Para 2025, se prevé que esta tendencia se mantenga, con una demanda superior a la oferta. No obstante, es importante señalar que esta ratio exhibe una cierta heterogeneidad entre los diferentes Estados miembros.

España y la UE presentan como principal rasgo común que la demanda se sitúa en niveles históricamente elevados, especialmente en el caso español. Este exceso de demanda, en un contexto de limitaciones en la respuesta de la oferta, estaría contribuyendo al aumento de los precios y al deterioro de la accesibilidad.

Un aspecto relevante de las dinámicas recientes es que, en las provincias de renta alta, se habría producido un incremento notable en la oferta de vivienda principal (véase gráfico 2). Este comportamiento reflejaría o una mayor capacidad de reacción de la oferta o la mayor presión del

Gráfico 1

Evolución de la demanda relativa de vivienda (2015-2025)

Notas: La demanda relativa se calcula como la ratio entre nuevos hogares y nuevas viviendas para cada año. Los nuevos hogares se miden como la diferencia entre el número de hogares en dos años determinados. Las nuevas viviendas se estiman a partir del número de licencias de construcción otorgadas dos años antes (por ejemplo, las licencias de 2013 se consideran una aproximación de las viviendas finalizadas en 2015). Las proyecciones de los hogares son las estimaciones base de Eurostat.

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de Eurostat.

mercado en estas áreas. En 2015, las viviendas de uso principal representaban una proporción mayor en las provincias, con una renta media más elevada (71,1 %) en comparación con las de renta baja (66,3 %). A lo largo de los años, esta brecha se ha ampliado: en 2023, la vivienda principal aumentó su presencia en torno a cuatro puntos en las provincias de renta alta.

En las provincias de renta baja, se habría reducido el uso de la vivienda principal y aumentado el de las segundas residencias, lo que podría indicar un cambio en las preferencias de los hogares

Por el contrario, en las provincias de renta baja, se ha reducido el uso de la vivienda principal en casi un 4 %. Este fenómeno reflejaría un cambio en las preferencias de los hogares que podría estar relacionado con las limitaciones en

los incentivos para su movilización hacia estas zonas.

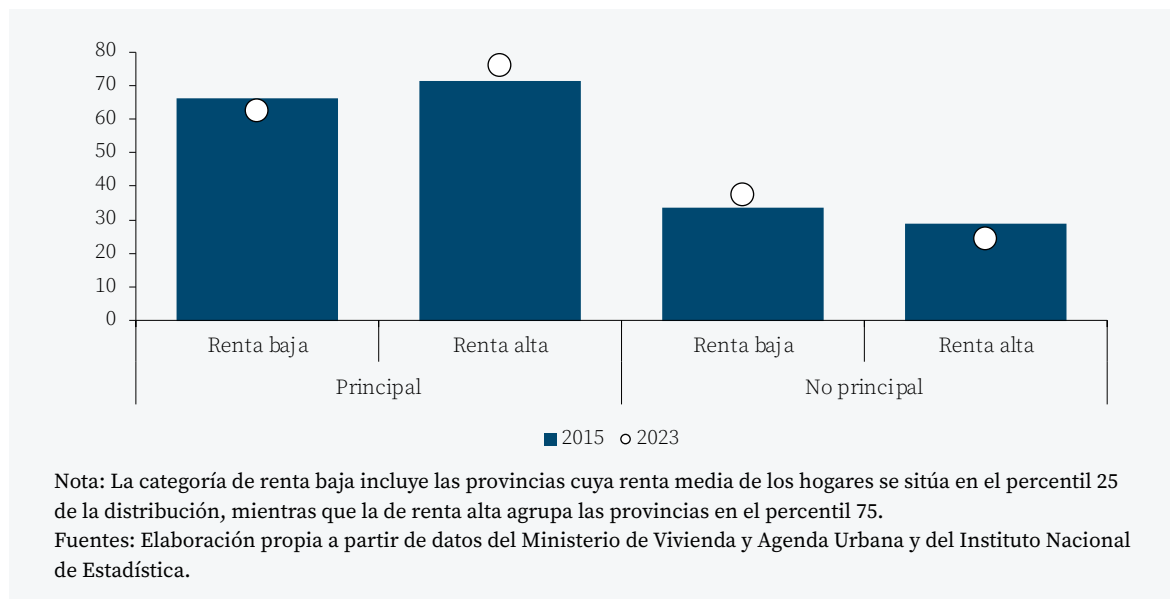
Además, estas diferencias territoriales en el uso de vivienda se producen en un contexto en el que la demanda residencial se concentra en determinadas áreas. Las regiones de Barcelona, Madrid, Valencia, Alicante y Málaga acumulan más del 50 % del déficit residencial del país (Andrés *et al.*, 2024), lo que refuerza la idea de que el tensionamiento del mercado de la vivienda está notablemente concentrado geográficamente.

También se observan notables diferencias en el tipo de vivienda demandada en función del territorio y su nivel de actividad. En concreto, el alquiler tiene una mayor relevancia en aquellos municipios donde la renta media por hogar es más elevada (20,8 %) respecto a los que cuentan con una menor renta (16,8 %). Esto refleja un

Gráfico 2

Evolución del uso de la vivienda según el nivel de renta provincial en España (2015-2023)

Porcentaje del total de la vivienda



aumento de la demanda en el segmento del alquiler que no habría sido correspondido con un incremento de la oferta equivalente.

Aunque el parque de vivienda social ha aumentado en los últimos años, sigue representando un porcentaje muy limitado del total de viviendas (alrededor del 10 %), especialmente en el segmento de arrendamiento (3,3 %). Además, este crecimiento ha sido desigual por territorios. Desde 2019, el parque de vivienda social se ha reducido un 45 % en Castilla y León, mientras que en La Rioja ha aumentado más de un 400 % (Observatorio de vivienda y suelo 2024).

La creciente presencia de viviendas turísticas representa otro factor limitante para la oferta de alquiler residencial, afectando especialmente a aquellas áreas con una mayor actividad económica. La proporción de este tipo de vivienda alcanza en algunas áreas específicas de Málaga

o Alicante más de un 50 % del parque de alquiler residencial (Khametshin *et al.*, 2024).

La evolución de los precios de la vivienda y el alquiler en España durante la última década revela patrones que reflejan los desequilibrios estructurales del mercado de la vivienda. Además, el análisis territorial muestra que existe una elevada heterogeneidad (véase gráfico 3).

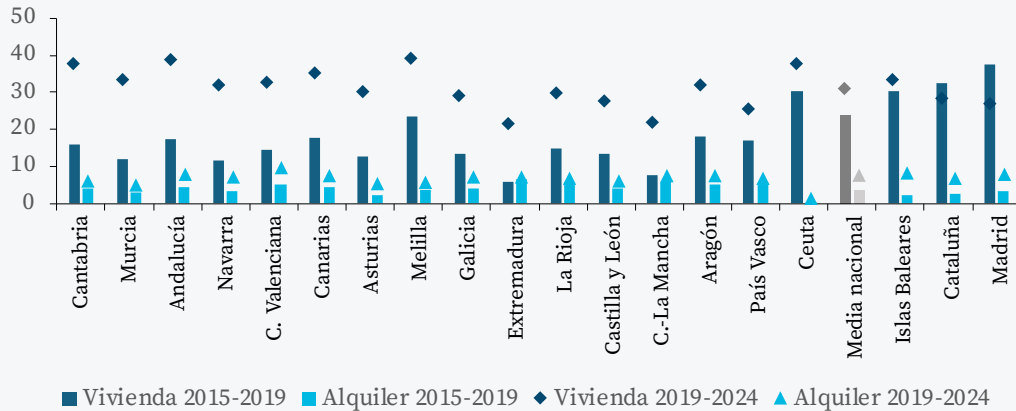
Entre 2019 y 2024, se ha producido una aceleración generalizada en los precios de la vivienda, con tasas significativamente superiores a las del alquiler en prácticamente todas las comunidades

Entre 2019 y 2024, se ha producido una aceleración generalizada en los precios de la vivienda, con tasas significativamente superiores a las del alquiler en prácticamente todas las comunidades. En algunas áreas como Madrid, Cataluña

Gráfico 3

Comparativa de las tasas de crecimiento del precio de la vivienda y del alquiler por CC. AA.

Porcentaje



Fuentes: Elaboración propia a partir de datos del Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana y del Instituto Nacional de Estadística.

y Baleares, los incrementos se han situado en torno al 30 % durante los últimos cinco años. Este comportamiento contrasta con el crecimiento más moderado en el segmento de alquiler.

La intensidad del crecimiento de precios muestra que en aquellas áreas con mayor actividad económica y atractivo turístico experimentan presiones más acentuadas, confirmando la concentración geográfica del déficit de vivienda.

La comparativa entre los periodos 2015-2019 y 2019-2024 revela que, en varias comunidades autónomas, el ritmo de crecimiento de los precios de la vivienda se ha intensificado en los últimos años. En Cantabria, la Región de Murcia, Andalucía y Navarra, los precios se han acelerado más de 20 puntos porcentuales durante los últimos cuatro años respecto a los cuatro anteriores. Este patrón sugiere que los desequilibrios entre oferta y demanda no

solo persisten, sino que se habrían agudizado en determinadas zonas.

Además, se espera que en 2025 se extienda la tendencia de expansión iniciada el año pasado, es decir, que aumenten las ventas y los precios. Este comportamiento estaría explicado por la persistencia de los factores que impulsan la demanda, como el aumento de la renta disponible y una situación financiera relativamente favorable (CaixaBank Research, 2025).

Estas dinámicas dificultan el acceso a la vivienda, especialmente para ciertos colectivos y territorios. Esta heterogeneidad se debe principalmente a la limitada oferta de alquiler residencial y a la creciente demanda por parte de agentes con un elevado poder adquisitivo (Funcas, 2024).

Por último, respecto a la posibilidad de una burbuja inmobiliaria, la evidencia disponible

sugiere que los precios responden principalmente a factores fundamentales, sin que existan desequilibrios generalizados que la sustenten (véase los informes del Observatorio Internacional de la Vivienda). No obstante, resulta esencial mantener una vigilancia continua de los indicadores clave para prevenir su posible formación.

En definitiva, los principales desafíos del mercado de la vivienda en España son: (i) el déficit de oferta, especialmente en el sector del alquiler; (ii) la excesiva burocracia, principalmente en el uso del suelo, y (iii) la elevada heterogeneidad por segmentos geográficos y demográficos.

Hacia una mejor política de vivienda en España: aprendizajes de la UE

En la última década, las competencias en vivienda se han descentralizado en la UE, aunque no de forma uniforme. En países como Estonia y Francia la intervención directa es compartida entre los distintos niveles de gobierno, mientras que en Alemania o España esta recae principalmente en los gobiernos regionales.

Las políticas de vivienda también revelan una gran diversidad, reflejo de las diferentes dinámicas y prioridades nacionales (Caturianas *et al.*, 2020). Solo el 41 % de los países dispone de un plan nacional de vivienda, mientras que un 52 % ha implementado medidas de control de rentas. Paralelamente, un 41 % de los Estados miembros ha establecido regulaciones para garantizar estándares mínimos de calidad habitacional. En los últimos años, también han surgido medidas enfocadas al desarrollo de estrategias para abordar el número de personas sin hogar. En concreto, diez países ya incorporan estas estrategias en sus normativas, y 16 Estados miembros las contemplan entre sus objetivos para los próximos años.

A continuación, se presenta un conjunto de medidas de políticas de vivienda basado en cuatro pilares interconectados: (i) la gestión del suelo, (ii) el impulso de la oferta de vivienda de propiedad y alquiler, (iii) la ampliación de la vivienda social y (iv) los mecanismos de coordinación entre los participantes en el mercado de la vivienda. A partir de estos pilares, el objetivo es extraer lecciones relevantes que contribuyan a abordar los desafíos del mercado de la vivienda en España.

Optimizar la gestión y disponibilidad del suelo

La gestión del suelo afecta directamente a la oferta de vivienda y a sus precios. Un nivel disponible adecuado de este permite llevar a cabo proyectos de construcción a precios razonables, lo que contribuye a una mayor oferta residencial asequible.

La gestión del suelo afecta directamente a la oferta de vivienda y a sus precios. Un nivel disponible adecuado de este permite llevar a cabo proyectos de construcción a precios razonables

Diversos países han adoptado estrategias para optimizar la gestión del suelo. El ejemplo paradigmático es el de Viena, donde la asequibilidad de la vivienda no se ha reducido como en otras ciudades de la UE. Desde 1994, el Fondo de vivienda de la ciudad promueve la construcción de viviendas de calidad a precios asequibles mediante la adquisición de parcelas de suelo ubicadas estratégicamente y la organización de competiciones locales entre los desarrolladores de suelo, evaluadas por expertos independientes. Esta objetividad es clave para evitar el sesgo en el resultado de las subastas que caracterizó el mercado español a principios de siglo (Ezquiaga, 2024). El modelo vienés ha evolucionado incorporando necesidades emergentes como el acceso juvenil a la vivienda y la inclusión

de servicios esenciales en los proyectos, además de reservar una proporción elevada de zonas para viviendas asequibles.

Este éxito se sustenta en la autonomía administrativa y financiera del Fondo, la continuidad de las políticas y la efectiva asignación de subastas basada en criterios objetivos. En España, esta continuidad se podría facilitar a través de pactos de Estado o el establecimiento de mandatos a largo plazo de los organismos responsables, mientras que el funcionamiento de las subastas mejoraría con una mayor transparencia.

Uno de los principales factores que limita la oferta en España es la limitada disponibilidad de suelo finalista, es decir, suelo urbano preparado para construir. Una elevada proporción de suelo disponible se encuentra en una fase previa de desarrollo, lo que implica el cumplimiento de requisitos adicionales de planeamiento y urbanización. Este proceso extiende los tiempos de transformación y añade incertidumbre y costes adicionales para los promotores.

En Países Bajos, se implementa una estrategia de simplificación normativa basada en la ley *Wabo* creada en 2010. Esta legislación establece que todas las actividades físicas llevadas a cabo por una empresa están cubiertas por un único permiso, provisto por los municipios. El permiso cuenta con solo tres categorías principales en función de la actividad, lo que reduce notablemente la carga administrativa. Además, si un área de suelo ya está contemplada en los planes de desarrollo urbano, no es necesaria la petición de permiso adicional. En caso de incumplimiento, la autoridad tiene competencias para establecer multas proporcionales a la infracción. Este sistema permite que incluso los casos más complejos se resuelvan en menos de dos años, reduciendo significativamente la incertidumbre asociada al desarrollo del suelo.

En España, existen ya instrumentos diseñados para optimizar el uso del suelo, como la plusvalía municipal, que representa una fuente de financiación continua para los ayuntamientos. Sin embargo, la limitada disponibilidad de suelo finalista y la incertidumbre asociada a la adquisición de suelo restringen notablemente el desarrollo de proyectos residenciales. Por lo tanto, es fundamental dotar a las autoridades locales de las herramientas normativas y financieras necesarias para agilizar la gestión del suelo, flexibilizar la toma de decisiones y garantizar su uso eficaz.

Impulsar la oferta de vivienda en propiedad y alquiler

En un contexto de una creciente presión de la demanda, resulta fundamental garantizar que las medidas adoptadas no limiten el dinamismo de la oferta. También conviene atender el desplazamiento de la demanda hacia el segmento del alquiler y la intensificación de las tensiones en este mercado.

Uno de los principales desafíos que limita la capacidad de respuesta de la oferta es el exceso de carga regulatoria, cuya reducción podría acelerar significativamente el inicio de nuevos proyectos. En Estonia, los procedimientos para la tramitación de licencias se han digitalizado. En Tallin, esta iniciativa habría contribuido a que el tiempo requerido para la obtención de una licencia, de media, se redujese a la mitad de los días en un período de tres años, pudiendo también aumentar el número de permisos.

El sistema de tramitación de procedimientos en Estonia unifica todas las fases del proceso en una plataforma digital, que se basa en requisitos técnicos estandarizados a nivel nacional y formación adecuada de sus gestores. Su adaptación en España requeriría consolidar la estructura

tecnológica de las administraciones y armonizar criterios normativos a nivel nacional.

El foco en determinados colectivos también puede aliviar el tensionamiento para estos grupos de la población. En Dinamarca, se priorizan las viviendas para jóvenes diseñadas con un tamaño relativamente reducido, con espacios de uso compartido, y mediante alquileres basados en el coste real de estas. Complementariamente, el Estado proporciona una ayuda económica sustancial a los estudiantes daneses a tiempo completo. Estas políticas habrían contribuido a que la edad de emancipación de los jóvenes en el país sea de las más reducidas en la UE (en 2023, 21,4 años frente a 26,3 de la UE). Su adaptación al caso español se podría materializar a través de acuerdos entre las autoridades regionales y las universidades. También sería recomendable establecer cuotas específicas para jóvenes en programas de formación profesional.

España enfrenta retos sustanciales en la agilitación de la oferta. Iniciativas que reduzcan el exceso de burocracia, como la digitalización y centralización de trámites, como en Estonia o Suecia, podrían aumentar el dinamismo de la construcción. Además, medidas orientadas a colectivos específicos como los jóvenes contribuirían a facilitar su acceso a la vivienda.

Aumentar y preservar la vivienda social disponible

Un *stock* de vivienda social¹ reducido limita considerablemente el margen de actuación de la política económica, ya que implica que su papel como corrector de desequilibrios en el mercado es menor.

Para abordar estas limitaciones, algunos países han desarrollado modelos sólidos de vivienda social.

El caso de Países Bajos, con un *stock* que representa en torno al 30 % del parque total, frente al 3 % en España, ofrece lecciones clave. Desde 1995, los promotores de vivienda social (*woningcorporatie*) son financieramente independientes del Estado. Sin embargo, se benefician de un sistema de financiación favorable a través del Fondo de garantías para las viviendas sociales. Este mecanismo facilita la movilización de capital privado para este tipo de residencia a través del empleo de garantías para los promotores de vivienda social. Una de las principales fortalezas del sistema es la rigurosidad de los estudios previos a la concesión de las garantías, lo que ha consolidado la credibilidad del Fondo reflejado en una valoración AAA de las principales agencias de calificación. Complementariamente, un regulador nacional independiente supervisa a los promotores sociales, asegurando el cumplimiento de los estándares de gestión y financieros. Este sistema presenta como grandes ventajas la no afectación sobre las cuentas públicas y la facilidad de replicabilidad en otros contextos.

Otra iniciativa destacable en este segmento es la *Housing Assistance Payment* en Irlanda. Implementado en 2014, este sistema ha incorporado progresivamente vivienda al parque social a través del siguiente mecanismo: las viviendas del mercado privado que cumplen estándares mínimos de habitabilidad y eficiencia energética pueden pasar al parque de vivienda social. Mediante un contrato entre la autoridad local y el propietario, la administración garantiza el pago regular de una renta previamente acordada y por debajo del precio de mercado, mientras el

1 No existe una única definición estándar de vivienda social aplicable para todos los países. Por ello, en este artículo, se emplea el concepto en sentido amplio. Para más detalles de este, véase OECD (2024).

propietario mantiene la titularidad del inmueble y mitiga los riesgos de impago y de los costes de gestión. Los inquilinos, por su parte, aportan una contribución proporcional de la renta directamente a la autoridad local.

Su éxito se sustenta en varios factores potencialmente adaptables al caso español como un esquema de incentivos claro y predecible. En primer lugar, ofrece seguridad financiera a los propietarios mediante la garantía total del cobro. En segundo lugar, simplifica considerablemente la gestión porque elimina la necesidad de buscar inquilinos, que son seleccionados de listas a las que se presentan. En tercer lugar, se incluyen incentivos fiscales específicos que estimulan la participación de los propietarios.

En España, se podría implementar un sistema similar respetando el marco competencial autonómico. Las comunidades autónomas establecerían los requisitos y clasificaciones de renta según las particularidades de cada zona, mientras los ayuntamientos podrían gestionar la operativa diaria y selección de inquilinos. Además, en aquellas áreas donde el alquiler turístico tiene un mayor impacto, se podrían diseñar incentivos fiscales adicionales para el alquiler a largo plazo que compensasen la rentabilidad del alquiler vacacional.

Estos ejemplos de iniciativas en la UE muestran que la combinación de herramientas financieras, colaboración público-privada y estabilidad jurídica, puede ser clave para ampliar y preservar el parque de vivienda social en España.

Mecanismos de coordinación

El mercado de la vivienda involucra a un elevado número de agentes, desde el sector público a diversos actores del sector privado. Uno de los

principales retos de las políticas de vivienda es garantizar una adecuada coordinación entre los distintos agentes, ya que su ausencia puede fomentar la ineficiencia en la asignación de los recursos. Además, resulta fundamental entender que la corrección de los desequilibrios existentes no puede provenir exclusivamente de uno de los lados del mercado (público y privado), sino de la conjunción de esfuerzos de todos los participantes.

Estos mecanismos de coordinación se pueden centrar en dos categorías: entre niveles de administración y entre el sector público y el privado.

Entre niveles de administración

El hecho de que las competencias sean regionales supone un riesgo para las decisiones de inversión en proyectos residenciales, ya que la heterogeneidad normativa incrementa la incertidumbre y fomenta la posibilidad de una competición a la baja entre territorios.

La coordinación entre las diferentes entidades regionales permite limitar este riesgo. Desde una perspectiva teórica, se pueden clasificar los diferentes mecanismos en función de la intensidad de la coordinación, que se explica por factores cognitivos, políticos e institucionales (Ferry, 2021).

En Francia, el Estado central establece objetivos nacionales para la provisión de vivienda asequible a través de la Ley de Solidaridad y Renovación Urbana (SRU). Esta legislación exige que los municipios mantengan una oferta mínima de viviendas sociales para grupos de la población vulnerables. Su naturaleza legalmente vinculante y la existencia de un régimen sancionador para las autoridades locales que no la cumplan actúan como mecanismos para alinear las

acciones entre los diferentes niveles de la administración. Además, la ley contempla objetivos diferenciados según el contexto urbano, siendo más exigentes en aquellas zonas de mayor tensionamiento. Para su adaptación al caso español, se podría diseñar una ley marco estatal con objetivos mínimos nacionales, manteniendo la flexibilidad de las autoridades regionales en sus actuaciones.

En Finlandia, los municipios disponen de una entidad especializada en la financiación de proyectos residenciales (*MuniFin*), gestionada conjuntamente por las autoridades locales, el gobierno central y el fondo nacional de pensiones. Esta estructura de gobernanza multinivel garantiza la alineación de objetivos entre administraciones. *MuniFin* emite bonos con una elevada calificación respaldados por una garantía de una asociación empresarial (KT). No obstante, el acceso de los municipios a esta financiación preferente (a tipos de interés favorables y vencimientos extendidos) está condicionado al cumplimiento de objetivos específicos de vivienda asequible. Este mecanismo actúa como incentivo para que las entidades locales gestionen de forma activa sus tareas en materia de vivienda, y que estén alineadas con otros niveles de administración.

Público-privada

Los mecanismos de colaboración entre el sector público y privado constituyen un pilar fundamental para abordar los desafíos del mercado de la vivienda, porque permiten complementar los recursos y capacidades de ambos sectores. Los ejemplos presentados reflejan, aunque de forma indirecta, la colaboración entre las autoridades y el sector privado. Las competiciones de Viena para el desarrollo de suelo ejemplifican un caso de interacción público-privada para la

gestión de suelo: las autoridades establecen criterios de calidad y asequibilidad, mientras que el sector privado aporta soluciones creativas y eficientes. En España, también existen ejemplos relevantes de colaboración público-privada. García Montalvo *et al.* (2022) presenta un conjunto relevante de buenas prácticas en Cataluña, que demuestran el potencial de estas alianzas en el contexto español.

Con el objetivo de agilizar la interacción entre el sector público y privado, diversos Estados miembros de la UE aplican medidas de bajo coste, pero alto impacto. En Países Bajos, por ejemplo, la creación de ventanillas únicas ha reducido la duplicidad de trámites y los tiempos de construcción. Finlandia ha adoptado el principio del silencio administrativo positivo, reduciendo la incertidumbre para los inversores privados. Estas iniciativas generarían un impacto notable en la dinamización del mercado español.

Un enfoque escalonado basado en proyectos piloto también puede ser efectivo para consolidar la colaboración público-privada. El caso de Flandes ilustra este potencial. Ante el desafío de aumentar el parque de viviendas de forma significativa y la escasez de promotores sociales capaces de asumir este volumen, se desarrolló la colaboración entre el sector público y privado. El sector público aportó el marco regulatorio y parte de la financiación, mientras que las empresas privadas contribuyeron con metodologías industrializadas que permitían aprovechar las economías de escala. El resultado fue una aceleración significativa de los procesos de renovación, multiplicando la capacidad de repuesta del mercado².

Las competencias de vivienda en España recaen fundamentalmente sobre las autoridades regio-

2 Para más detalles, véase <https://www.housingeurope.eu/project/sociale-energie-sprong/>.

nales, lo que revela la importancia de este pilar en el diseño de sus políticas. Iniciativas como la armonización del tratamiento fiscal entre territorios regionales o la profundización de medidas como la cesión de suelo público permitirían acelerar la tramitación de los procedimientos y limitar las diferencias regionales. Estas medidas no solo acelerarían la tramitación administrativa, sino que también crearían un marco más predecible para la inversión privada en vivienda asequible.

Reflexiones finales

Las políticas de vivienda más relevantes comparan una serie de características: colaboración público-privada, enfoque prioritario en los grupos vulnerables, y adaptación a las especificidades de cada territorio. Esto sugiere que no existe un modelo universal, sino que las intervenciones se deberían ajustar a cada caso concreto.

A partir del diagnóstico presentado y las experiencias europeas, podemos destacar tres áreas prioritarias de acción para el contexto español:

- Agilización de la respuesta de la oferta mediante la simplificación administrativa: La excesiva burocracia constituye una barrera para el desarrollo de nuevas viviendas en España. La implementación de un sistema digitalizado integral como el de Estonia aceleraría el ritmo de construcción, especialmente en aquellas áreas con un mayor déficit habitacional.
- Desarrollo de instrumentos financieros específicos para la vivienda asequible: El modelo finlandés de *MuniFin* representa un ejemplo para catalizar la inversión en vivienda sin comprometer significativamente las cuentas públicas.
- Establecimiento de mecanismos eficaces de coordinación entre niveles de administración: La diversidad competencial en España subraya el potencial de la creación de mecanismos de coordinación efectivos entre ellos. La creación de ventanillas únicas como en Países Bajos y de espacios de colaboración eficientes facilitaría la coherencia normativa entre regiones.

Además, estas prioridades deberían implementarse considerando los siguientes principios horizontales: (i) la colaboración público-privada; (ii) la atención específica a colectivos concretos, (iii) el equilibrio entre la urgencia del problema y un horizonte temporal más amplio.

Aunque la UE no tiene competencias directas sobre la vivienda, también puede desempeñar un papel clave mediante un seguimiento de las iniciativas de cada país, la promoción de nuevas formas de financiación, y la garantía de que los fondos públicos europeos se utilizan en línea con los objetivos establecidos.

En definitiva, el aprendizaje de las políticas europeas permite extraer lecciones esenciales para abordar los desafíos en España, adaptándolas a las particularidades de su contexto.

Referencias

- ANDRÉS LAJER, A., LÓPEZ RODRÍGUEZ, D., y SAN JUAN, L. (2024). El mercado de la vivienda residencial en España: Evolución reciente y comparación internacional. *Documentos Ocasionales*, 2433. Banco de España. <https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/24/Fich/do2433.pdf>
- CAIXABANK RESEARCH. (2025). Informe Sectorial Inmobiliario 1S 2025
- CATURIANAS, D., LEWANDOWSKI, P., SOKOŁOWSKI, J., KOWALIK, Z., y BARCEVIČIUS, E. (2020). *Policies to Ensure Access to Affordable Housing*. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament. <https://bit.ly/3bAFNMk>
- EZQUIAGA, I. (2024). *El sistema ya no financia burbujas: escasez de vivienda y caída del crédito. Un análisis del periodo 1998-2023 que cuestiona el modelo residencial español*. Estudios de la Fundación. Serie Economía y Sociedad, nº 102. Madrid: Funcas. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2024/03/Estudio_102_Ezquiaga.pdf
- FERRY, M. (2021). Pulling things together: regional policy coordination approaches and drivers in Europe. *Policy and Society*, 40(1), 37-57, DOI: [10.1080/14494035.2021.1934985](https://doi.org/10.1080/14494035.2021.1934985)
- FUNCAS. (2024). *Mercado inmobiliario y política de la vivienda en España*. Carbó Valverde, S. (coord.). Estudios de la Fundación. Serie Economía y Sociedad, nº 104. Madrid: Funcas. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2024/09/Estudios104_3.pdf
- GARCIA MONTALVO, J., RAYA, J. M., SALA, C. (2022). Col·laboració publico-privada en el mercat de l'habitatge a Catalunya (2022). Policy Brief // Càtedra Habitatge i FutuR UPF-APCE. <https://habitatgesocial.org/wp-content/uploads/2022/03/collaboracio-publico-privada-mercat-habitatge-catalunya.pdf>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND. (2024). The economics of housing. *Finance and Development Magazine*.
- KHAMETSHIN, D., LÓPEZ RODRÍGUEZ, D. y PÉREZ GARCÍA, L. (2024). El mercado del alquiler de vivienda residencial en España: Evolución reciente, determinantes e indicadores de esfuerzo. *Documentos Ocasionales*, 2432. <https://www.bde.es/f/webbe/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/24/Fich/do2432.pdf>
- MINISTERIO DE VIVIENDA Y AGENDA URBANA. (2025). *Boletín especial Vivienda Social 2024*. Observatorio de vivienda y suelo.

06

Marta Alberní, Ángel Berges y Lucía Ibáñez
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



Eficiencia y optimización de gastos ante la desaceleración de márgenes: contraste entre entidades significativas (SI) y menos significativas (LSI)

El intenso repunte de inflación vivido desde finales de 2021, que comienza a verse ya como superado, ha dado lugar a una senda alcista de los gastos de explotación del sector bancario en los últimos tres ejercicios. A pesar de ello, la mejora de márgenes en el contexto de subida de tipos ha permitido una clara mejora de los niveles de eficiencia en el sector. En la medida en que esos márgenes no tienen ya recorrido al alza, una parte importante de los esfuerzos de mejora deben recaer sobre la optimización de los gastos de explotación. Para apoyar esta reflexión, en este artículo se analiza la dinámica de los gastos de explotación en los últimos tres ejercicios, profundizando en las partidas de gastos que han resultado claves, así como en la identificación de comportamientos diferenciales entre entidades significativas (SI) y entidades menos significativas (LSI) en el sector bancario español. Asimismo, se analiza el comportamiento de la eficiencia y los factores que han contribuido a su mejora, identificando potenciales palancas que permitan dar continuidad a esta mejora en el contexto de moderación de márgenes.

Gastos de explotación: comportamientos diferenciales entre SI y LSI

Tras casi una década de gastos de explotación muy contenidos en el sistema bancario español, la reaparición de fuertes tensiones inflacionistas ya desde finales de 2021 (relacionados con las interrupciones de la cadena de suministros globales tras el impacto de la COVID-19), y sobre todo en 2022 y 2023 (encarecimiento de la energía y de las materias primas en el contexto del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania) ha tenido un notable impacto en la dinámica y estructura de gastos en el sector, cuya gestión y optimización cobra una importancia capital en un contexto en el que los márgenes tienen ya poco que aportar a la rentabilidad bancaria.

El crecimiento acumulado de los gastos de explotación del sector desde el cierre de 2021 supera el 8 %, con un crecimiento de casi el 10 % de los gastos de personal en el mismo periodo

Pese a que la inflación ha entrado ya en una clara fase de convergencia hacia los niveles objetivo del Banco Central Europeo (BCE), el tensionamiento de los últimos años ha condicionado de forma clara la evolución de los gastos de explotación del sector bancario. En concreto, atendiendo a las cifras publicadas por el Banco de España, el crecimiento acumulado de los gastos de explotación del sector desde el cierre de 2021 supera el 8 %, con un crecimiento de casi el 10 % de los gastos de personal en el mismo periodo.

Más allá del comportamiento de los datos agregados del sector, resulta interesante analizar si han tenido lugar comportamientos diferenciales

entre distintas tipologías de entidades. Para ello, se ha llevado a cabo un análisis más granular, realizando una comparativa del comportamiento observado en las masas de gasto de las entidades significativas (SI) y una muestra representativa de entidades menos significativas (LSI) con un modelo de negocio equiparable en España a partir de los estados financieros de entidades publicados también por Banco de España¹.

Atendiendo al comportamiento de estos dos agregados, como se puede observar en el gráfico 1a, el crecimiento del conjunto de gastos del agregado de entidades menos significativas ha sido más intenso (+18 %) frente al de las entidades significativas (en torno al 8 %), como consecuencia de un crecimiento especialmente notable de los gastos de personal que supera el 20 % acumulado desde 2021 en las LSI.

Como consecuencia, en términos de estructura de gastos, este mayor dinamismo de los gastos de personal en LSI se ha traducido en un ligero rebalanceo progresivo hacia un mayor peso de los gastos de personal frente al resto de gastos de explotación.

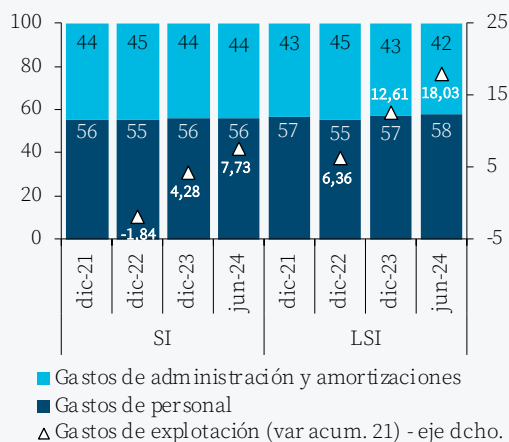
Profundizando en el detalle de la estructura de gastos con base en la información disponible en las cuentas anuales de las entidades, se pueden identificar en el gráfico 1b, algunas partidas adicionales con un comportamiento diferencial entre ambos agregados. En el caso de los gastos en tecnología, sistemas y comunicaciones, se puede apreciar cómo, en el caso de las LSI, se ha incrementado el peso de esta partida de gastos desde el 12 % hasta el 14 % frente a la mayor estabilidad en entidades significativas. Ese mayor crecimiento de gastos en tecnología

1 En la construcción de los agregados se ha considerado el perímetro individual de aquellas entidades con presencia relevante en otras áreas geográficas para tratar de aislar el efecto de niveles de inflación incluso más elevados a los que se han encontrado expuestas en otros países.

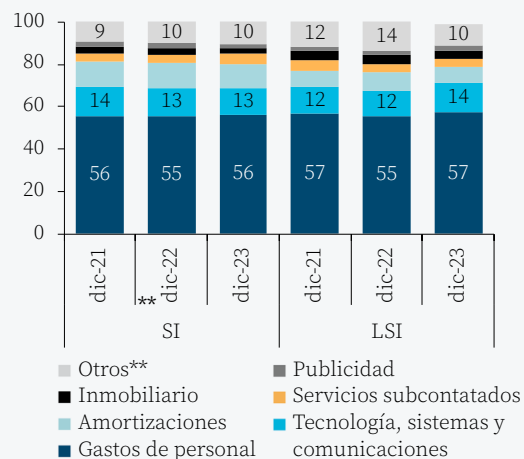
Gráfico 1

Gastos de explotación – Entidades significativas frente a entidades menos significativas

a) Evolución y estructura
(% var. acum. dic-21; % sobre el total)



b) Estructura (% sobre el total)



Notas: * En el caso de SI, los gastos de personal referentes a 2021 se han normalizado deduciendo los gastos incurridos por determinadas entidades en dicho ejercicio en relación con acuerdos laborales de reestructuración.

** “Otros” incluyen los gastos por tributos, seguros y otros gastos de administración.

Fuente: Afi a partir del Banco de España.

en LSI podría ser un reflejo de la oportunidad que ha supuesto para las mismas el entorno de la subida de tipos y la recuperación de márgenes, con la correspondiente holgura para poder acometer inversiones pospuestas, o ejecutadas con mayor contención, en el periodo de tipos cero-negativos y márgenes claramente comprimidos en el sector.

Este hecho explicaría el incremento de los gastos en tecnología frente a la estabilidad observada en el agregado de SI —entidades que iniciaron el proceso de transformación con mayor anticipación— o el mayor incremento de los gastos de personal en línea con la mayor inversión en recursos que están llevando a cabo muchas de estas entidades de menor tamaño en el marco de una mayor especialización de la plantilla, la

necesidad de atender mayores exigencias regulatorias y supervisoras y planes de expansión en los que se encuentran inmersos algunas de ellas.

Densidad de gastos sobre el volumen de negocio: convergencia entre SI y LSI

A pesar de que el crecimiento de los gastos ha sido más intenso en las LSI, si contrastamos esta tendencia con el comportamiento que ha tenido el negocio en ambos agregados, la conclusión difiere ligeramente, alcanzando ambos una densidad de gastos similar.

En este sentido, se entiende la densidad de gastos como la relación entre los gastos de explotación y el volumen de negocio (crédito, depósitos y

negocio fuera de balance), referencia considerada como más apropiada frente a otras como pueden ser los activos totales medios (ATM), en tanto en cuanto, la cantidad de recursos demandados por la actividad con clientes minoristas es significativamente superior a la que requieren las actividades vinculadas a la actividad mayorista. Como resultado, se estima que el volumen de negocio proporciona una visión más representativa de la relación entre los gastos y la actividad bancaria.

Atendiendo a esta relación, la densidad de gastos a junio de 2024 es muy similar en SI y LSI, situándose en el 0,77 % y el 0,78 %, respectivamente. Esta similitud en la densidad de los gastos, a pesar del distinto ritmo de crecimiento de los mismos, responde a un mayor crecimiento del volumen de negocio en las LSI durante el periodo analizado. Este comportamiento más favorable se explica, principalmente, por una mayor captación de ahorro (especialmente, depósitos) por parte de estas entidades de menor tamaño, en línea con su mayor concentración geográfica en territorios generalmente caracterizados por una mayor propensión ahorradora frente a unas menores dinámicas de inversión.

Eficiencia: clara mejoría, más intensa en LSI que en SI

Más allá del comportamiento de los gastos en los últimos tres años, resulta clave contrastar dicho comportamiento con el experimentado por los ingresos en el contexto de subida de tipos y analizar las implicaciones de ambas tendencias en términos de eficiencia del sector.

Atendiendo a las principales métricas para la evaluación de la eficiencia, se observa una

mejora generalizada en la eficiencia ordinaria, la cual relaciona la estructura de gastos con la capacidad de generación prácticamente total de ingresos de las entidades al incluir en su denominador el margen bruto –margen de intereses, comisiones netas, resultado de operaciones financieras y otros productos no bancarios²—. Del mismo modo, se observa también una mejoría de las ratios de eficiencia recurrente, la cual relaciona los gastos con la capacidad de generación de mayor recurrencia de las entidades bancarias, es decir, el margen de intereses y las comisiones.

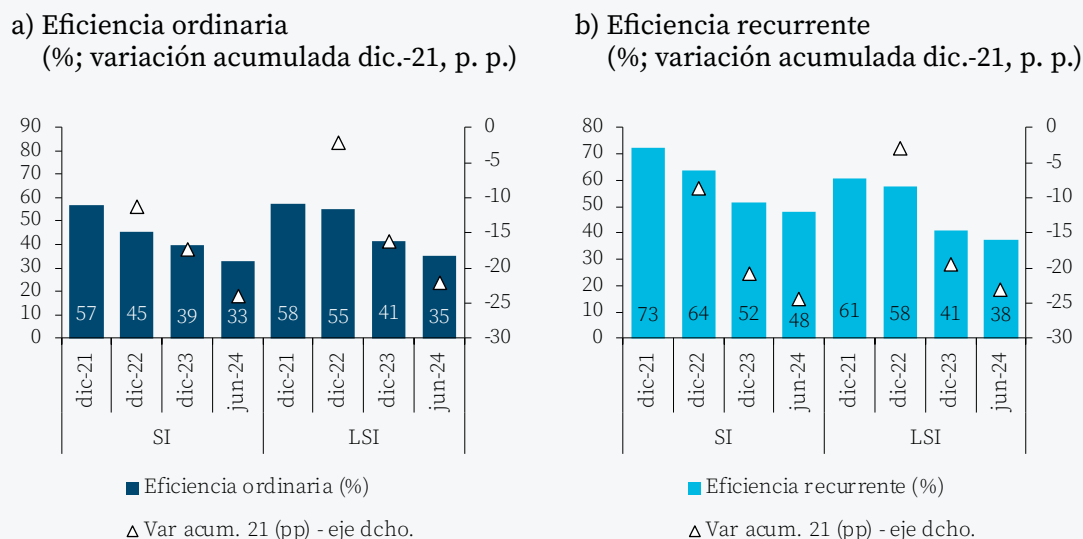
Aunque ambos indicadores presentan la misma tendencia en los dos agregados de las entidades, el gráfico 2 pone de manifiesto diferencias notables entre las entidades significativas (SI) y las menos significativas (LSI). En términos de eficiencia ordinaria, las SI presentan una mejor proporción (33 % en SI frente a 35 % en LSI a junio de 2024), lo que sugiere una mayor diversificación de ingresos en las entidades de mayor dimensión (SI) más allá de la intermediación bancaria tradicional y la generación de comisiones. En esa mayor diversificación de fuentes de ingresos pesa de forma especial la aportación tan relevante que tienen en el margen bruto de algunas de estas entidades los ingresos por dividendos de filiales ubicadas en otras áreas geográficas, así como ingresos derivados de líneas de actividad complementarias como es el negocio asegurador.

En contraste, en términos de eficiencia recurrente, las LSI destacan con una diferencia favorable de 10 puntos porcentuales (38 % en LSI frente a 48 % en SI), reflejo de una estructura de costes más ajustada en relación con sus fuentes de ingresos recurrentes.

En todo caso, para entender mejor la evolución reciente de la eficiencia recurrente, es necesario

2 Los productos no bancarios (dividendos, diferencias de cambios y otros productos de explotación).

Gráfico 2

Evolución de la eficiencia – Ordinaria y Recurrente: SI frente a LSI

Fuente: Afi a partir de los estados financieros por entidades publicados por el Banco de España.

descomponer sus principales factores determinantes, analizando qué elementos han impulsado su mejora y cuáles han actuado como factores limitantes en cada agregado de entidades.

El resto de los elementos en los que se descompone la eficiencia más allá de la rentabilidad, han limitado su mejora o han tenido un efecto prácticamente neutral en la misma

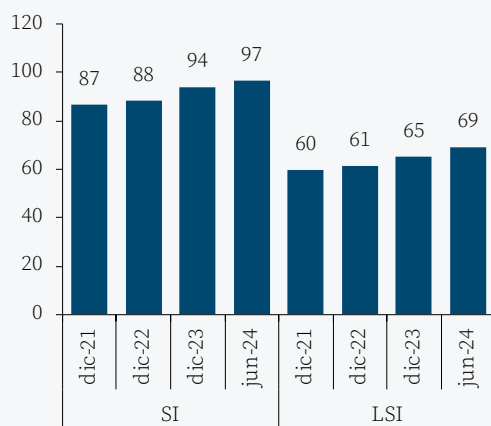
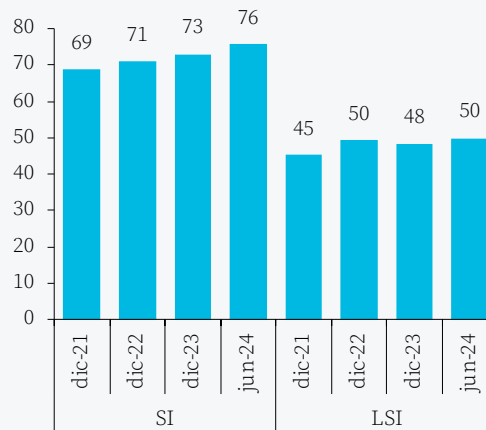
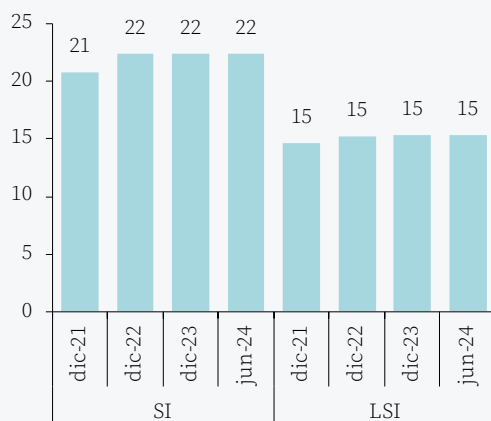
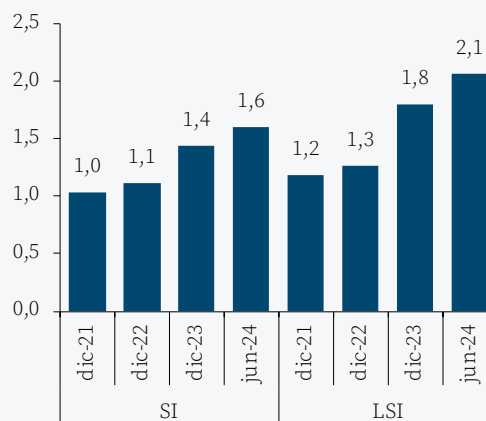
Esta descomposición de la eficiencia recurrente permite identificar a la rentabilidad unitaria del negocio minorista como el principal factor contribuyente a la mejora de la eficiencia recurrente. Tanto en las SI como en las LSI, dicha rentabilidad (ratio entre margen de intermediación más comisiones sobre volumen de negocio minorista) ha seguido una tendencia creciente durante el periodo analizado. No obstante, como

se observa en el gráfico 3d, esta rentabilidad ha crecido de manera más intensa en las LSI, con un aumento acumulado respecto a 2021 cercano a los 90 puntos básicos, alcanzando el 2,06 % en junio de 2024, frente al incremento de 56 puntos básicos en las SI, situándose en el 1,80 % en el mismo periodo. Esta mejora más intensa de la rentabilidad minorista se debe a la ventaja competitiva que, como poníamos de manifiesto en Alberni *et al.* (2025), han demostrado algunas entidades menos significativas gracias a su posicionamiento geográfico más rural que les ha permitido hacer una mejor gestión de la traslación de la subida de tipos al coste medio de financiación minorista.

En contraste, el resto de los elementos en los que se descompone la eficiencia más allá de la rentabilidad, han limitado su mejora o han tenido un efecto prácticamente neutral en la misma.

Gráfico 3

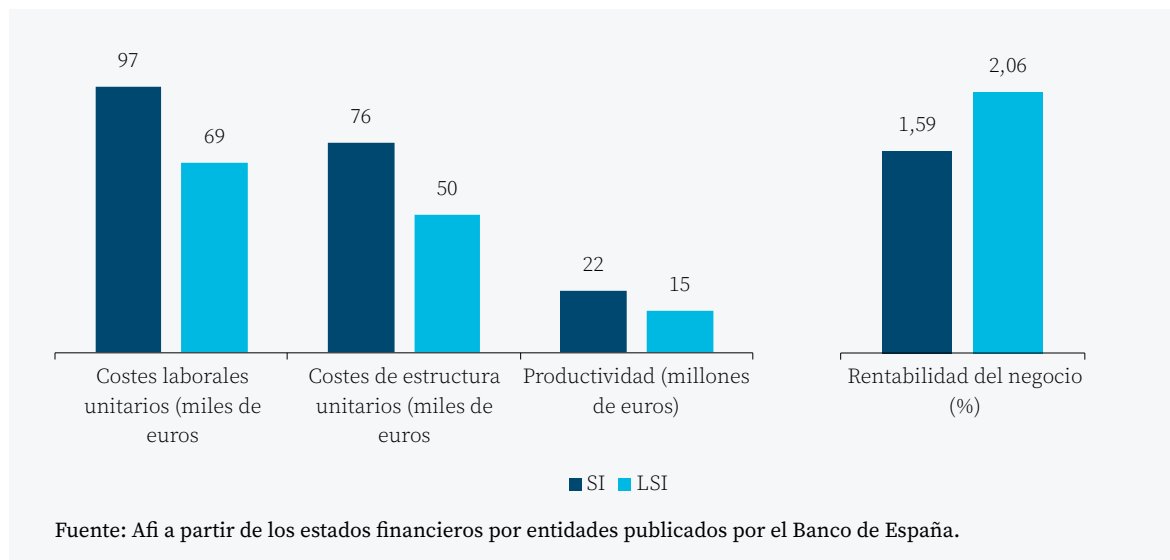
Componentes de la eficiencia recurrente – evolución comparada SI-LSI

a) Costes laborales unitarios
(miles de euros)b) Costes de estructura unitarios
(miles de euros)c) Productividad por empleado
(millones de euros)d) Rentabilidad del negocio
(porcentaje)

Fuente: Afi a partir de los estados financieros por entidades publicados por el Banco de España.

Gráfico 4

Posicionamiento SI y LSI por factores de eficiencia (jun-24)



Este es el caso de los costes de estructura unitarios³ y los costes laborales unitarios⁴, los cuales han mostrado una tendencia de crecimiento en ambos agregados (véanse gráficos 3a y b). En las SI, estos costes alcanzaron 76.000 euros y 97.000 euros por empleado en enero de 2024, respectivamente. En contraste, las LSI muestran valores inferiores, equivalentes a los 50.000 euros y 69.000 euros por empleado, respectivamente.

No obstante, si se analiza la evolución de estos costes en términos de variaciones acumuladas e interanuales, se observan ciertas diferencias. Mientras que los costes laborales unitarios han crecido de manera sostenida en ambos grupos, el incremento acumulado desde 2021 ha sido más pronunciado en las LSI (15,35 %) que en las SI (11,43 %). Esta tendencia diferencial se mantiene el primer semestre de 2024 con una

aceleración en el avance de LSI (6,13 % i.a. vs. 2,83 % i.a. a junio). Por su parte, los costes de estructura unitarios han mostrado un comportamiento más volátil en las LSI, mientras que en las SI han mantenido una senda de crecimiento más estable.

El sector bancario español experimentó un crecimiento interanual del margen de intereses superior al 60 %, el cual se redujo al 15 % en el tercer trimestre de 2024, siendo previsible que esta tendencia se mantenga en el cierre de 2024 y siguientes trimestres

Por otra parte, como se observa en el gráfico 3c, la productividad (volumen de negocio por empleado) ha sido un factor de contribución más neutral en la medida en que se ha mantenido

3 Los gastos de estructura unitarios se definen como la ratio entre los gastos de administración y el número de empleados (empleados a junio estables con respecto a diciembre por la indisponibilidad de información en algunas de las entidades consideradas).

4 Los costes laborales unitarios se definen como los gastos de personal entre el número de empleados (empleados a junio estables con respecto a diciembre por la indisponibilidad de información en algunas de las entidades consideradas).

estable en ambos agregados. En todo caso, se mantiene una elevada brecha de productividad entre las SI y las LSI, con 22 millones de euros por empleado en el primer grupo frente a 15 millones en el segundo.

Atendiendo a este comportamiento de los distintos factores explicativos de la eficiencia, queda patente que la rentabilidad unitaria del negocio minorista, y especialmente el margen de intereses entre crédito y depósitos, ha sido el factor determinante en la mejora de la eficiencia bancaria, permitiendo absorber el crecimiento de

los gastos de explotación. Sin embargo, la desaceleración del margen de intereses durante los distintos trimestres de 2024 ha sido cada vez más evidente, con caídas intertrimestrales que reflejan el giro en la política monetaria: en el tercer trimestre de 2023, el sector bancario español experimentó un crecimiento interanual del margen de intereses superior al 60 %, el cual se redujo al 15 % en el tercer trimestre de 2024, siendo previsible que esta tendencia se mantenga en el cierre de 2024 y siguientes trimestres a la luz de los datos de cierre ya publicados por algunas entidades.

Conclusión

Por tanto, en este contexto de menor tracción del margen, la capacidad de las entidades para sostener su eficiencia dependerá en mayor medida del resto de factores, y en este sentido cabe concluir que tanto SI como LSI cuentan con palancas diferenciales con las que afrontar ese escenario de menor aportación relativa del margen.

En el caso de las SI es muy relevante la aportación de otros ingresos no relacionados directamente con el negocio minorista —presencia internacional, dividendos de participadas, comisiones de gestión de activos y de actividad aseguradora—. Es cierto que estos ingresos tienen menor recurrencia que los directamente vinculados al negocio minorista —de ahí la diferencia entre eficiencia ordinaria y recurrente—, pero la diversificación latente entre los

misimos permite un razonable grado de estabilidad.

En el caso de las LSI, con menor diversificación de fuentes de ingresos, es mayor su sensibilidad al margen minorista, el cual en todo caso se halla razonablemente blindado por una distribución muy granular de su clientela, lo que a su vez condiciona la baja productividad por empleado existente en la actualidad. Es precisamente en la potencial mejora de productividad, a la que la digitalización, y esos importantes esfuerzos de inversión en tecnología que dichas entidades han llevado a cabo, donde reside la principal palanca para compensar esa menor aportación de margen unitario, que en todo caso seguirá siendo elevada en tanto en cuanto los tipos de interés se mantengan suficientemente alejados de ese 0 % que durante casi una década anuló cualquier aportación positiva de los depósitos al margen.

Referencias

ALBERNI, M., BERGES, Á. y RODRÍGUEZ, M. (2025). Claves de la gestión con tipos a la baja: coste financiero y recomposición del ahorro. *Cuadernos de Información Económica*, N.º 304 (enero-febrero 2025). <https://www.funcas.es/articulos/claves-de-la-gestion-con-tipos-a-la-baja-coste-financiero-y-recomposicion-del-ahorro/>

07

Ramon Xifré

IQS School of Management, Universitat Ramon Llull



La economía del conocimiento en España: evolución reciente y relación con el PRTR

El presente documento analiza la evolución reciente de la economía del conocimiento en España, basándose en la variación de los resultados del *European Innovation Scoreboard (EIS)*. Se observa un avance significativo en la inversión en I+D y en la colaboración público-privada, así como un aumento notable en las ventas derivadas de innovaciones de producto. Sin embargo, persisten desafíos importantes, especialmente en la formación de talento en ciencias e ingenierías (STEM), la innovación en procesos empresariales y la sostenibilidad ambiental. Cuando este diagnóstico se relaciona con el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), el trabajo estima que de los casi 80.000 millones de dotación total en este plan, a 31 de diciembre de 2024, se habían dedicado algo menos del 12 % a componentes directamente relacionados con la economía del conocimiento.

Introducción

La economía del conocimiento es un pilar fundamental para el desarrollo económico y social de los países avanzados. El presente documento analiza el estado de la economía del conocimiento en España, utilizando como referencia los resultados del último *European Innovation Scoreboard (EIS)*, publicado en 2024, con datos referidos a 2023. Esta métrica, que establece un índice base de referencia en la Unión Europea (UE=100), permite evaluar el rendimiento de los países en cuatro dimensiones clave: condiciones de entorno, inversiones, actividades de innovación e impactos. La referencia al *EIS* también permite esbozar una definición de “economía del conocimiento” y focalizar la atención en ciertos aspectos.

En un contexto global marcado por la digitalización, la innovación tecnológica y la transición hacia modelos más sostenibles, España está poniendo en marcha diversas estrategias e inversiones como parte del el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR), enmarcado en el programa *Next Generation EU (NGEU)*, la iniciativa de la Unión Europea destinada a la recuperación económica tras la crisis provocada por la pandemia de la COVID-19. El presente trabajo intenta también identificar las inversiones

del PRTR más directamente relacionadas en la economía del conocimiento.

Algunos de estos aspectos han sido analizados de forma separada en anteriores trabajos (Kasperksaya y Xifré, 2016; Xifré, 2014, 2020a, 2020b, 2024) pero en esta ocasión se intenta hacer un análisis integrado y cualitativamente distinto.

Análisis de los resultados del *European Innovation Scoreboard*

En esta sección se analizan los resultados más recientes del *European Innovation Scoreboard (EIS)* para España, que corresponden a su edición de 2024 (con datos que cubren hasta 2023), y se comparan con los obtenidos en el año previo a la crisis de la COVID-19, 2019. El *EIS* se compone de cuatro dimensiones –condiciones de entorno, inversiones, actividades de innovación e impactos– con ocho indicadores en cada dimensión. En las cuatro subsecciones siguientes se presentan los 32 indicadores correspondientes a España normalizados tomando como referencia la UE (UE=100). Se calculan las variaciones de los 32 indicadores y, a partir de los quintiles de la distribución, se establecen los siguientes

Cuadro 1

Categorización de las variaciones de los indicadores del *EIS* según el rango de variación

Tipo de variación	Rango de la variación
Crecimiento fuerte	> 10,5 puntos
Crecimiento	entre 4 y 10,5 puntos
Estabilidad	entre -2 y 4 puntos
Caída	entre -14 y -2 puntos
Caída fuerte	< -14 puntos

Fuente: Elaboración propia.

cinco rangos de variación según el cuadro 1 que se aplican a los cuadros 2-5.

Condiciones de entorno

El cuadro 2 muestra los valores para la dimensión de condiciones de entorno, que incluye tres subdimensiones: recursos humanos, sistemas de investigación atractivos y digitalización.

El dato más preocupante es la caída de 69,5 puntos en el indicador de nuevos doctores en STEM (Ciencia, Tecnología, Ingeniería y Matemáticas), que refleja una disminución significativa en la formación de talento altamente cualificado en áreas críticas para la economía del conocimiento. Si esta caída no se revierte, podría tener consecuencias a largo plazo en la capacidad de España para innovar y competir a nivel internacional. En contraste, el porcentaje de la población de 25-34

Cuadro 2

Puntuaciones de España en el EIS (índice EU=100) en 2019, 2024 y variación en la dimensión “1: Condiciones de entorno”

1. Condiciones de entorno	2019	2024	Variación
1.1 Recursos Humanos			
1.1.1 Nuevos doctores en STEM: ¿Cuántas personas con doctorado en ciencia, tecnología, ingeniería o matemáticas (STEM) se gradúan cada año?	169,5	100,0	▼ -69,5
1.1.2 Población de 25-34 años con educación terciaria: ¿Qué porcentaje de la población de 25-34 años ha completado educación superior?	142,5	148,4	▶ 5,9
1.1.3 Aprendizaje a lo largo de la vida: ¿Qué porcentaje de la población de 25-64 años participa en formación continua para actualizar sus habilidades y conocimientos?	135,7	125,4	▶ -10,3
1.2 Sistemas de Investigación Atractivos			
1.2.1 Copublicaciones científicas internacionales: ¿Con qué frecuencia colaboran e investigan juntos científicos de diferentes países?	90,6	93,5	▶ 2,9
1.2.2 Publicaciones en el 10% más citado: ¿Qué porcentaje de publicaciones se encuentra entre las más citadas en sus respectivos campos?	89,5	89,8	▶ 0,3
1.2.3 Estudiantes de doctorado extranjeros: ¿Cuántos estudiantes de otros países cursan un doctorado en universidades del país?	103,7	88,3	▼ -15,4
1.3 Digitalización			
1.3.1 Penetración de banda ancha: ¿Qué porcentaje de empresas tiene acceso a conexiones de internet de alta velocidad?	149,5	142,2	▶ -7,3
1.3.2 Personas con habilidades digitales superiores a básicas: ¿Cuántas personas poseen competencias digitales más allá de la proficiencia básica?	151,7	148,7	▶ -3,0

Fuente: *European Innovation Scoreboard* y elaboración propia.

años con educación terciaria aumentó en 5,9 puntos, alcanzando los 148,4 puntos.

La caída de más de 10 puntos en el indicador de aprendizaje a lo largo de la vida puede ser problemática en un mundo laboral cada vez más dinámico, donde la actualización constante de habilidades es fundamental.

En los sistemas de investigación atractivos, las copublicaciones científicas internacionales aumentaron ligeramente. Sin embargo, el número de estudiantes de doctorado extranjeros disminuyó considerablemente, lo que indica una menor capacidad de las universidades españolas para atraer talento internacional.

La caída de 69,5 puntos en el indicador de nuevos doctores en STEM refleja una disminución significativa en la formación de talento altamente cualificado en áreas críticas para la economía del conocimiento

En cuanto a la digitalización, tanto la penetración de banda ancha como las habilidades digitales superiores a básicas experimentaron descensos, que afectan negativamente la competitividad empresarial y la adaptación tecnológica.

Inversiones

El cuadro 3 muestra los valores para la dimensión de inversiones, que incluye tres subdimensiones: financiación y apoyo, inversiones empresariales y uso de las tecnologías de información. Esta es la dimensión donde es más probable que se observe el impacto del PRTR, tema que se tratará en la siguiente sección.

En 2019, España presentaba una notable brecha en términos de inversiones, con una intensidad inversora equivalente al 70 % del promedio de

la UE en el caso del sector público e inferior al 45 % en el caso del sector empresarial.

La situación, según los datos publicados en 2024, muestra una mejora significativa. Las inversiones en la economía del conocimiento han aumentado considerablemente, impulsadas tanto por el sector público como por el privado. Las variaciones permiten observar una tendencia positiva en la mayoría de los indicadores, especialmente en lo que respecta a la financiación y el apoyo a la I+D, destacando el aumento de 12 puntos en el gasto en I+D del sector público.

El capital riesgo destinado a *startups* innovadoras también experimentó un crecimiento significativo, con una variación positiva de 11 puntos y situándose en los 114,9 puntos. Esta tendencia indica un entorno cada vez más favorable para las nuevas empresas tecnológicas, apoyado tanto por inversiones privadas como por políticas públicas que incentivan el emprendimiento. El apoyo fiscal y financiero gubernamental a la I+D empresarial también mejora, con una subida de 14 puntos, situándose en los 116,4 puntos. Esta variación muestra un esfuerzo del gobierno por facilitar la financiación directa e indirecta a las empresas, promoviendo la innovación mediante incentivos fiscales y subvenciones.

En el ámbito de las inversiones empresariales, destaca el aumento de 20 puntos en el gasto en innovación sin I+D, situándose en 82,2 puntos, lo que sugiere que las empresas están invirtiendo más allá de la investigación formal (I+D). El aumento en la inversión privada en I+D, que es el indicador con peor posición de partida en 2019, es mucho más modesto (8,9 puntos) haciendo que el valor apenas sobrepase el 50 % (53,5 %) de la intensidad inversora en la UE. El gasto en innovación por empleado en empresas activamente innovadoras disminuyó ligeramente.

Cuadro 3

Puntuaciones de España en el EIS (índice EU=100) en 2019, 2024 y variación en la dimensión “2: Inversiones”

2. Inversiones	2019	2024	Variación
2.1 Financiación y apoyo			
2.1.1 Gasto en I+D del sector público: ¿Qué porcentaje del PIB se destina a actividades de investigación y desarrollo en el sector público y en la educación superior?	70,0	82,0	▲ 12,0
2.1.2 Gasto en capital de riesgo: ¿Cuánto capital privado se invierte en startups innovadoras?	103,9	114,9	▲ 11,0
2.1.3 Financiación y apoyo fiscal gubernamental a I+D empresarial: ¿Qué apoyo financiero brinda el gobierno a las empresas para I+D, tanto en financiación directa como en incentivos fiscales?	102,4	116,4	▲ 14,0
2.2 Inversiones empresariales			
2.2.1 Gasto en I+D en el sector empresarial: ¿Cuánto invierten las empresas en actividades de investigación y desarrollo?	44,6	53,5	▲ 8,9
2.2.2 Gasto en innovación sin I+D: ¿Cuánto invierten las empresas en actividades que impulsan la innovación sin ser estrictamente I+D?	62,2	82,2	▲ 20,0
2.2.3 Gasto en innovación por empleado en empresas innovadoras: ¿Cuánto se invierte en innovación por cada empleado en empresas activamente innovadoras?	53,3	52,0	► -1,3
2.3 Uso de las tecnologías de información			
2.3.1 Empresas que ofrecen formación en TIC a su personal: ¿Cuántas empresas ofrecen programas de formación en habilidades digitales?	111,5	90,3	▼ -21,2
2.3.2 Especialistas en TIC empleados: ¿Cuántos profesionales de Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC) están empleados en la economía?	87,1	88,2	► 1,1

Fuente: *European Innovation Scoreboard* y elaboración propia.

En el uso de las tecnologías de la información (TIC), el indicador sobre las empresas que ofrecen formación en TIC a su personal muestra una caída muy significativa (21,2 puntos), pero el empleo de especialistas en TIC creció muy ligeramente.

Actividades de innovación

El cuadro 4 muestra los valores para la dimensión de actividades de innovación, que incluye

tres subdimensiones: innovadores, conexiones y colaboraciones, y propiedad intelectual. En la edición de 2019 destacaba el nivel particularmente bajo de un indicador, las pymes con innovaciones de producto, que se situaba en un 25 % del promedio de la UE. Otros dos indicadores relacionados con las pymes (las pymes con innovaciones de proceso y las pymes innovadoras que colaboran con otras) también presentaban brechas importantes, con intensidades situadas entre el 65-70 %. Todo ello sugiere que en 2019

Cuadro 4

Puntuaciones de España en el EIS (índice EU=100) en 2019, 2024 y variación en la dimensión “3: Actividades de innovación”

3. Actividades de innovación	2019	2024	Variación
3.1 Innovadores			
3.1.1 Pymes con innovaciones de producto: ¿Cuántas pequeñas y medianas empresas han introducido nuevos productos en el mercado?	25,4	58,0	▲ 32,6
3.1.2 Pymes con innovaciones en procesos empresariales: ¿Cuántas Pymes han implementado cambios innovadores en sus procesos de negocio?	70,9	49,9	▼ -21,0
3.2 Conexiones y colaboraciones			
3.2.1 Pymes innovadoras que colaboran con otras: ¿Cuántas Pymes participan en iniciativas de innovación en colaboración con otras organizaciones?	64,7	69,7	▶ 5,0
3.2.2 Copublicaciones público-privadas: ¿Con qué frecuencia colaboran entidades del sector público y privado en investigaciones publicadas?	102,9	116,4	▲ 13,5
3.2.3 Movilidad laboral en ciencia y tecnología: ¿Qué porcentaje de trabajadores altamente cualificados en ciencia y tecnología cambia de empleo?	107,7	102,1	▶ -5,6
3.3 Propiedad Intelectual			
3.3.1 Solicitudes de patentes PCT: ¿Cuántas solicitudes de patentes internacionales se presentan bajo el Tratado de Cooperación en Materia de Patentes?	63,8	68,7	▶ 5,0
3.3.2 Solicitudes de marcas comerciales: ¿Cuántas nuevas marcas se solicitan?	113,2	110,3	▶ -2,9
3.3.3 Solicitudes de diseño: ¿Cuántos nuevos diseños de productos o servicios se registran para su protección?	63,5	69,2	▶ 5,7

Fuente: *European Innovation Scoreboard* y elaboración propia.

las pymes españolas tenían dificultades para integrar la innovación como parte de su estrategia competitiva, lo que limitaba su capacidad para acceder a mercados internacionales y aumentar su productividad.

Estudiando las variaciones, el indicador con mayor avance es precisamente el que se encontraba más rezagado, las pymes con innovaciones de producto, que experimentó un aumento de 32,6

puntos. Este incremento sugiere un esfuerzo significativo en el desarrollo de nuevos productos, posiblemente impulsado por incentivos públicos y una mayor competencia en el mercado. Sin embargo, este avance contrasta con la caída de 21 puntos en las pymes con innovaciones en procesos.

En el ámbito de las conexiones y colaboraciones, el crecimiento en las copublicaciones

público-privadas es notable, con una variación positiva de 13,5 puntos. Este dato es muy relevante, ya que revela una mejoría en uno de los problemas clave de la economía del conocimiento en España: la transferencia de conocimiento y la innovación abierta. Asimismo, las pymes que participan en iniciativas de colaboración crecieron en 5 puntos.

En cuanto a la propiedad intelectual, en los tres ámbitos incluidos (las solicitudes de patentes

PCT, solicitudes de marca comerciales y solicitudes de diseño) las variaciones entre las ediciones de 2019 y 2024 no son notables.

Impactos

El cuadro 5 muestra los valores para la dimensión de impactos, que incluye tres subdimensiones: impacto en el empleo, impacto en las ventas y sostenibilidad ambiental. El dato más preocupante

Cuadro 5

Puntuaciones de España en el EIS (índice EU=100) en 2019, 2024 y variación en la dimensión “4: Condiciones de entorno”

4. Impactos	2019	2024	Variación
4.1 Impacto en el empleo			
4.1.1 Empleo en actividades intensivas en conocimiento: ¿Qué porcentaje de la fuerza laboral trabaja en sectores que requieren altos conocimientos y habilidades?	80,7	80,9	➤ 0,2
4.1.2 Empleo en empresas innovadoras: ¿Qué porcentaje del empleo total proviene de empresas activamente innovadoras?	61,7	44,6	▼ -17,1
4.2 Impacto en las ventas			
4.2.1 Exportaciones de productos de media y alta tecnología: ¿Cuál es el valor de las exportaciones de productos de tecnología media y alta?	67,3	66,5	➤ -0,8
4.2.2 Exportaciones de servicios intensivos en conocimiento: ¿Cuál es el valor de las exportaciones de servicios que requieren altos niveles de conocimiento y especialización?	28,8	33,5	➤ 4,7
4.2.3 Ventas de innovaciones de producto: ¿Cuán exitosas son las innovaciones de producto en la generación de ingresos por ventas?	123,5	170,5	▲ 47,0
4.3 Sostenibilidad ambiental			
4.3.1 Productividad de recursos: ¿Qué tan eficiente es el uso de los recursos en los procesos productivos?	165,0	136,9	▼ -28,0
4.3.2 Emisiones de partículas finas PM2.5 en la industria: ¿Cuál es el nivel de emisiones de partículas finas derivadas de actividades industriales?	91,7	86,3	➤ -5,4
4.3.3 Desarrollo de tecnologías ambientales: ¿Qué porcentaje de invenciones en un país está orientado a abordar desafíos ambientales?	108,0	74,5	▼ -33,5

Fuente: *European Innovation Scoreboard* y elaboración propia.

en 2019 eran las exportaciones de servicios intensivos en conocimiento, que se situaban en un nivel inferior al 30 % del promedio de la UE.

En la edición del *EIS* de 2024 se registra una fuerte caída (17,1 puntos) en el porcentaje del empleo total que proviene de empresas activamente innovadoras, mientras que el porcentaje de trabajadores en actividades intensivas en conocimiento se mantuvo prácticamente estable. Es posible que estos datos revelen dificultades en el escalado de proyectos innovadores o una baja tasa de crecimiento empresarial.

En el impacto en las ventas, destaca el aumento muy significativo en el papel que tienen las innovaciones de producto en generar incrementos de las ventas, con un crecimiento de 47 puntos. Este avance indica que las empresas españolas han logrado una mayor efectividad en la comercialización de nuevos productos, lo cual probablemente sea indicativo de un enfoque más robusto en la innovación orientada al mercado. Por otro lado, las exportaciones de productos de media y alta tecnología registraron una muy leve caída, mientras que las exportaciones de servicios intensivos en conocimiento (el indicador con peores resultados en 2019) registraron un crecimiento también leve pero algo superior.

En cuanto a la sostenibilidad ambiental, dos indicadores presentan una tendencia negativa preocupante: la productividad de los recursos disminuyó en 28 puntos y el desarrollo de tecnologías ambientales perdió 33,5 puntos, reflejando una menor priorización de la sostenibilidad en las actividades e inversiones innovadoras

En cuanto a la sostenibilidad ambiental, dos indicadores presentan una tendencia negativa preocupante: la productividad de los recursos disminuyó en 28 puntos y el desarrollo de

tecnologías ambientales perdió 33,5 puntos, reflejando una menor priorización de la sostenibilidad en las actividades e inversiones innovadoras. Por el contrario, las emisiones de partículas finas en la industria se redujeron ligeramente.

La economía del conocimiento en el PRTR

El Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) de España es la estrategia diseñada por el gobierno para impulsar la recuperación económica tras la pandemia de la COVID-19, en el marco de los fondos europeos *Next Generation EU*. Estos fondos creados por la Unión Europea incluyen el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR), el principal instrumento financiero con un presupuesto de 723.800 millones de euros y destinado a apoyar reformas e inversiones en los Estados miembros.

El MRR proporciona a España 69.500 millones de euros en transferencias directas, además de la posibilidad de solicitar préstamos adicionales. Estos fondos se destinan a proyectos estratégicos, como los PERTE (Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica), que buscan fortalecer sectores clave de la economía.

El PRTR español tiene cuatro ejes principales —transición ecológica, transformación digital, cohesión social y territorial, e igualdad de género— que se desarrollan a través de 30 componentes.

Diversos trabajos han realizado un seguimiento del PRTR y de los fondos *NGEU* en España (Xifré, 2020b; Maudos, 2023; Domínguez y Gomariz, 2023; Hidalgo *et al.*, 2024; Afi, 2024; García-Arenas, 2024; AIReF, 2025) y, más recientemente, de sus impactos (BCE, 2024; Creel y Kaiser, 2024). Para actualizar esta línea de trabajo, en esta sección se presenta la información más reciente disponible,

Cuadro 6

Dotación e importe formalizado/concedido por componente en el Plan de Recuperación, Transformación y Resiliencia (PRTR) a fecha 31-12-2024

Millones de euros y porcentaje

Componente	Dotación	Formalizado	
	M€	M€	%
02. Rehabilitación y regeneración urbana	6.820	2.868	42
06. Movilidad sostenible (larga distancia)	6.665	6.903	104
01. Movilidad sostenible (urbana)	6.526	4.972	76
12. Política Industrial	5.852	2.258	39
13. Apoyo a pymes	4.895	2.655	54
15. Conectividad digital	4.502	3.153	70
11. Modernización AA. PP.	4.369	2.802	64
17. Ciencia, tecnología e innovación	4.191	3.167	76
07. Despliegue energías renovables	3.830	1.706	45
19. Aptitudes digitales	3.593	1.112	31
22. Economía de los cuidados e inclusión	3.489	1.863	53
14. Turismo	3.400	918	27
05. Costas y recursos hídricos	3.341	1.727	52
09. Hidrógeno renovable	3.155	598	19
23. Mercado laboral	2.363	1.316	56
20. Formación profesional	2.075	271	13
31. <i>RePowerEU</i>	1.931	4	0
21. Educación	1.696	782	46
04. Ecosistemas y biodiversidad	1.643	391	24
08. Infraestructura eléctrica	1.365	596	44
03. Agroalimentación y pesca	1.196	616	52
18. Renovación y ampliación del SNS	1.169	467	40
16. Inteligencia artificial	540	336	62
24. Industria cultural	325	423	130
10. Transición justa, minería	300	43	14
26. Sector del deporte	300	100	33
25. Industria audiovisual	200	148	74
Total	79.731	42.195	53

Fuente. AIReF (Observatorio PRTR) y elaboración propia.

actualizada a 31 de diciembre de 2024, a partir de la herramienta interactiva de la AIReF, el Observatorio interactivo del PRTR (AIReF, 2025),

y se relaciona lo que se ha observado en la sección anterior en términos del progreso de la economía del conocimiento en España.

El cuadro 6 muestra para los 30 componentes del PRTR su dotación presupuestaria inicial (que es el criterio de ordenación en el cuadro) y el importe formalizado o concedido hasta finales de 2024, de acuerdo con la metodología de la AIReF.

Los cinco componentes del PRTR con mayor dotación (rehabilitación, movilidad sostenible de larga distancia y urbana, política industrial y apoyo a pymes) no parecen tener una relación directa con la economía del conocimiento

Como se puede observar, existe mucha heterogeneidad entre componentes tanto en cuanto a la dotación como al porcentaje formalizado de dicha dotación. Los datos disponibles no permiten hacer un análisis que establezca el impacto de las inversiones del PRTR en los resultados del EIS, pero con todo se pueden realizar algunos apuntes. También conviene advertir que en un componente dado pueden encontrarse acciones o inversiones con distinta intensidad en conocimiento o tecnología y por ello puede ser impreciso asociar todas las inversiones de un componente a un cierto nivel de conocimiento o tecnología.

Teniendo en cuenta estas limitaciones, se pueden destacar tres puntos. En primer lugar, los cinco componentes del PRTR con mayor dotación (rehabilitación, movilidad sostenible de larga distancia y urbana, política industrial y apoyo a pymes) no parecen tener una relación directa con la economía del conocimiento. La dotación combinada de estos cinco componentes asciende a 30.758 millones de euros, lo que representa el 38 % de la dotación total.

En segundo lugar, hay cinco componentes que se pueden considerar directamente asociados con el avance de la economía del conocimiento y la digitalización, tal y como se recoge en el EIS: la conectividad digital, ciencia, tecnología e innovación, el despliegue de energías renovables, las aptitudes digitales y la inteligencia artificial. La dotación combinada de estos cuatro componentes asciende a 16.656 millones de euros, lo que equivale al 20 % de la dotación total.

Finalmente, a 31 de diciembre de 2024 se habían formalizado contratos o concedidas ayudas en estos cinco componentes por valor 9.474 millones de euros, lo que equivale a un 56 % de la dotación de estos componentes y a un 11,8 % de la dotación total del PRTR.

Conclusiones

El análisis de las cuatro dimensiones del *European Innovation Scoreboard (EIS)* para España entre 2019 y 2024 refleja un panorama ambivalente, con avances significativos en algunas áreas y desafíos persistentes en otras.

Los principales avances en la economía del conocimiento en España entre 2019 y 2023

se han producido en tres ámbitos: la inversión empresarial en I+D, el número de pymes que han introducido nuevos productos en el mercado, y el impacto de las innovaciones de producto en la generación de ventas. En el ámbito de las inversiones, con un incremento notable en el gasto público en I+D y en el capital de riesgo para startups, es donde hay indicaciones de que el impacto del programa *Next Generation EU* y del PRTR ha sido más significativo.

En cuanto a los principales retos pendientes, hay cuatro áreas de la actividad que han empeorado de forma muy acusada en el mismo periodo. En orden creciente según el deterioro observado son las siguientes: el porcentaje de empresas que ofrecen formación TIC a sus empleados; la eficiencia ambiental en el uso de los recursos productivos; el desarrollo de tecnologías ambientales; y muy destacadamente el número de nuevos doctores en STEM (ciencia, tecnología, ingeniería o matemáticas). Tratando de tener una visión constructiva frente a los retos, algunas de estas deficiencias pueden ser abordadas precisamente mediante los componentes afines del PRTR, que

presentan todavía un margen de mejora en cuanto a ejecución.

El presente estudio estima que, a 31 de diciembre de 2024, las inversiones formalizadas en componentes que se pueden considerar directamente relacionados con la economía del conocimiento representaban algo menos del 12 % de la dotación del total del PRTR. Para consolidar su posición en la economía del conocimiento, España deberá continuar impulsando reformas estructurales, promoviendo la digitalización, fortaleciendo el entorno regulatorio y priorizando la sostenibilidad en las políticas de innovación.

Referencias

- AFI. (2024). NGEU-Assist. <https://www.ngeu-assist.com/es-es/contenido/1462/analisis-de-ejecucion-de-los-fondos-ngeu-a-30-de-junio-de-2024>
- AIREF. (2025). Observatorio Interactivo del PRTR. <https://www.airef.es/es/datalab/herramientas-interactivas-de-la-airef/observatorio-del-prtr/>
- BCE. (2024). Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact. *ECB Economic Bulletin*, Issue 8/2024.
- CREEL, J., KAISER, J. (2024). *The real effects of Next Generation EU*. FEPS Foundation for European Progressive Studies.
- DOMÍNGUEZ, A. M., GOMARIZ, M. (2023). Los PERTE: estado de situación y retos para movilizar los fondos NGEU. *Cuadernos de Información Económica*, 294, 49-55. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2023/06/2305-Dominguez.pdf>
- GARCÍA-ARENAS, J. (2024). Fondos Next Generation EU: ¿cómo ha ido el tercer año de fondos europeos?, *Informe Mensual marzo 2024*. CaixaBank Research.
- HIDALGO, M., GALINDO, J., MARTÍNEZ, J. (2024). Evolución de los Fondos Next-Gen EU en España. *EsadeEcPol Policy Brief*.
- KASPERSKAYA, Y, XIFRÉ, R (2016). Gasto público en I+D+i en España: análisis y propuestas. *Papeles de Economía Española*, No. 147, 92-107. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_PEE/147art06.pdf
- MAUDOS, J. (2023). A qué empresas y sectores están llegando los fondos NGEU? *Cuadernos de Información Económica*, 296, 51-57. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2023/09/2309-Maudos-FINAL.pdf>
- XIFRÉ, R. (2014). I+D+i en España: ¿está dañado el motor del crecimiento? *Cuadernos de Información Económica*, 243, 83-92. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/243art10.pdf
- XIFRÉ, R. (2020a). Las exportaciones españolas de alta tecnología. *Cuadernos de Información Económica*, 278, 69-75.
- XIFRÉ, R. (2020b). El plan NGEU: retos estructurales y revisión de propuestas. *Cuadernos de Información Económica*, 279, 11-20. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/11/Xifr%C3%A9.pdf>
- XIFRÉ, R. (2024). Las exportaciones españolas de alta tecnología: evolución hasta 2023. *Cuadernos de Información Económica*, 303, 67-77. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2020/09/Cie278art10.pdf>

Indicadores económicos, financieros y sociales

Indicadores económicos

Contienen información tabular referida a los dos últimos años, cuatro últimos trimestres y dos últimos meses. De los indicadores más representativos se ofrecen gráficos con la evolución trimestral de los últimos siete años. También, a modo de comparación internacional, se recogen los indicadores básicos de coyuntura española junto a los relativos a Japón EE. UU., Reino Unido, Unión Europea, eurozona y los cuatro principales países de la Unión Europea, así como de las bolsas, mercados de divisas y precios de las materias primas.

Actualización: Semanal

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/coyuntura-economica/espana/100-indicadores/>



50 Indicadores financieros

Ofrecen una visión global del sistema financiero. Se trata de un conjunto de indicadores, con una variación temporal generalmente de corto plazo, sobre magnitudes monetarias y tipos de interés, mercados financieros, ahorro y endeudamiento, y aspectos específicos de las entidades financieras, tales como su negocio, estructura de mercado, eficiencia, productividad, riesgo y rentabilidad.

Actualización: Quincenal

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/areas-de-investigacion/area-financiera-y-digitalizacion/analisis-financiero/indicadores-financieros/>



Indicadores sociales

Información numérica sobre aspectos concretos de la realidad social. Estos datos permiten hacer el seguimiento y la evaluación de programas y políticas públicas.

Actualización: Bimestral

Disponibles en:

<https://www.funcas.es/areas-de-investigacion/area-social/estudios-sociales/indicadores-sociales/>



Publicaciones de Funcas

Últimos números publicados:

PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 182. Retos pendientes del sector público español

PANORAMA SOCIAL

N.º 40. Sociedad y deporte: inclusión, globalización y nuevas tecnologías

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 304. La economía europea busca su sitio

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 14, N.º 1 (2025). The future of Europe and Spain under Trump's second administration

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 26. Septiembre (2024)

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 105. Las personas con discapacidad en España: actividad, empleo y calidad de vida. Miguel Ángel Malo, Ricardo Pagán y Vanesa Rodríguez Álvarez

LIBROS

La inteligencia artificial hoy y sus aplicaciones con big data. Amparo Alonso Betanzos, Daniel Peña y Pilar Portela.

Precio de las publicaciones. Año 2025

	Suscripción		
Publicación	Suscripción anual	Edición papel (euros)	Gastos de envío (euros)
Papeles de Economía Española	4 números	55	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Cuadernos de Información Económica	6 números	45	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Panorama Social	2 números	25	España 4
			Europa 20
			Resto del mundo 40
Spanish Economic and Financial Outlook	6 números	35	España 12
			Europa 60
			Resto del mundo 120
Papeles de Energía	4 números	25	España 8
			Europa 40
			Resto del mundo 80
Publicaciones no periódicas (Libros, Estudios...) disponibles solamente en formato digital gratuito.			

Los precios incluyen el IVA.

Forma de pago: domiciliación bancaria, transferencia bancaria. Descuento editorial: 10 % a bibliotecas, librerías y agencias. Todas nuestras publicaciones se pueden descargar, de forma gratuita, en www.funcas.es
<http://www.funcas.es/Publicaciones> | publica@funcas.es

cecabank



www.cecabank.es



Funcas

Caballero de Gracia, 28
28013 Madrid (España)
Teléfono: 91 596 54 81

publica@funcas.es

Versión electrónica íntegra
en: **www.funcas.es/Publicaciones**

ISSN: 2254-3422



97722543427