

Cuadernos de Información Económica

Inflación prevista
en España

Coste fiscal
del envejecimiento
en España (2040)

Asequibilidad de la
vivienda en Europa:
buenas intenciones,
malos resultados

Otra mirada a los riesgos
inmobiliarios

Cuando falla
el mercado: vivienda
asequible como servicio
de interés general

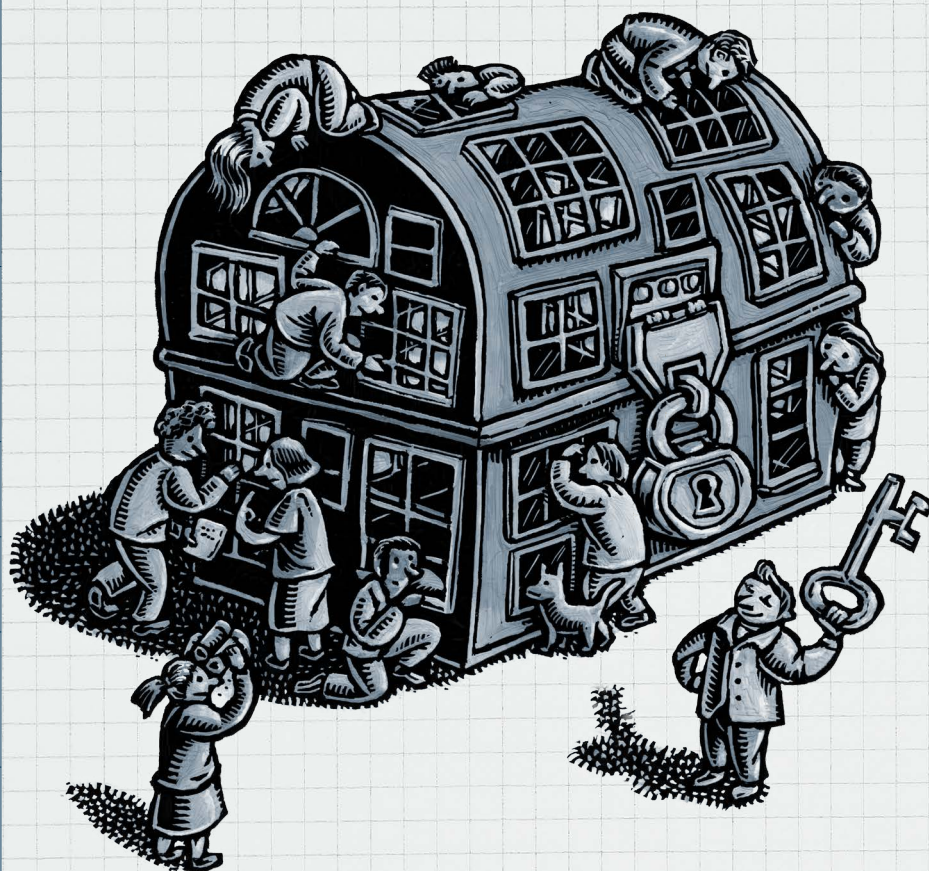
Banca e inmobiliario:
comparativa europea

Decisión discrecional
reciente del BCE

Solidez de los hogares
y débil inversión
empresarial en España

Segmentación
y vinculación del cliente:
claves de la rentabilidad
de la cartera crediticia

Vivienda, algo más que un mercado



Director

Francisco Rodríguez Fernández

Consejo de redacción

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Alice Faibishenko

M^a Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

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

Antonio Jesús Romero Mora

Secretario

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

José Manuel Domínguez Martínez

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

José María Méndez Álvarez-Cedrón

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

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

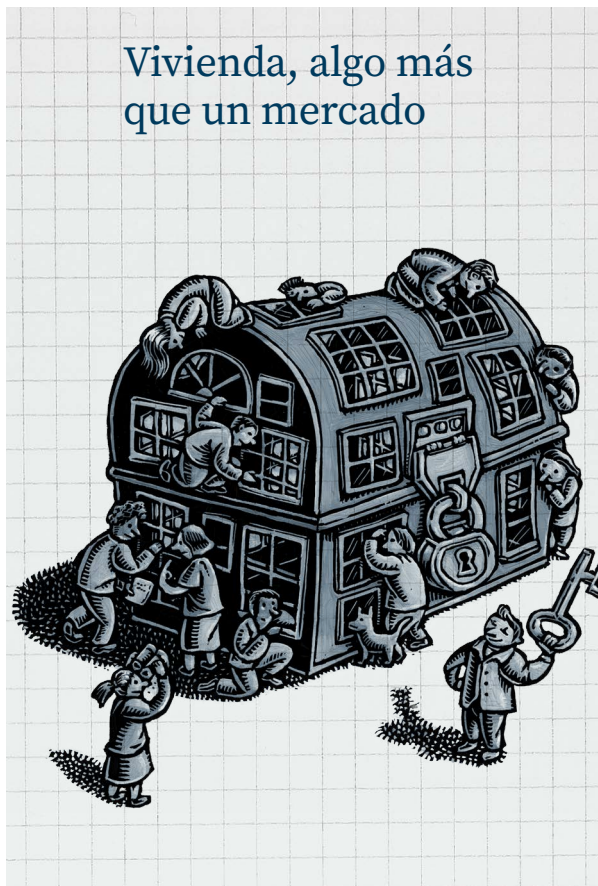
Todos los derechos
reservados. Queda prohibida
la reproducción total o parcial
de esta publicación, así como
la edición de su contenido
por medio de cualquier
proceso reprográfico o fónico,
electrónico o mecánico,
especialmente imprenta,
fotocopia, microfilm, offset
o mimeógrafo, sin la previa
autorización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

313

julio-agosto 2026

Cuadernos de Información Económica

Vivienda, algo más
que un mercado



Sumario

Pág. V

Nota del director

INFLACIÓN, FISCALIDAD Y ENVEJECIMIENTO



01

Pág. 8

Perspectivas de inflación de la economía española

Raymond Torres
y **María Jesús Fernández**



02

Pág. 18

La factura fiscal del envejecimiento: ¿cuánto dejará de recaudar España en 2040?

Desiderio Romero-Jordán

VIVIENDA: UNA INFRAESTRUCTURA MÁS ALLÁ DEL MERCADO



03

Pág. 26

La asequibilidad de la vivienda en Europa: ¿por qué las buenas intenciones suelen dar lugar a malos resultados?

Christian A. L. Hilber



04

Pág. 38

Otra mirada a los riesgos inmobiliarios

Francisco Rodríguez Fernández



05

Pág. 46

Cuando el mercado no provee: la vivienda asequible como servicio de interés económico general

Enrique Martín
e **Irene Piedra**



06

Pág. 54

Banca y exposición inmobiliaria: una comparativa europea

Joaquín Maudos

FINANZAS PERSONALES Y BANCA



07

Pág. 64

La reciente “decisión discrecional del BCE”

Erik Jones



08

Pág. 76

Fortaleza financiera de los hogares y debilidad inversora empresarial en España

María Jesús Fernández



09

Pág. 88

La diversificación por segmentos y la vinculación del cliente, factores clave en la rentabilidad de la cartera crediticia

Marta Alborni, Laura Ciriza
y **María Rodríguez**

La vivienda como infraestructura económica y social

En algunos momentos, un problema económico deja de ser un capítulo del manual y se convierte en una condición estructural del país. Eso es lo que ha ocurrido con la vivienda en España, y es la razón por la que este número de *Cuadernos de Información Económica* —que recorre también la coyuntura macroeconómica y el estado de la banca y las finanzas de los hogares— se detiene de forma especial en ella.

Durante años hemos analizado el mercado inmobiliario con el vocabulario de 2008: burbuja, crédito, apalancamiento. Ese vocabulario, cómodo porque ya lo conocíamos, ya no sirve. Cada vez que los precios suben con cierta intensidad, reaparece automáticamente el fantasma de la crisis financiera global, como si solo existiera una forma de que la vivienda se convierta en un problema. Pero la configuración actual de riesgos es distinta, y seguir mirándola con las categorías de hace quince años nos lleva a diagnósticos equivocados y, peor aún, a remedios que no atacan la causa.

El problema de hoy no es un exceso de financiación alimentando una expansión descontrolada de la oferta, sino justo lo contrario: una escasez estructural de vivienda que coexiste con una demanda persistente y con nuevas formas de vulnerabilidad financiera, mucho más difíciles de detectar porque no responden a los indicadores de riesgo crediticio a los que estábamos acostumbrados. La producción de vivienda nueva lleva más de una década por debajo de la creación de hogares, los alquileres crecen sistemáticamente

por encima de los salarios, y esa brecha se ha extendido, como una mancha de aceite, de las grandes capitales a sus coronas metropolitanas y, cada vez con más fuerza, a las ciudades intermedias. No es un fenómeno coyuntural achacable a un mal año o a un repunte pasajero de la demanda. Es el resultado acumulado de una década de desajuste entre lo que se construye y lo que la sociedad necesita para formar hogares, y los desajustes acumulados durante una década no se corrigen con medidas pensadas para ciclos de dieciocho meses.

Lo relevante no es solo la magnitud de ese desajuste, es lo que ha dejado de ser la vivienda como consecuencia de él. Ya no es un sector más de la economía, comparable a otros en los que el mercado, con sus imperfecciones razonables, asigna de forma más o menos eficiente los recursos disponibles. Se ha convertido en una infraestructura crítica. Condiciona la movilidad laboral de quienes buscan emplearse donde realmente hay empleo, la formación de nuevos hogares, la natalidad, la desigualdad patrimonial entre generaciones —entre quienes compraron antes de que el problema existiera y quienes intentan hacerlo ahora— y, en última instancia, la productividad agregada de la economía española. Cuando una parte creciente de la población activa tiene dificultades crecientes y es donde se concentra el empleo de mayor valor añadido, el problema deja de ser exclusivamente social para convertirse también, y de forma directa, en un problema macroeconómico.

Si el diagnóstico ha cambiado, las recetas de la última crisis —centradas en la prudencia crediticia, en evitar el sobreendeudamiento de las familias, en vigilar a la banca frente a un eventual estallido inmobiliario— ya no son las herramientas adecuadas para el problema actual. No porque esa prudencia haya sido un error en su momento. En realidad, es porque responde a una enfermedad distinta de la que hoy aqueja al sector. La cuestión hoy no es impedir que vuelva a inflarse una burbuja de crédito, que sencillamente no es lo que está ocurriendo, es afrontar una crisis de oferta que ningún mecanismo puramente financiero o macroprudencial puede resolver por sí solo. Se puede regular el crédito hipotecario con toda la prudencia imaginable y, aun así, no construir una sola vivienda adicional. Tratar como problema de demanda —de acceso al crédito, de tipos de interés, de ahorro de las familias— lo que es, ante todo, un problema de oferta —de suelo disponible, de plazos administrativos, de marco fiscal y regulatorio— es la forma más eficaz de no resolver nada, y de prolongar indefinidamente la sensación de urgencia sin que esa urgencia llegue jamás a traducirse en vivienda efectivamente construida.

Esta confusión tiene además un coste político específico, porque alimenta un ciclo perverso. Cuanto más se tarda en intervenir sobre la oferta, más presión social se acumula para intervenir sobre los precios o sobre el mercado de alquiler directamente, con medidas que a menudo agravan a medio plazo el mismo problema que pretenden aliviar a corto. No es casual que el debate público oscile entre el control de rentas y la desregulación total, como si no existiera un

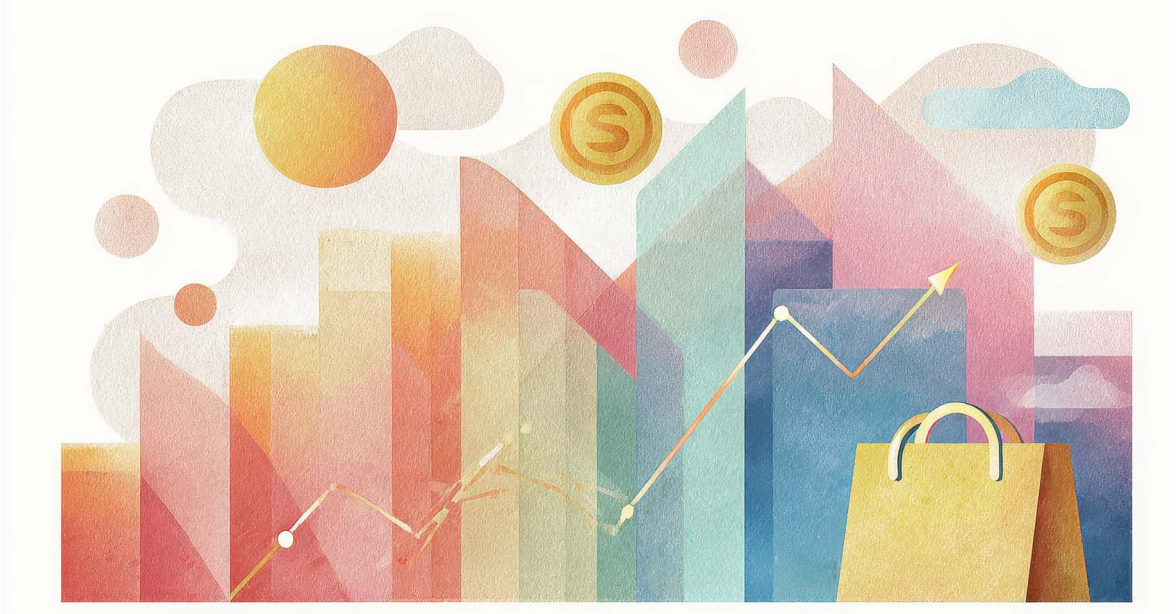
espacio intermedio —mucho más fértil y menos contraproducentes— centrado en aumentar de forma sostenida la oferta disponible, especialmente la de alquiler asequible, mediante instrumentos que no dependan exclusivamente de la iniciativa privada ni tampoco exclusivamente del gasto público.

El resto del número completa el cuadro en el que se inserta este diagnóstico. La coyuntura macroeconómica española sigue marcada por una inflación que tardará todavía algunos meses en normalizarse del todo y por el reto fiscal, mucho menos visible pero igualmente urgente, de una población que envejece y que erosionará silenciosamente la recaudación en las próximas décadas. La banca, por su parte, exhibe hoy un perfil de riesgo inmobiliario radicalmente distinto al de hace quince años, y busca ahora fuentes de rentabilidad menos dependientes del ciclo de tipos de interés, en un entorno de normalización monetaria que ya no le ofrece el viento de cola de los últimos ejercicios.

Pero si hay un hilo que merece subrayarse de manera especial en esta edición, es que la vivienda ha dejado de ser, en sentido estricto, un mercado que simplemente regular, y ha pasado a ser una infraestructura que es necesario construir con la misma determinación con la que en su momento se construyeron las redes de transporte o de energía que hoy damos por descontadas. Confundir lo uno con lo otro —seguir tratando como mercado lo que ya funciona, en la práctica, como infraestructura— es, probablemente, el error de diagnóstico más extendido, y también el más costoso, de la política de vivienda española de la última década.

01

Raymond Torres y María Jesús Fernández
Funcas



Perspectivas de inflación de la economía española

El acuerdo de alto el fuego y de normalización del tráfico marítimo en el Golfo Pérsico aporta un respiro a la economía y reduce las presiones inflacionarias en la economía española. De respetarse las principales cláusulas del acuerdo, la situación de escasez de hidrocarburos y de otras materias primas podría desaparecer en las próximas semanas. Sin embargo, la inflación todavía tardará unos meses en volver a la senda anterior al conflicto, ya que el *shock* de precios generado por la guerra seguirá propagándose a través del tejido productivo. Además, la retirada de las rebajas fiscales sobre los combustibles supondrá un incremento de la tasa de inflación de entre ocho y nueve décimas porcentuales. Finalmente, la economía española arrastra un problema de inflación subyacente que precede el estallido de la conflagración y que podría persistir, incluso en un escenario de vuelta a la normalidad de los mercados energéticos.

El recién anunciado memorando de entendimiento entre EE. UU. e Irán ha abierto una ventana de oportunidad para los países de la región más afectados por el conflicto bélico y para la economía mundial¹. El acuerdo prevé un alto el fuego por un periodo de 60 días prorrogable y aborda cuestiones de índole geopolítica, como la reafirmación del compromiso por parte de Irán de no desarrollar un arma nuclear (algo a lo que la república islámica ya se había comprometido en virtud de anteriores protocolos). También contiene decisiones de gran relevancia para la economía, sobre todo el desbloqueo total del estrecho de Ormuz en un plazo de 30 días, y una serie de concesiones ventajosas para el régimen iraní: el levantamiento de las restricciones a sus exportaciones de petróleo, la creación de un fondo de reconstrucción de 300.000 millones de y la liberación de los activos iraníes retenidos en el extranjero.

|
Con la apertura del estrecho y la liberación de las exportaciones de hidrocarburos de todos los países del Golfo, la crisis energética habría quedado atrás
|

El memorando, a la espera de su próxima ratificación oficial, deja importantes puntos por negociar y no despeja las dudas acerca de la implicación de otros actores regionales, lo cual condiciona la efectividad del cese de las hostilidades, factor clave para la plena normalización del paso por el estrecho de Ormuz. Sin embargo, pese a estas incertidumbres, el final de la conflagración es hoy por hoy más probable, razón por la cual el presente trabajo examina el impacto económico —particularmente en la inflación, la variable más expuesta al vaivén geopolítico— de

un escenario de alto el fuego prolongado y reanudación progresiva del tráfico marítimo en el Golfo Pérsico.

Evolución de los mercados energéticos internacionales

El efecto más inmediato de este escenario ha empezado a percibirse en los mercados energéticos y de otras materias primas. La cotización del barril de Brent se ha desplomado hasta el entorno de 77 dólares, y el Mibgas lo ha hecho hasta cerca de 42 euros, unos niveles que se van aproximando a las referencias anteriores al conflicto. Por tanto, con la apertura del estrecho y la liberación de las exportaciones de hidrocarburos de todos los países del Golfo, que antes del conflicto rondaban la quinta parte del comercio mundial de estas materias primas, la crisis energética habría quedado atrás.

No obstante, varios factores apuntan a una normalización dilatada en el tiempo. En primer lugar, del lado de la oferta, las operaciones de desminado de las aguas del estrecho podrían durar un cierto tiempo. Por otra parte, la sensación de peligrosidad del paso por el Golfo Pérsico no va a desaparecer rápidamente, lo cual limitará el tránsito marítimo, al tiempo que encarecerá las pólizas de seguro. Otro posible coste procede del peaje que el régimen islámico se reserva el derecho de imponer tras un periodo de prueba de 60 días (si bien el memorando no aborda esta cuestión, Teherán considera que el ejecutivo norteamericano ha dado el visto bueno, en principio).

Pero la principal incógnita radica en el grado de destrucción de los yacimientos de extracción

1 Para un análisis del impacto de dicho conflicto, véase Torre et al. (2026).

de hidrocarburos, complejos petroquímicos y otros activos productivos que han sido dañados por los intercambios de misiles en toda la región. La Agencia Internacional de la Energía considera que, en algunos casos, las reparaciones podrían durar hasta dos años.

En segundo lugar, en cuanto a la demanda, los países importadores de petróleo tendrán que reconstituir unas reservas muy mermadas. El esfuerzo de almacenamiento mantendrá todavía una cierta tensión en los mercados, incluso si el suministro procedente del Golfo Pérsico se restableciera plenamente (cosa que, como ha sido comentado anteriormente, no sucederá inmediatamente). De manera similar, los países importadores de gas deberán incrementar sus compras para acumular *stocks* antes del próximo invierno.

Así, incluso si se confirmara el escenario de una rápida desescalada geopolítica, el precio de los hidrocarburos y de otras materias primas se mantendrá por encima de los valores anteriores al conflicto hasta finales de año.

La tendencia es, sin embargo, favorable, y podría agudizarse a medio plazo, ya que la percepción de inseguridad del suministro ha reforzado la necesidad de reducir la dependencia de energías fósiles y de importaciones procedentes de zonas conflictivas, acelerando también los esfuerzos de electrificación del transporte y la transición hacia las fuentes renovables. Prueba de ello, la demanda de vehículos eléctricos se ha incrementado en los últimos meses, particularmente en Asia. Además, la retirada de las sanciones a Irán permitirá a este país normalizar sus transacciones comerciales con los países occidentales y recuperar los niveles de producción de crudo previos a las mismas. Por tanto, no es descartable que aparezca a medio plazo una situación de sobre abundancia de hidrocarburos.

El shock provocado por la guerra de Irán y su traslado a los costes y a los precios finales

Pese al alivio aportado por el memorando de entendimiento, la escalada de los precios de las materias primas que se produjo tras el estallido de la guerra sigue propagándose en el tejido productivo español.

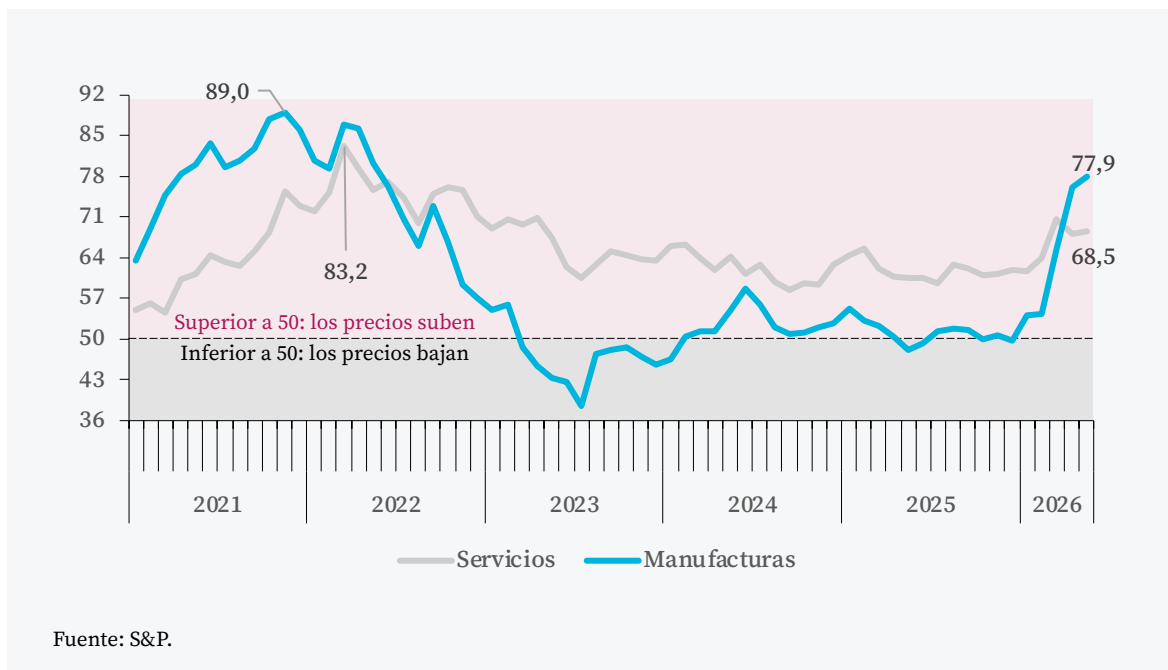
Así, el encarecimiento del transporte, columna vertebral del sistema productivo, sigue ejerciendo efectos en cascada. Otro ejemplo es el aluminio, que acumula una subida superior al 25 % en los tres últimos meses, con impactos en los costes de producción de una amplia gama de bienes industriales que contienen dicho metal. De manera similar, los fabricantes de fertilizantes y de productos químicos como el plástico solo han trasladado parcialmente el alza de costes a sus clientes. Y los derivados del petróleo pueden representar la casi totalidad del coste variable de ciertos productos como el amoníaco, que sirve para fabricar fertilizantes y es la base de muchos desinfectantes, o el nailon utilizado en la industria textil.

Por otra parte, el conflicto ha desorganizado las cadenas de suministros, generando retrasos en los envíos de componentes clave, desde el azufre al helio. La normalización de dichas cadenas de suministro también tardará un cierto tiempo.

Por ello, el tensionamiento de los costes de producción, que es ya palpable, no desaparecerá inmediatamente. En abril, el índice de precios de producción de la industria española se incrementó un 8,5 % en términos interanuales, y en mayo lo hizo un 10,5 % (dejando atrás las caídas registradas en los meses anteriores al conflicto). En los sectores de servicios, los datos de precios se publican con más retraso, pero los indicadores derivados de encuestas PMI a las empresas

Gráfico 1

PMI de precios pagados por las empresas en España



revelan también una presión creciente —si bien menor que en la industria (gráfico 1)—.

La elevación de los costes de producción se refleja en el IPC, con tasas de crecimiento interanual superiores al 3 % en los últimos meses, un punto más que antes del conflicto. Este resultado se explica principalmente por la subida abrupta de los carburantes, con casi un 15 % acumulado durante el mismo periodo pese a los recortes de impuestos energéticos instrumentados por el Gobierno para paliar los efectos de la guerra —una medida que destaca entre los países europeos, y que explica que los carburantes sean mucho más baratos que en los otros grandes países de la UE (gráfico 2)—. La inflación subyacente, que se obtiene descontando la energía y los alimentos, también se ha tensionado a medida que el *shock* ha ido trasladándose a los precios finales.

Este último fenómeno va a perdurar en los próximos meses, contrarrestando el efecto favorable de la desinflación energética. Con todo, es probable que el traslado del *shock* a los precios de venta sea proporcionalmente menor que en el momento de la guerra de Ucrania hace cuatro años, cuando la economía gozaba de un fuerte impulso de la demanda (algo que no se observa en la actualidad, particularmente en los tres grandes países de la eurozona, que bordean la recesión).

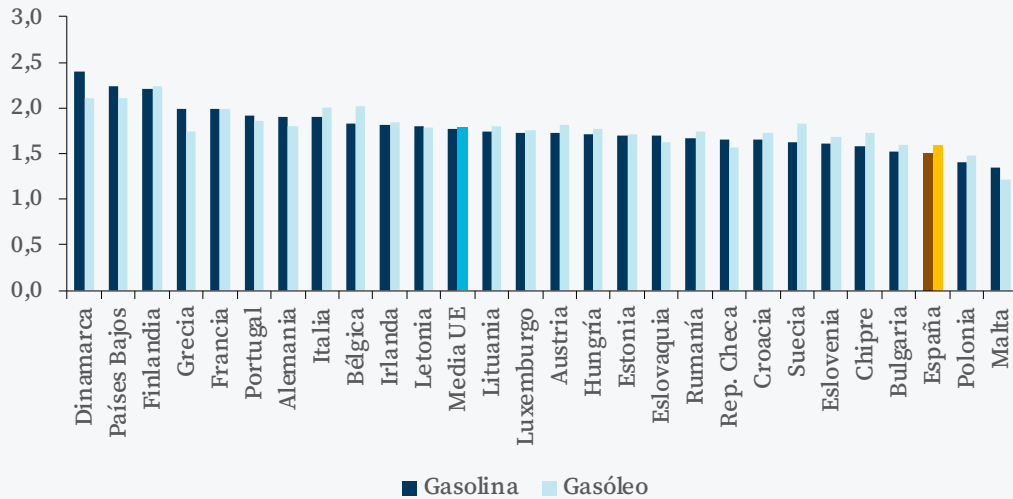
Escenarios de inflación tras el acuerdo en Oriente Medio

De cara a los próximos meses, la bajada del precio del petróleo tras el anuncio del acuerdo de alto el fuego supone un cambio de escenario hacia otro menos tensionado, aunque no se regresará, por el momento, al escenario anterior al

Gráfico 2

Los carburantes, entre los más baratos de la UE gracias a los recortes de impuestos

Precio de la gasolina y del gasóleo con impuestos, a 15 de junio de 2026



Fuente: Comisión Europea.

La tasa de inflación se situaría cada mes entre dos y tres décimas porcentuales por debajo de lo previsto con anterioridad al mismo, con una tasa media anual del 3,3 %

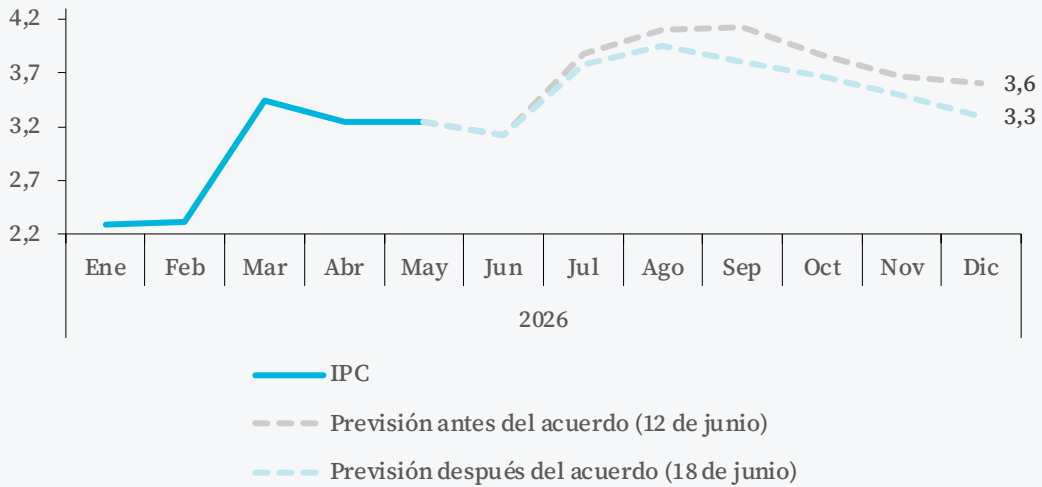
conflicto. Los precios de los futuros del crudo anteriores al acuerdo implicaban un aumento de la tasa de inflación en los meses de verano por encima del 4 % —suponiendo la retirada de las medidas fiscales del Gobierno el 30 de junio— y una tasa al final del año de entorno al 3,7 %, con una media anual del 3,4 0/0. El nuevo escenario que dibujaban los futuros en los días inmediatamente posteriores a la firma del memorándum de entendimiento implica que la tasa de inflación se situaría cada mes entre dos y tres décimas porcentuales por debajo de lo previsto con

anterioridad al mismo, con una tasa media anual del 3,3 % (gráfico 3).

Con todo, antes del estallido del conflicto, la tasa de inflación esperada era del 2,4 % de media anual (gráfico 4). Más concretamente, en lo que se refiere a los precios de los combustibles, principales responsables, como ya se ha señalado, del aumento de la inflación, no regresarán a los niveles anteriores a la guerra este año, debido a la permanencia del precio del crudo por encima de los niveles del inicio del año.

La retirada de las rebajas fiscales sobre los combustibles supondrá un incremento de la tasa de inflación de entre ocho y nueve décimas porcentuales

Gráfico 3

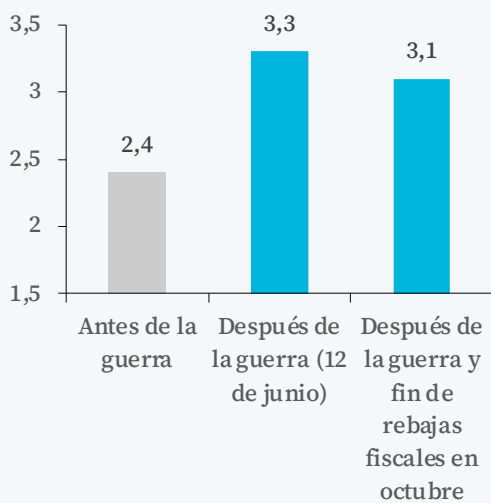
Senda de IPC: previsiones antes y después del acuerdo

Fuente: INE y previsiones de Funcas.

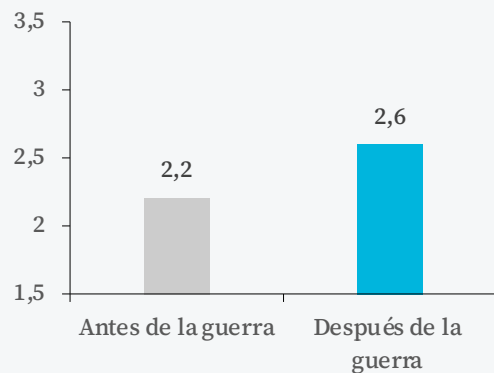
Gráfico 4

Previsiones de IPC total para 2026 y 2027, según fecha de previsión

a. Previsiones para 2026



b. Previsiones para 2027

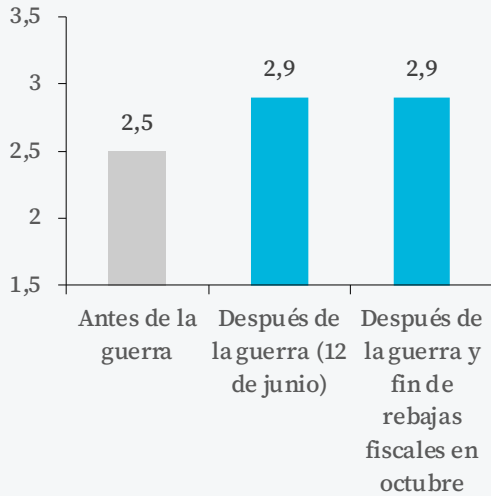


Fuente: Funcas.

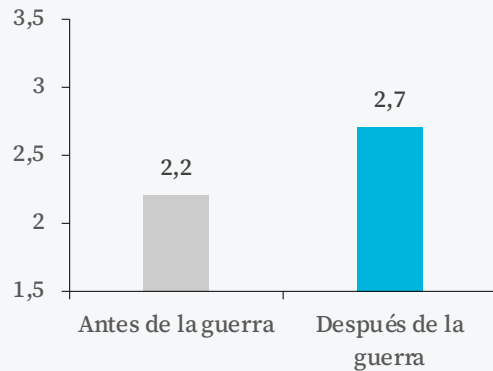
Gráfico 5

Previsiones de IPC subyacente para 2026 y 2027, según fecha de previsión

a. Previsiones para 2026



b. Previsiones para 2027



Fuente: Funcas.

La retirada de las rebajas fiscales sobre los combustibles supondrá un incremento de la tasa de inflación de entre ocho y nueve décimas porcentuales, de modo que su perfil mensual, y, por tanto, la tasa media anual, estarán muy condicionadas por el momento en que se produzca la misma. Así, en caso de retrasarse la normalización impositiva hasta el 1 de octubre, el ascenso de la inflación no se produciría hasta ese mes, con lo que la tasa media anual sería del 3,1 %. En este caso, el efecto escalón de la subida de impuestos se prolongaría hasta septiembre del año que viene en lugar de hasta junio, de modo que la tasa media anual de inflación de 2027 sería más elevada que en caso de llevar a cabo la normalización impositiva a partir del 1 de julio.

En cuanto al IPC subyacente, su trayectoria en los últimos meses ha sido peor de lo esperado, especialmente en los servicios. Así, estos elevaron

su tasa de inflación hasta el 4,1 % en mayo, ascenso que no puede achacarse en su totalidad a un traslado de los mayores costes de producción derivados del conflicto, sino que refleja en gran medida la existencia de tensiones inflacionistas independientes y previas a la guerra.

En cualquier caso, a lo largo de los próximos meses se espera un traslado hacia la inflación subyacente, aunque parcial, de los mayores costes de producción, que, como ya se ha señalado, se mantendrán por encima de los previos al conflicto.

Esto, unido a las mayores tensiones preexistentes con respecto a lo que se estimaba inicialmente, supone un aumento de la tasa media anual prevista para la inflación subyacente hasta el 2,9 % este año, y el 2,7 % el próximo, por encima, en ambos casos, de los valores previstos para la eurozona.

En suma, todo apunta a que las presiones inflacionarias seguirán siendo más intensas en España que en el resto de la eurozona, de modo que es poco probable que la política monetaria actúe como factor moderador. En todo caso, estas tensiones proceden sobre todo de los sectores de servicios, lo que aboga por medidas

focalizadas en la competencia y el funcionamiento de esos mercados. Finalmente, una aceleración de la inversión (Torres, 2026) y de la productividad facilitarían la convergencia de la inflación subyacente y alejarían el riesgo de pérdida de competitividad que prefiguran las tendencias en marcha.

Referencias

TORRES, R. (2026). La debilidad de la inversión privada en el actual ciclo expansivo. *Cuadernos de Información Económica*, 310 (enero-febrero). <https://www.funcas.es/articulos/la-debilidad-de-la-inversion-privada-en-el-actual-ciclo-expansivo/>

TORRES, R., FERNÁNDEZ, M. J. , y GÓMEZ DÍAZ, F. (2026). El impacto del conflicto en Oriente Medio en la economía española. *Cuadernos de Información Económica*, 312 (mayo-junio 2026).

02

Desiderio Romero

Universidad Rey Juan Carlos y Funcas



La factura fiscal del envejecimiento: ¿cuánto dejará de recaudar España en 2040?

Mediante una simulación estática referida al período 2025-2040, se estima el efecto puro del envejecimiento sobre la recaudación de los tres principales ingresos coactivos: IRPF, cotizaciones sociales e IVA. En concreto, se responde a la siguiente pregunta: ¿cuál sería la recaudación en 2025 bajo la estructura demográfica, más envejecida, de 2040? Los resultados muestran una reducción cercana al 3,3 %, equivalente, aproximadamente, a 15.100 millones de euros. El envejecimiento desplaza la composición de la recaudación por cohortes hacia los hogares cuyo sustentador principal tiene entre 60 y 75 años. Para compensar esa pérdida recaudatoria por la vía de la inmigración, serían necesarios alrededor de 650.000 hogares inmigrantes equivalentes situados en la cohorte de 30 a 39 años.

Envejecimiento y recaudación: ¿qué sabemos?

El envejecimiento de la población preocupa por su impacto sobre la sostenibilidad del Estado de bienestar. Tanto la Comisión Europea como la AIREF ofrecen proyecciones periódicas sobre el gasto público en pensiones, sanidad y cuidados de larga (Comisión Europea, 2024; AIREF, 2023, 2025). Ambas inciden en la fuerte presión del gasto público, que en el caso de las pensiones escalaría desde el 12,0 % del PIB en 2023 hasta el 16,1 % en 2050 (AIREF, 2025). De hecho, el interés por el impacto del envejecimiento en las finanzas públicas se ha centrado, mayoritariamente, en el lado del gasto, dedicando menos atención al lado de los ingresos. Una de las pocas excepciones es López y Ramos (2024), que analizan el impacto del envejecimiento sobre las bases y los tipos efectivos de los principales impuestos, aunque sin proyectar sus efectos futuros sobre la recaudación. Hasta donde conocemos, Romero-Jordán (2026) es el único trabajo que proyecta a largo plazo el efecto del envejecimiento sobre la recaudación, si bien se centra exclusivamente en el IVA.

Este trabajo contribuye a cubrir esta laguna ofreciendo proyecciones del impacto del envejecimiento sobre la recaudación por IVA, IRPF y cotizaciones sociales. Nos concentramos en estas tres figuras que representan alrededor del 77 % del total de ingresos coactivos (IGAE, 2025). El IRPF es el impuesto más expuesto al envejecimiento debido a su dependencia de las rentas del trabajo. En España, este impuesto aporta alrededor del 38 % de los ingresos impositivos, 4 puntos por encima de la media de la UE-27. Las rentas del trabajo siguen un perfil en forma de U invertida: crecen con la edad, se estabilizan hacia los 50 años y caen tras la jubilación. López y Ramos (2024) distinguen dos efectos del envejecimiento sobre el IRPF. El primero opera sobre el nivel de

la base del impuesto. Los mayores de 65 años declaran rentas menores, lo que reduce el tipo efectivo global y la recaudación. El segundo opera sobre su composición, que se desplaza desde salarios hacia pensiones. A finales de los noventa, los salarios suponían en promedio alrededor del 83 % de la masa conjunta de salarios y pensiones. Desde 2020, ese peso ha ido reduciéndose hasta situarse actualmente en una cifra próxima al 69 % (AEAT, 2026). El envejecimiento reduce la recaudación por cotizaciones sociales por dos vías. Por una parte, disminuye el número de ocupados que cotizan, a medida que crece el peso de los jubilados. Por otra, presiona a la baja el peso de los salarios en la renta nacional. Este efecto es mayor en España, donde las cotizaciones supusieron en 2022 el 12,8 % del PIB y el 34 % de los ingresos impositivos, frente al 10,8 % y el 29,6 % de media en la UE-27 (López y Ramos, 2024).

|
*La recaudación media de IVA por hogar
tiene forma de U invertida, alcanzando
su máximo hacia los 56 años*
|

Asimismo, el envejecimiento altera tanto el nivel como la composición del gasto de los hogares (Romero-Jordán, 2026). La recaudación media de IVA por hogar tiene forma de U invertida, alcanzando su máximo hacia los 56 años. El envejecimiento altera progresivamente la composición de la cesta de consumo, incrementando el peso de los bienes gravados a los tipos reducido y superreducido —por ejemplo, alimentos, gastos en farmacia o ayudas técnicas—. A efectos ilustrativos, el peso de las bases al tipo superreducido sube del 6,1 % en los menores de 30 años al 15,7 % en los mayores de 75 años. Por último, la riqueza se concentra en las edades avanzadas y es esencialmente de naturaleza inmobiliaria. Los hogares con sustentador principal de más de 65 años poseen más del 40 % de la riqueza neta

total (López y Ramos, 2024). El envejecimiento amplía la base potencial de la riqueza asociada a las generaciones de mayor edad.

¿Cuál será el impacto del envejecimiento sobre la recaudación en España en 2040?

Para el período 2025-2040, se analiza el efecto puro del envejecimiento sobre la recaudación por cotizaciones sociales, IVA e IRPF. Mediante un ejercicio de simulación estática, se responde a la siguiente pregunta: ¿cuál sería la recaudación en 2025 bajo la estructura demográfica (más envejecida) de 2040? Para este propósito utilizamos dos bases de microdatos: (i) la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV-2026) y (ii) la Encuesta de Presupuestos Familiares (EPF-2025). La ECV ofrece información sobre el IRPF y las cotizaciones sociales soportadas por cada hogar,

procedente de registros administrativos de la Agencia Tributaria. Por su parte, la carga fiscal por IVA soportada por cada hogar ha sido estimada a partir de los microdatos de la EPF, siguiendo a Romero-Jordán (2026).

Las columnas (1) a (3) del cuadro 1 recogen la recaudación media por hogar correspondiente a cada uno de esos impuestos en 2025. Las columnas (4) y (5) muestran la distribución de los hogares por tramos de edad. Los datos de 2025 proceden directamente del INE (2026), mientras que la distribución de hogares en 2040 ha sido estimada siguiendo la metodología descrita en Romero-Jordán (2026).

En este ejercicio de simulación, el número total de hogares en los años 2025 y 2040 se mantiene constante: únicamente cambia su distribución por edad como consecuencia del envejecimiento.

Cuadro 1

Simulación del impacto del envejecimiento

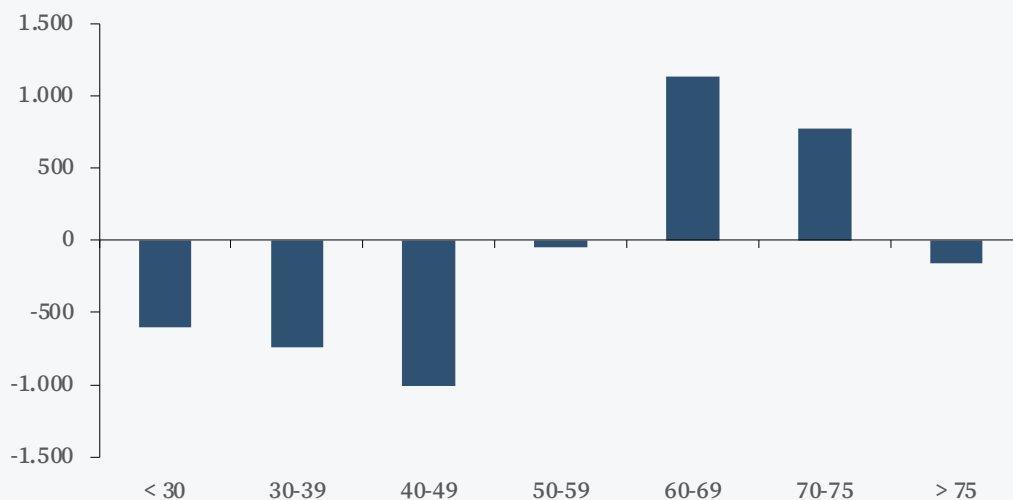
Edad	Recaudación media por hogar				Peso hogares		Recaudación total		Var. (%)
	IRPF + CSS asalariados (euros)	CSS empleadores (euros)	IVA (euros)	Total	2025 (%)	2040 (%)	2025 (millones de euros)	2040 (millones de euros)	
	(1)	(2)	(3)	(1) a (4)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<30	6.486	9.203	2.519	18.208	5,3	2,0	18.812	7.104	-62,2
30-39	9.336	10.992	3.025	23.353	14,6	11,4	66.437	51.937	-21,8
40-49	10.365	11.108	3.225	24.698	21,6	17,5	103.981	84.319	-18,9
50-59	11.737	11.618	3.454	26.809	20,8	20,6	108.673	107.740	-0,9
60-69	10.084	7.128	2.975	20.187	16,5	22,1	64.913	87.034	34,1
70-75	5.899	1.274	2.522	9.695	7,4	15,3	13.932	28.936	107,7
>75	3.230	675	1.926	5.831	13,9	11,1	15.828	12.628	-20,2
					100,0	100,0	392.575	379.698	-3,3

Fuentes: Elaboración propia a partir de (i) microdatos de la ECV-2025, (ii) microdatos de EPF-2025 y (iii) Romero-Jordán (2026).

Gráfico 1

Variación de recaudación media por tramos de edad en el período 2025-2040

Euros



Fuente: Elaboración propia a partir de (i) microdatos de la ECV-2025, (ii) microdatos de EPF-2025 y (iii) Romero-Jordán (2026).

Por tanto, los cambios de recaudación estimados entre 2025 y 2040 se deben exclusivamente al efecto puro del envejecimiento. Es decir, no incorporan efectos de otra naturaleza económica, como variaciones en los salarios, la inflación, el empleo o la productividad. Como muestra el cuadro 1, la caída en el peso de las cohortes de menos de 50 años se compensa con un fuerte aumento de los hogares cuyo sustentador principal tiene entre 60 y 75 años.

En términos agregados, los resultados muestran que el envejecimiento reduce la recaudación total en torno a un 3,3 %, equivalente a 15.100 millones de euros

La recaudación media por hogar alcanza su máximo entre los 50 y los 59 años, con 26.809

euros. Los hogares cuyo sustentador principal pertenece a esta cohorte generan un 47 % más de recaudación que los menores de 30 años. El incremento por cohortes mantiene una progresión gradual hasta el máximo; sin embargo, la caída posterior es más acusada a medida que aumenta la edad del sustentador principal. En términos agregados, los resultados muestran que el envejecimiento reduce la recaudación total —IRPF, cotizaciones sociales e IVA— en torno a un 3,3 %, equivalente a 15.100 millones de euros. Esta reducción no se distribuye de forma homogénea por edades. Como muestra el gráfico 1, la recaudación cae más intensamente en los hogares cuyo sustentador principal tiene menos de 50 años, como consecuencia de su menor peso demográfico en 2040. En cambio, aumenta notablemente la recaudación de los hogares de 60 a 75 años cuyo peso relativo crece de forma significativa. Este resultado muestra

|
Para compensar la caída de 15.100 millones de euros, serían necesarios alrededor de 650.000 hogares equivalentes
|

que el envejecimiento no solo reduce moderadamente la recaudación total, sino que desplaza su composición hacia edades más avanzadas. Asimismo, reduce las bases vinculadas al empleo asalariado, en particular las cotizaciones sociales a cargo de los empleadores.

¿Cuántos hogares inmigrantes serían necesarios para compensar el efecto puro del envejecimiento?

Según el INE (2026), la edad media de los inmigrantes es de 33 años. A partir de esta información, nos preguntamos cuántos hogares inmigrantes en la cohorte de 30 a 39 años serían necesarios para compensar el efecto puro del envejecimiento sobre la recaudación. Como

muestra el cuadro 1, un hogar de esa cohorte genera, en promedio, 23.353 euros anuales, incluyendo IRPF, cotizaciones sociales e IVA. Por tanto, para compensar la caída de 15.100 millones de euros, serían necesarios alrededor de 650.000 hogares equivalentes en ese tramo de edad.

Esta cifra debe considerarse una cota inferior, puesto que la recaudación media utilizada incluye tanto hogares nativos como inmigrantes. La carga fiscal soportada por los hogares inmigrantes es, en promedio, inferior a la de los hogares nativos, debido a diferencias en composición, nivel de renta, nivel de consumo y patrones de consumo. A efectos ilustrativos, en el caso del IVA, la diferencia media de recaudación entre hogares nativos e inmigrantes menores de 65 años es de aproximadamente 850 euros anuales (Romero-Jordán, 2026). En todo caso, estas cifras ofrecen una primera aproximación al papel potencial de la inmigración en la compensación del efecto puro del envejecimiento sobre la recaudación. Parece oportuno seguir profundizando en esta línea de trabajo.

Referencias

- AEAT. (2026). Series históricas de bases, tipos e impuestos devengados. https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml
- AIREF. (2023). Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo: La incidencia de la demografía. *Opinión*, 1/23.
- AIREF. (2025). Opinión sobre la sostenibilidad de las Administraciones Públicas a largo plazo: Demografía y cambio climático. *Opinión* 2/25.
- COMISIÓN EUROPEA. (2024). 2024 ageing report: Economic and budgetary projections for the EU Member States (2022–2070). *European Economy Institutional Paper*, 279. Publications Office of the European Union.
- IGAE. (2026). *Contabilidad nacional. Serie anual. Impuestos y cotizaciones sociales de las Administraciones públicas*. Ministerio de Hacienda.
- INE. (2025). *Encuesta de Presupuestos Familiares*. Instituto Nacional de Estadística
- INE. (2026a). *Encuesta de Condiciones de Vida*. Instituto Nacional de Estadística.
- INE. (2026b). Indicadores de inmigración exterior. Disponible en <https://ine.es/jaxiT3/Tabla.htm?t=29280>
- LÓPEZ RODRÍGUEZ, D., y RAMOS, R. (2024). Los retos del envejecimiento poblacional para los ingresos públicos. *Papeles de Economía Española*, 182, 164-176. https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2024/12/PEE_182_Lopez-Rodriguez-Ramos.pdf
- ROMERO-JORDÁN, D. (2026) *Envejecimiento y recaudación de IVA: ¿qué papel juega la inmigración?* Investigaciones de Funcas, 32/2026. https://www.funcas.es/documentos_trabajo/envejecimiento-y-recaudacion-de-iva-que-papel-juega-la-inmigracion/

03

Christian A. L. Hilber

London School of Economics y Universidad de Zúrich



La asequibilidad de la vivienda en Europa: ¿por qué las buenas intenciones suelen dar lugar a malos resultados?

La asequibilidad de la vivienda se ha convertido en uno de los desafíos económicos y sociales de Europa. Este artículo sostiene que su deterioro responde, ante todo, al choque entre una demanda creciente y una oferta cada vez más inelástica en las áreas urbanas más prósperas. Las restricciones físicas, urbanísticas y políticas limitan la construcción, mientras muchas medidas populares —subsidios a la compra, ventajas fiscales o controles de alquileres— alivian síntomas a corto plazo, pero pueden elevar precios, reducir la oferta y perjudicar a futuros residentes. A partir de evidencia comparada, con especial atención a Inglaterra y Suiza, se muestra cómo los incentivos institucionales y electorales favorecen políticas bienintencionadas pero ineficaces. La mejora duradera de la asequibilidad exige reformar la planificación, alinear incentivos locales y ampliar la oferta de vivienda.

El rompecabezas de la asequibilidad de la vivienda en Europa

La asequibilidad de la vivienda se ha convertido en uno de los principales retos económicos y sociales de Europa. En gran parte del continente, los hogares con ingresos normales tienen dificultades para encontrar una vivienda asequible cerca de sus puestos de trabajo y de las oportunidades, mientras que el número de personas sin hogar está aumentando en muchos países. Los jóvenes posponen la salida del hogar familiar, se ven obligados a vivir en pisos compartidos y consideran que la adquisición de una vivienda propia está cada vez más fuera de su alcance.

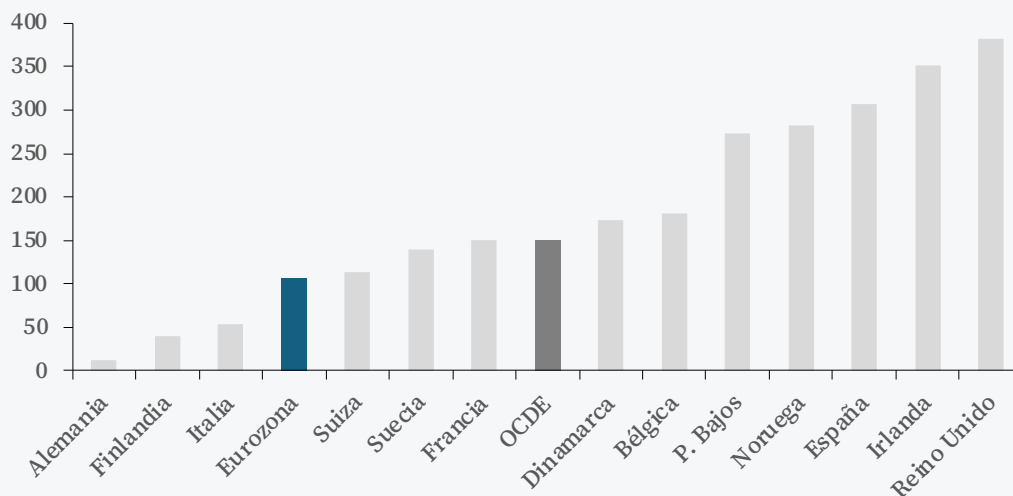
Lo que antes se percibía como un problema que afectaba a los hogares con bajos ingresos se ha convertido en una preocupación más amplia para la clase media, con implicaciones no solo para la desigualdad, sino también para la movilidad laboral, la productividad y el crecimiento económico a largo plazo.

El panorama europeo dista mucho de ser uniforme. Como ilustra el gráfico 1, desde 1970 los precios reales de la vivienda han aumentado drásticamente en países como el Reino Unido, Irlanda y España, mientras que se han mantenido relativamente estables en Alemania, Finlandia, Italia y Suiza.

Gráfico 1

Crecimiento de los precios reales de la vivienda, del primer trimestre de 1970* al primer trimestre de 2025

Porcentajes



Notas: *En el caso de España, a partir del primer trimestre de 1971. La figura muestra el crecimiento a largo plazo de los precios inmobiliarios reales, más que una medida directa de la asequibilidad de la vivienda. Aunque la carga que supone el alquiler en relación con los ingresos ofrece una medida más directa de la asequibilidad de la vivienda, por lo general no se dispone de datos sobre alquileres a largo plazo comparables a nivel internacional.

Fuente: OCDE, índice trimestral de precios inmobiliarios reales. Derivado de la plataforma Data Explorer de la OCDE.

Cuadro 1**Viviendas terminadas, de 1970 a 2024/2025**

	Viviendas terminadas por cada 1.000 habitantes			Crecimiento demográfico
	1970	Último año*	en %	1970-Último año*
España	8,9	2,1	-77 %	+45 %
Reino Unido	6,8	2,7	-60 %	+23 %
Alemania	7,2	3,0	-58 %	+9,9 %
Suiza	10,1	5,8	-44 %	+43 %

Notas: Cálculos propios para los cuatro países con datos disponibles.

Fuentes: Las cifras de población proceden de los Indicadores de Desarrollo del Banco Mundial. Las cifras sobre vivienda proceden de los respectivos organismos nacionales de estadística: España: Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana (viviendas terminadas); Reino Unido: MHCLG/ONS (viviendas permanentes terminadas); Alemania: Statistisches Bundesamt (Destatis): Historische Zeitreihen zum Wohnungsbau ab 1949 ("Lange Reihen"); Destatis, Baufertigstellungen von Wohnungen (2024). 1970: Alemania Occidental y Oriental combinadas. Suiza: Anuario Estadístico de Suiza 1971, p. 163; Oficina Federal de Estadística (BFS), Construcción y Vivienda (2023). *ESP: 2024, Reino Unido: ejercicio fiscal 2024/25, GER: 2024, CH: 2023.

Sin embargo, los precios de la vivienda solo reflejan una parte de la realidad. Una evolución igualmente llamativa —pero a menudo pasada por alto— es el drástico descenso de la construcción de viviendas en relación con la población. El cuadro 1 compara las viviendas terminadas por cada 1.000 habitantes en 1970 y en el último año disponible para España, el Reino Unido, Alemania y Suiza. A pesar del continuo crecimiento demográfico, los cuatro países han experimentado descensos sustanciales en la construcción de viviendas per cápita.

|
Se necesitan viviendas nuevas no solo para dar cabida al crecimiento demográfico y a los nuevos hogares, sino también para sustituir las viviendas que quedan obsoletas por su envejecimiento
 |

Se necesitan viviendas nuevas no solo para dar cabida al crecimiento demográfico y a los nuevos

hogares, sino también para sustituir las viviendas que quedan obsoletas por su envejecimiento, demolición o reconversión a otros usos. Por lo tanto, incluso en países con escaso o nulo crecimiento demográfico, se requiere una actividad constructiva sustancial y continua simplemente para mantener y renovar el parque inmobiliario. Por ejemplo, el objetivo que Inglaterra mantiene desde hace tiempo de construir alrededor de 300.000 viviendas nuevas al año —en términos generales— refleja estas necesidades de sustitución, además de la formación prevista de nuevos hogares. Sin embargo, durante los dos últimos años, solo se terminaron entre 140.000 y 150.000 viviendas nuevas.

En conjunto, el gráfico 1 y el cuadro 1 sugieren que el deterioro de la asequibilidad no puede explicarse únicamente por el aumento de la demanda. Europa se ha vuelto más poblada y más próspera, y la demanda de vivienda ha seguido creciendo. Sin embargo, la construcción de viviendas en relación con la población ha

disminuido notablemente en muchos países. La cuestión central es, por lo tanto, por qué la oferta de vivienda se ha vuelto cada vez menos sensible a la creciente demanda. Este comentario sostiene que la crisis de la asequibilidad en Europa se debe a que la creciente demanda choca con una oferta de vivienda cada vez más inelástica en lugares económicamente prósperos, especialmente en las ciudades "superestrellas" y los destinos turísticos. Muchas políticas de vivienda populares abordan las consecuencias de la escasez de viviendas en lugar de los factores institucionales y políticos que hacen que la oferta de vivienda sea tan poco receptiva en primer lugar. Para explicar por qué, es necesario comprender no solo la economía de la oferta de vivienda, sino también los incentivos políticos que dan forma a la política de vivienda.

Las causas de la crisis de la asequibilidad

La demanda de vivienda ha crecido con especial intensidad en las áreas metropolitanas más productivas de Europa. A medida que aumentan los ingresos reales de los hogares, estos demandan una cantidad desproporcionadamente mayor de servicios de vivienda, lo que refleja la elasticidad relativamente alta de la demanda de vivienda con respecto a los ingresos (Cheshire y Sheppard, 2001). El crecimiento demográfico, la inmigración, el turismo, la inversión internacional y el prolongado período de tipos de interés excepcionalmente bajos tras la crisis financiera mundial han reforzado aún más estas presiones de la demanda.

Que estas presiones de la demanda se traduzcan en una mayor oferta de vivienda o en precios más elevados depende de la capacidad de respuesta de la oferta de vivienda. Un amplio conjunto de datos empíricos muestra que las

elasticidades de la oferta de vivienda a largo plazo difieren sustancialmente entre ciudades y países debido a limitaciones físicas (naturales e inducidas por el desarrollo) y normativas (Saiz, 2010, para EE. UU.; Hilber y Vermeulen, 2016, para Inglaterra).

Las restricciones físicas incluyen características naturales como la topografía (por ejemplo, pendientes pronunciadas), la geografía (por ejemplo, masas de agua) y la geología (por ejemplo, malas condiciones del suelo), así como restricciones derivadas del desarrollo urbanístico. En las áreas metropolitanas de alta demanda, donde gran parte del suelo ya ha sido urbanizado, la ampliación del parque inmobiliario requiere la reurbanización en lugar de la construcción en terrenos vírgenes. La reurbanización es más compleja, conlleva un mayor riesgo financiero, es más lenta y más controvertida desde el punto de vista político, lo que hace que la oferta de vivienda responda con menor agilidad a la creciente demanda (Hilber y Vermeulen, 2016; Baum-Snow y Han, 2024).

En las ciudades con alta demanda, las restricciones normativas suelen ser las más limitantes. Se han vuelto progresivamente más restrictivas por dos razones distintas. En primer lugar, muchos países europeos han endurecido deliberadamente las restricciones a la expansión urbana hacia el exterior para limitar la expansión desordenada, proteger las tierras agrícolas y preservar los recursos medioambientales. Como resultado, el futuro crecimiento de la vivienda depende cada vez más de la densificación hacia el interior y la reurbanización, que son intrínsecamente más difíciles que la construcción en terrenos vírgenes. En segundo lugar, incluso las normas urbanísticas que no han sufrido cambios se vuelven más restrictivas a medida que la demanda se intensifica y las ciudades se expanden hacia arriba y hacia afuera. Los límites

de altura, los límites de crecimiento urbano y los cinturones verdes que inicialmente imponen pocas restricciones pueden volverse cada vez más restrictivos con el tiempo a medida que crece la demanda. El cinturón verde de Inglaterra ilustra esta dinámica: introducido en la década de 1950 para contener la expansión urbana descontrolada, se volvió progresivamente más restrictivo a medida que las ciudades se expandían, lo que contribuyó a una oferta de vivienda menos flexible.

En el debate público se suele pasar por alto una consecuencia importante. La densificación hacia el interior a menudo genera solo aumentos modestos en el parque de viviendas, si es que los hay. En muchas ciudades europeas, los edificios antiguos se derriban y se sustituyen por viviendas modernas y de mayor calidad. Si la remodelación se lleva a cabo con densidades más o menos similares, la calidad de la vivienda mejora, pero el número de viviendas apenas varía. Dado que las nuevas construcciones reflejan los valores actuales del suelo, unas normas de construcción más estrictas y unos costes de construcción al alza, las nuevas viviendas son inevitablemente más caras que aquellas a las que sustituyen. Esto ayuda a explicar una paradoja habitual: los residentes ven grúas y una intensa actividad constructora, pero la asequibilidad de la vivienda sigue empeorando. Lo que importa en última instancia es si el parque inmobiliario efectivo se amplía lo suficiente como para satisfacer la creciente demanda.

Suiza ofrece un ejemplo especialmente ilustrativo. La revisión de 2013 de la Ley de Ordenación del Territorio endureció considerablemente las restricciones a la expansión hacia el exterior, al tiempo que fomentaba el desarrollo hacia el interior. A medida que el crecimiento de la oferta de viviendas depende cada vez más de la remodelación en lugar de la construcción en terrenos

vírgenes, la incorporación de nuevas viviendas se vuelve más costosa, más lenta y más controvertida desde el punto de vista político. En ciudades como Zúrich, Ginebra y Basilea, las viviendas antiguas y económicas han sido sustituidas por viviendas modernas con alquileres considerablemente más elevados, incluso cuando aumenta el número de unidades de vivienda. Dado que en Suiza los contratos de alquiler existentes están sujetos a regulación de alquileres, mientras que las viviendas de nueva contratación suelen alquilarse a los precios vigentes en el mercado, la remodelación suele provocar un aumento sustancial de los alquileres observados. Así, mientras que la atención política durante las décadas de 2000 y 2010 se centró principalmente en limitar la expansión urbana descontrolada, hoy en día la asequibilidad de la vivienda domina el debate público. El uso generalizado del término *Dichtestress* ("estrés por densidad") y la reciente iniciativa de los 10 millones, rechazada por un estrecho margen, ilustran la rapidez con la que han cambiado las prioridades políticas.

La economía política del fracaso de la política de vivienda

Si se comprenden en líneas generales las causas fundamentales de la crisis de la asequibilidad de la vivienda, ¿por qué los gobiernos siguen adoptando políticas que a menudo no logran mejorar dicha asequibilidad? La respuesta radica, en parte, en la naturaleza de los mercados inmobiliarios y, en parte, en los incentivos políticos.

Los mercados inmobiliarios se caracterizan por potentes efectos de equilibrio general. Las políticas rara vez afectan únicamente a sus beneficiarios previstos. También desencadenan ajustes de mercado más amplios, y estas respuestas a escala de todo el mercado suelen prevalecer sobre los efectos directos de una política.

|
*Las ayudas orientadas a la demanda
 se traducen en gran medida en un aumento
 del valor del suelo y de los precios
 de la vivienda, lo que contrarresta
 los efectos deseados*
 |

Las ayudas hipotecarias, las ventajas fiscales para la vivienda en propiedad y los programas de ayuda a los compradores de primera vivienda, por ejemplo, gozan de gran popularidad política porque parecen hacer que la vivienda sea más asequible. Sin embargo, cuando la oferta de vivienda es limitada, las ayudas orientadas a la demanda se traducen en gran medida en un aumento del valor del suelo y de los precios de la vivienda, lo que contrarresta los efectos deseados. Los datos del programa británico de préstamos participativos "Help to Buy" para viviendas de nueva construcción ilustran este mecanismo. Carozzi *et al.* (2024) muestran que, en el mercado londinense —caracterizado por una gran escasez de oferta—, el programa incrementó los precios de la vivienda y los beneficios de los promotores inmobiliarios, sin generar una construcción adicional. De hecho, los precios de la vivienda aumentaron el doble del valor actual de la subvención, presumiblemente porque esta se capitalizó en su totalidad y la relajación de las restricciones crediticias incrementó aún más la demanda de vivienda. Se observan resultados similares en el caso de la deducción de los intereses hipotecarios en Estados Unidos. Hilber y Turner (2014) demuestran que, en áreas metropolitanas con una normativa estricta sobre el uso del suelo, la subvención no logró aumentar —y, de hecho, redujo— la propiedad de la vivienda, ya que los precios más elevados de la vivienda dificultaron a los posibles compradores el cumplimiento de los requisitos de entrada y de acceso a la hipoteca. Por lo tanto, una política destinada a promover la propiedad de la vivienda puede

acabar haciendo que esta sea menos accesible precisamente para los hogares a los que pretende ayudar.

Los efectos de equilibrio general ayudan a explicar por qué muchas políticas de vivienda fracasan desde el punto de vista económico. Los incentivos políticos ayudan a explicar por qué, a pesar de ello, dichas políticas persisten. Los gobiernos operan en ciclos electorales relativamente cortos, mientras que la vivienda es un bien muy duradero y los mercados inmobiliarios se ajustan a lo largo de décadas. Las políticas que generan beneficios inmediatos y visibles para grupos identificables resultan, naturalmente, atractivas desde el punto de vista político. Sus costes a largo plazo, por el contrario, suelen ser difusos, surgen solo de forma gradual y recaen de manera desproporcionada sobre las generaciones futuras y otros grupos con poca o ninguna voz política en la actualidad. Por el contrario, las reformas que abordan las causas subyacentes de la crisis de la vivienda —como la racionalización de la normativa sobre el uso del suelo y la reforma del impuesto sobre bienes inmuebles para reforzar los incentivos de los gobiernos locales para autorizar nuevas viviendas (Cheshire y Hilber, 2021)— suelen imponer costes visibles a corto plazo a grupos de interés bien organizados, al tiempo que aportan beneficios de forma gradual y menos visible. Esta asimetría política ayuda a explicar por qué muchas políticas de vivienda bienintencionadas persisten incluso cuando, en última instancia, hacen que la vivienda sea menos asequible.

El control de los alquileres ilustra especialmente bien esta lógica. Unos controles de alquiler más estrictos pueden proteger a los inquilinos actuales frente al aumento de los alquileres y al desalojo. Estos beneficios son inmediatos y muy visibles. Sin embargo, un conjunto sustancial de pruebas empíricas sugiere que una regulación

más estricta de los alquileres tiene varios efectos adversos a largo plazo bien documentados. Diamond *et al.* (2019), por ejemplo, concluyen que la ampliación del control de alquileres en San Francisco benefició a los inquilinos protegidos, pero desincentivó la inversión en el parque de viviendas de alquiler, redujo la oferta de alquiler a largo plazo y, en última instancia, contribuyó a un aumento de los alquileres de mercado para quienes buscaban alojamiento. Las políticas diseñadas para mejorar la asequibilidad para los inquilinos actuales pueden, por lo tanto, empeorar la asequibilidad para los inquilinos del futuro. Además, cuanto más estricto es el control de los alquileres, mayor es la división entre "los de dentro" y "los de fuera": los inquilinos actuales se benefician como "los de dentro", mientras que los jóvenes, los migrantes, los trabajadores que necesitan trasladarse por motivos laborales y otras personas que no pueden acceder a viviendas con alquiler controlado —incluidas las personas sin hogar— asumen los costes como "los de fuera".

|
*Una regulación más estricta
de los alquileres tiene varios efectos
adversos a largo plazo bien documentados*
|

Los incentivos políticos cobran aún más fuerza cuando son los propios propietarios quienes configuran la normativa sobre el uso del suelo. Tradicionalmente, se ha promovido la propiedad de la vivienda porque se asocia con la acumulación de riqueza, la estabilidad del barrio y la participación ciudadana. Sin embargo, también puede crear incentivos que, sin quererlo, refuerzan la escasez de vivienda.

La hipótesis del "homevoter", formulada por primera vez por Fischel (2001), sostiene que los propietarios se oponen a nuevas promociones residenciales para proteger el valor de sus

viviendas —a menudo su mayor activo financiero—. Este comportamiento NIMBY (*Not In My Back Yard*, "no en mi patio trasero") puede reflejar preocupaciones sobre la congestión, la obstrucción de las vistas, los cambios en el carácter del barrio o, al menos en la percepción de los propietarios, una menor revalorización futura de los precios de la vivienda.

Un trabajo reciente de Greaney *et al.* (2026) aporta pruebas causales de este mecanismo. Aprovechando el aumento exógeno de la propiedad de la vivienda a nivel local generado por las reformas del "derecho a comprar" en Inglaterra, los autores demuestran que un mayor índice de propiedad de la vivienda hace que las autoridades locales de planificación se vuelvan más restrictivas, lo que conduce a una reducción significativa de la construcción de nuevas viviendas.

Los autores demuestran además que una mayor tasa de propiedad de la vivienda puede generar un equilibrio político que se refuerza a sí mismo. El aumento de los precios de la vivienda refuerza los incentivos de los propietarios para oponerse a nuevas promociones, lo que conduce a una regulación más estricta del uso del suelo, a menores elasticidades de la oferta de vivienda y, en última instancia, a un crecimiento aún más rápido de los precios de la vivienda. Si bien esta dinámica beneficia a los propietarios actuales —especialmente a los de más edad—, lo hace a costa de los inquilinos, los hogares más jóvenes y, sobre todo, las generaciones futuras, que sufren las mayores pérdidas de bienestar a pesar de no tener influencia alguna sobre las decisiones de planificación actuales.

La lección más amplia va mucho más allá de estos ejemplos. Las políticas de vivienda no deben juzgarse por sus intenciones a corto plazo, sino por sus efectos de equilibrio general a largo plazo. Las políticas que estimulan la demanda de

vivienda sin permitir que la oferta responda rara vez mejoran la asequibilidad a largo plazo. Del mismo modo, las políticas que dificultan la construcción —incluso cuando están motivadas por objetivos legítimos de carácter medioambiental, patrimonial o social— pueden agravar involuntariamente la escasez de viviendas si no facilitan una oferta nueva suficiente en otros lugares. Los propietarios actuales son numerosos, están bien organizados políticamente y participan activamente en las decisiones de planificación local, mientras que los futuros residentes y las generaciones venideras carecen prácticamente de representación. La economía política resultante genera un fuerte sesgo hacia una regulación restrictiva del uso del suelo, incluso cuando dichas políticas reducen la asequibilidad de la vivienda, limitan las oportunidades económicas de los hogares más jóvenes e imponen crecientes pérdidas de bienestar a las generaciones futuras.

La política de la culpa: mirar más allá de los chivos expiatorios habituales

Las crisis de accesibilidad a la vivienda siempre generan chivos expiatorios. A menudo se culpa a los promotores inmobiliarios, los inversores institucionales, los compradores extranjeros, los propietarios de viviendas, los propietarios de segundas residencias y las plataformas de alquiler a corto plazo, como Airbnb, del aumento de los costes de la vivienda. En algunos lugares, estos factores contribuyen sin duda a las presiones locales sobre la accesibilidad a la vivienda. Los destinos turísticos, por ejemplo, pueden ver cómo las viviendas destinadas al alquiler a largo plazo se transforman en alojamientos de corta duración, lo que hace que suban los alquileres (García-López et al., 2020), mientras que la inversión extranjera puede influir en los precios de determinados barrios de las ciudades más cotizadas (Badarinza y Ramadorai, 2018).

Sin embargo, centrarse en estos grupos conlleva el riesgo de confundir los factores amplificadores con la causa subyacente del problema. Que una fuerte demanda se traduzca en más viviendas o en precios y alquileres más altos depende fundamentalmente de la capacidad de respuesta de la oferta de vivienda. Si los promotores operan en mercados competitivos y pueden construir fácilmente viviendas adicionales, una mayor demanda —ya sea de hogares nacionales, migrantes, turistas o inversores— se traducirá en gran medida en un aumento de la construcción. Cuando la oferta es limitada, esos mismos choques de demanda se traducen, en cambio, en precios y alquileres más altos.

|
*Restringir Airbnb o la inversión extranjera
puede proporcionar cierto alivio local,
pero no puede resolver una escasez
estructural de vivienda*
|

Los promotores inmobiliarios no provocan la escasez de vivienda al construir viviendas; al contrario, se encuentran entre los pocos actores capaces de paliarla. Del mismo modo, restringir Airbnb o la inversión extranjera puede proporcionar cierto alivio local, pero no puede resolver una escasez estructural de vivienda. Mientras las ciudades económicamente prósperas sigan sin poder ampliar su oferta de vivienda, persistirán las presiones sobre los precios y los alquileres.

La tentación de buscar chivos expiatorios es comprensible desde el punto de vista político. Culpar a los promotores inmobiliarios o a los compradores extranjeros suele ser más fácil que reformar las instituciones de planificación urbanística o hacer frente a la oposición local al desarrollo urbanístico. Sin embargo, centrar las políticas en estos grupos conlleva el riesgo de

desviar la atención de las limitaciones estructurales más profundas que provocan la escasez de vivienda.

El papel de las instituciones: lecciones de Inglaterra y Suiza

Inglaterra y Suiza se sitúan en extremos opuestos del espectro europeo, lo que ilustra cómo los sistemas de planificación y los incentivos fiscales determinan la oferta de vivienda.

Inglaterra ofrece uno de los ejemplos más claros de un mercado inmobiliario con graves limitaciones de oferta. Desde la posguerra, la promoción residencial se ha regido cada vez más por un sistema de planificación discrecional que genera una considerable incertidumbre para los promotores y otorga una influencia sustancial a la oposición política local. Al mismo tiempo, las autoridades locales asumen gran parte del coste de la promoción inmobiliaria, mientras que apenas obtienen beneficios fiscales a largo plazo de la misma. Estos acuerdos institucionales restringen la oferta de vivienda, amplificando el impacto de las perturbaciones de la demanda sobre los precios y los alquileres (Hilber y Vermeulen, 2016; Hilber y Mense, 2025) y contribuyendo a una de las crisis de asequibilidad de la vivienda más persistentes de Europa.

Históricamente, Suiza ofrecía incentivos opuestos. Los municipios conservaban una considerable autonomía en materia de planificación, al tiempo que recaudaban ingresos por el impuesto sobre la renta y el patrimonio a nivel local, lo que creaba fuertes incentivos para atraer a residentes y empresas más acomodados. En combinación con un sistema de planificación basado en normas, esto fomentó la construcción residencial y contribuyó a mantener una asequibilidad de la vivienda comparativamente favorable,

aunque a costa de una considerable expansión urbana desordenada.

La creciente preocupación por la expansión urbana acabó por cambiar las prioridades políticas, lo que culminó en la Iniciativa sobre las segundas residencias de 2012 (Hilber y Schöni, 2020) y en la revisión de la Ley de Ordenación del Territorio en 2013. La revisión tenía por objeto frenar la expansión hacia el exterior y promover el desarrollo hacia el interior. Si bien esta reforma abordó preocupaciones legítimas, también hizo que el crecimiento de la oferta de vivienda dependiera cada vez más del proceso, más difícil, de reurbanización del que se ha hablado anteriormente. La construcción de viviendas —y, en especial, las adiciones netas al parque inmobiliario— comenzó a debilitarse a pesar del continuo crecimiento demográfico, mientras que las preocupaciones sobre la asequibilidad iban ganando terreno de forma constante en la agenda política. Suiza ilustra una lección importante: cuando las ciudades ya no pueden expandirse hacia el exterior, pero no logran ofrecer viviendas suficientes mediante el crecimiento vertical y hacia el interior, el deterioro de la asequibilidad se vuelve inevitable.

A pesar de sus marcadas diferencias institucionales, ambos países ilustran la misma lección fundamental. La asequibilidad de la vivienda empeora cuando la demanda crece más rápido de lo que la oferta de viviendas puede responder. Las instituciones son importantes porque determinan si una mayor demanda se satisface mediante viviendas adicionales o si se traduce en precios y alquileres más elevados.

Hacia una política de vivienda más eficaz

¿Qué se desprende de este análisis? En primer lugar, la política de vivienda debería centrarse

en aumentar la capacidad de respuesta de la oferta de vivienda, en lugar de estimular la demanda. Cuando la oferta es limitada, las ayudas dirigidas a la demanda no hacen más que encarecer los costes de la vivienda.

En segundo lugar, los responsables políticos deberían evaluar las políticas de vivienda en función de sus efectos de equilibrio general a largo plazo, en lugar de su atractivo político inmediato. Las políticas que benefician hoy a los propietarios o inquilinos actuales pueden reducir la oferta de vivienda y empeorar la asequibilidad para los hogares del futuro.

En tercer lugar, los sistemas de planificación deben facilitar aumentos significativos de la oferta de vivienda allí donde la demanda es mayor. Esto no implica abandonar la protección del medioambiente ni la conservación del patrimonio. Más bien, requiere reconocer las compensaciones que ello conlleva y crear incentivos que recompensen, en lugar de penalizar, a los ayuntamientos y a los residentes por dar cabida al

crecimiento de la oferta de vivienda. En esencia, las políticas deberían armonizar los incentivos para que las comunidades locales se beneficien del desarrollo; en otras palabras, convirtiendo a los “NIMBY” en “YIMBY”. Sustituir edificios antiguos por nuevas promociones de alto coste con densidades similares mejorará la calidad del parque de viviendas y, con el tiempo, podría mejorar la asequibilidad mediante un efecto de filtrado; sin embargo, para lograr mejoras significativas en la asequibilidad es necesaria una expansión sustancial del parque de viviendas. Esto, a su vez, requiere premiar la vivienda de mayor densidad allí donde la demanda es más fuerte.

Por último, los responsables políticos deberían reconocer que la asequibilidad de la vivienda es, fundamentalmente, un reto a largo plazo. Las reformas institucionales suelen ser políticamente difíciles porque sus beneficios solo se manifiestan de forma gradual, mientras que sus costes son inmediatos y concentrados. Sin embargo, sin dichas reformas, es poco probable que la asequibilidad mejore de forma duradera.

Conclusión

La asequibilidad de la vivienda se ha convertido en uno de los retos definitorios de las políticas públicas en Europa. Sin embargo, muchos gobiernos siguen recurriendo a políticas que alivian los síntomas sin abordar en gran medida las causas subyacentes.

La lección principal de las investigaciones recientes es clara. La asequibilidad de la vivienda se deteriora cuando una fuerte demanda choca con una oferta de vivienda cada vez más inelástica. Muchas políticas de vivienda populares fracasan porque ignoran

los ajustes de mercado a largo plazo y los incentivos políticos. Las instituciones son importantes porque determinan si las ciudades prósperas pueden expandirse en consonancia con la creciente demanda o si, por el contrario, dicha demanda se traduce en precios y alquileres más elevados.

Por lo tanto, Europa se enfrenta a una encrucijada. Puede seguir respondiendo a las crisis de asequibilidad con políticas cada vez más intervencionistas que tratan los síntomas, dejando la escasez de vivienda prácticamente intacta. O bien puede abordar las barreras institucionales y políticas

que impiden que la oferta de vivienda responda a la demanda. Las buenas intenciones no bastan. Solo alineando los incentivos políticos con el objetivo a largo

plazo de ampliar la oferta de vivienda podrá Europa hacer que la vivienda sea más asequible tanto para las generaciones actuales como para las futuras.

Referencias

- BADARINZA, C., y RAMADORAI, T. (2018). Home Away from Home? Foreign Demand and London House Prices. *Journal of Financial Economics*, 130(30), 532-555.
- BAUM-SNOW, N., y HAN, L. (2024). The Microgeography of Housing Supply. *Journal of Political Economy*, 132, 1897-1946.
- CAROZZI, F., HILBER, C. A. L., y YU, X. (2024). On the Economic Impacts of Mortgage Credit Expansion Policies: Evidence from Help to Buy. *Journal of Urban Economics*, 139, 103611.
- CHESHIRE, P., y HILBER, C. A. L. (2021). *Home Truths – Options for Reforming Residential Property Taxes in England*. London: Bright Blue.
- CHESHIRE, P., y SHEPPARD, S. (2001). Estimating the Demand for Housing, Land and Neighbourhood Characteristics. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 60(3), 357-382.
- DIAMOND, R., MCQUADE, T., y QIAN, F. (2019). The Effects of Rent Control Expansion on Tenants, Landlords, and Inequality: Evidence from San Francisco. *American Economic Review*, 109(9), 3365–3394.
- FISCHEL, W. A. (2001). *The Homevoter Hypothesis*. Harvard University Press.
- GARCIA-LÓPEZ, M.-A., JOFRE-MONSENY, J., MARTÍNEZ-MAZZA, R., y SEGÚ, M. (2020). Do Short-Term Rental Platforms Affect Housing Markets? Evidence from AirBnB in Barcelona. *Journal of Urban Economics*, 119, 103278.
- GREANEY, B., HILBER, C. A. L., KOSTER, H. R. A., LOUMEAU, G., y PARKHOMENKO, A. (2026). *Land Use Regulation, Homeownership, and the Cost of NIMBYism*. LSE, mimeo, June.
- HILBER, C. A. L., y MENSE, A. (2025). The Rise and Fall of the Price-to-Rent Ratio: Why Are Superstar Cities Different? *Economic Journal*, forthcoming.
- HILBER, C. A. L., y SCHÖNI, O. (2020). On the Economic Impacts of Constraining Second Home Investments. *Journal of Urban Economics*, 118, 103266.
- HILBER, C. A. L., y Turner, T. M. (2014). The Mortgage Interest Deduction and Its Impact on Homeownership Decisions. *Review of Economics and Statistics*, 96(4), 618–637.
- HILBER, C. A. L., y Vermeulen, W. (2016). The Impact of Supply Constraints on House Prices in England. *Economic Journal*, 126(591), 358–405.
- SAIZ, A. (2010). The Geographic Determinants of Housing Supply. *Quarterly Journal of Economics*, 125(3), 1253–1296.

04

Francisco Rodríguez Fernández
Universidad de Granada y Funcas



Otra mirada a los riesgos inmobiliarios

Las tensiones en los mercados inmobiliarios europeos han dejado de responder a la lógica que predominó antes de la crisis financiera global. Este artículo propone una taxonomía de los riesgos inmobiliarios actuales y argumenta que el principal desafío ya no reside en una burbuja crediticia generalizada, sino en la interacción entre escasez estructural de oferta, deterioro de la accesibilidad y nuevas vulnerabilidades financieras. Con España y la Unión Europea como referencia, se identifican riesgos de accesibilidad, oferta, estabilidad financiera, regulación, cambio climático y productividad. La principal conclusión es que la vivienda ha dejado de ser únicamente un mercado para convertirse en una infraestructura económica crítica.

Vivienda: algo más que un mercado

Durante años, el análisis económico del mercado inmobiliario europeo estuvo condicionado por el recuerdo de la crisis financiera global. Cada subida de precios evocaba inmediatamente el fantasma de 2008 y cada deterioro de la accesibilidad reabría el debate sobre una posible burbuja. Sin embargo, esa analogía resulta cada vez menos útil. Las tensiones actuales en los mercados inmobiliarios europeos responden a una configuración de riesgos diferente. El problema ya no es, fundamentalmente, un exceso de crédito alimentando una expansión descontrolada de la oferta, sino una escasez estructural de vivienda coexistiendo con una demanda persistente y nuevas vulnerabilidades financieras. La vivienda ha dejado de ser un sector más de la economía. Se ha convertido en una infraestructura crítica que condiciona la movilidad laboral, la productividad, la natalidad, la desigualdad patrimonial, la cohesión territorial y la estabilidad financiera.

|
*La producción anual de vivienda se
 sitúa muy por debajo de la creación de
 hogares, los alquileres crecen por encima
 de las rentas salariales, la accesibilidad
 se deteriora rápidamente y la presión
 demográfica se concentra en unas pocas
 áreas metropolitanas*
 |

España constituye un caso paradigmático. El país ya no presenta los desequilibrios crediticios que desembocaron en la crisis de 2008, pero sí acumula nuevas fragilidades. La producción anual de vivienda se sitúa muy por debajo de la creación de hogares, los alquileres crecen por encima de las rentas salariales, la accesibilidad se deteriora rápidamente y la presión demográfica se concentra en unas pocas áreas metropolitanas.

El BCE, el Banco de España, el ESRB, el FMI y la OCDE coinciden en una idea fundamental: el principal riesgo inmobiliario europeo ya no es una burbuja homogénea, sino la acumulación de múltiples vulnerabilidades interconectadas.

Este artículo propone una taxonomía de esos riesgos y argumenta que algunos de los más importantes apenas ocupan espacio en el debate público.

Del riesgo único a una taxonomía de riesgos interconectados

El análisis tradicional ha tendido a reducir el riesgo inmobiliario a casi una única variable: la evolución de los precios. Se trata de una simplificación excesiva. Las tensiones inmobiliarias generan, simultáneamente, riesgos de naturaleza distinta y horizontes temporales diferentes. Algunos son inmediatos y financieros; otros son estructurales y se manifiestan durante décadas (cuadro 1).

España: el riesgo principal es la escasez, no la burbuja

Existe cierto consenso en que España no presenta actualmente una burbuja inmobiliaria en el sentido clásico. El crédito hipotecario crece de forma moderada, los estándares de concesión son mucho más estrictos que hace dos décadas y el endeudamiento de los hogares ha descendido significativamente.

La deuda de los hogares españoles ha pasado de superar el 85 % del PIB en 2010 a situarse alrededor del 44 % en 2025, uno de los mayores procesos de desapalancamiento de la UE. Sin embargo, esta mejora financiera convive con un deterioro acelerado de la accesibilidad.

Cuadro 1

Taxonomía de los riesgos derivados de las tensiones en los mercados inmobiliarios

Categoría	Mecanismo principal	Horizonte temporal	Relevancia actual en España	Relevancia actual en la UE
Riesgo de accesibilidad	Desacople entre precios y rentas	Corto-medio plazo	Muy alta	Alta
Riesgo de oferta	Déficit de vivienda nueva	Largo plazo	Muy alta	Alta
Riesgo hipotecario	Deterioro de la capacidad de pago	Medio plazo	Media	Media
Riesgo bancario	Exposición a activos inmobiliarios	Medio plazo	Media	Alta
Riesgo en inmobiliario comercial	Corrección de oficinas y <i>retail</i>	Corto-medio plazo	Media	Muy alta
Riesgo macroeconómico	Menor movilidad y productividad	Largo plazo	Alta	Alta
Riesgo fiscal	Coste creciente de ayudas públicas	Largo plazo	Media	Media
Riesgo regulatorio	Intervenciones que reducen la oferta	Medio plazo	Alta	Media
Riesgo climático	Desvalorización y costes de adaptación	Largo plazo	Alta	Alta
Riesgo geopolítico	Impacto sobre materiales y financiación	Corto plazo	Media	Media

Fuentes: Elaboración propia a partir de BCE, ESRB, Banco de España, FMI y OCDE.

El Banco de España estima que existe un déficit acumulado cercano a las 500.000 viviendas, mientras que distintas estimaciones sitúan las necesidades anuales de construcción entre 220.000 y 250.000 viviendas, muy por encima de las aproximadamente 100.000-120.000 viviendas terminadas anualmente en los últimos años. El problema es particularmente agudo en Madrid, Barcelona, Málaga, Valencia, Alicante

y Baleares. Paradójicamente, España ha pasado de sufrir un exceso de viviendas a padecer una escasez localizada. Se trata de una transición extraordinariamente compleja desde el punto de vista económico: un país puede tener simultáneamente viviendas vacías y una grave crisis de accesibilidad. No es una contradicción. Es un problema de distribución espacial de la oferta.

El riesgo más infravalorado: la vivienda como freno a la productividad

Las tensiones inmobiliarias están dejando de ser un problema sectorial para convertirse en un problema macroeconómico. El BCE y la OCDE han insistido en que la escasez de vivienda reduce la movilidad geográfica del trabajo y dificulta la reasignación eficiente del capital humano. Cuando los trabajadores no pueden permitirse vivir cerca de los centros económicos, aparecen tres consecuencias. La primera es la reducción de la productividad agregada. La segunda es el deterioro del mercado laboral. La tercera es la profundización de las desigualdades intergeneracionales.

España constituye uno de los casos más extremos de Europa. La tasa de emancipación juvenil sigue siendo una de las más bajas del continente y más del 65 % de los jóvenes entre 18 y 34 años continúa residiendo en el hogar familiar. La vivienda se está convirtiendo en un mecanismo de transmisión de desigualdades patrimoniales entre generaciones. En la práctica, la capacidad de acceso depende cada vez más de las transferencias familiares.

El riesgo financiero se ha desplazado hacia el inmobiliario comercial

La principal preocupación financiera europea ya no se encuentra en el segmento residencial. El BCE, la EBA y el ESRB llevan varios años advirtiendo sobre el inmobiliario comercial (*Commercial Real Estate*, CRE). Las oficinas representan el segmento más vulnerable. La consolidación del teletrabajo ha reducido la demanda estructural de espacio en numerosos mercados europeos. A ello se unen tres factores adicionales:

- refinanciación a tipos de interés más elevados;
- aumento de la proporción de vacantes;
- caída de las valoraciones.

Las exposiciones (cuadro 2) son especialmente relevantes en Alemania, Suecia, Países Bajos y algunos países nórdicos. Las pérdidas no necesariamente provocarán una crisis sistémica, pero sí pueden restringir el crédito y amplificar desaceleraciones económicas. España presenta una exposición comparativamente menor, aunque no está completamente aislada.

Cuadro 2

Principales focos de vulnerabilidad inmobiliaria en Europa (2025-2026)

País	Riesgo residencial	Riesgo inmobiliario comercial	Riesgo de accesibilidad	Riesgo bancario
España	Alto	Medio	Muy alto	Medio
Alemania	Medio	Muy alto	Alto	Alto
Francia	Medio	Alto	Alto	Medio
Países Bajos	Alto	Alto	Muy alto	Alto
Suecia	Medio	Muy alto	Alto	Alto
Italia	Bajo	Medio	Medio	Medio

Fuentes: Elaboración propia a partir de BCE, ESRB y FMI.

Los riesgos regulatorios: cuando la solución agrava el problema

Las tensiones inmobiliarias generan una fuerte presión política para intervenir. Sin embargo, la evidencia internacional acumulada durante las dos últimas décadas muestra que muchas intervenciones producen efectos contraproducentes. Los controles de alquiler constituyen el ejemplo más evidente. A corto plazo benefician a los inquilinos existentes, pero a largo plazo tienden a reducir la oferta, desplazar la inversión y aumentar los precios en los segmentos no regulados. Algo similar ocurre con numerosos subsidios a la demanda.

|
*Sin embargo, la evidencia internacional
acumulada durante las dos últimas décadas
muestra que muchas intervenciones
producen efectos contraproducentes. Los
controles de alquiler constituyen el ejemplo
más evidente*
|

Cuando la oferta es rígida, parte de las ayudas públicas termina capitalizándose en mayores precios. El riesgo regulatorio consiste precisamente en sustituir políticas estructurales por medidas de alivio temporal. No todas las intervenciones son ineficaces. Pero sí existe una regularidad empírica: ninguna política de demanda puede compensar una escasez persistente de oferta.

El riesgo climático: la nueva frontera inmobiliaria

Hasta hace poco, el riesgo climático apenas aparecía en el análisis inmobiliario. Esto está cambiando rápidamente. El BCE estima que una parte creciente del parque inmobiliario europeo se enfrenta a dos tipos de amenazas. La primera son los riesgos físicos: inundaciones, incendios, sequías y fenómenos extremos.

La segunda son los riesgos de transición: costes energéticos, exigencias regulatorias y

Cuadro 3

Indicadores de alerta temprana a monitorizar

Indicador	Señal de riesgo
Precio/renta disponible	Crecimiento persistente superior al 20 % sobre la tendencia
Precio/alquiler	Desacople prolongado
Crecimiento hipotecario	Superior al crecimiento nominal del PIB
Endeudamiento de hogares	Incrementos rápidos
Producción de vivienda	Persistente insuficiencia respecto a la formación de hogares
Tasa de esfuerzo	Superior al 35 % de la renta
Exposición bancaria a CRE	Elevada concentración
Vacancia de oficinas	Tendencia creciente
Costes de construcción	Persistencia inflacionaria
Riesgo climático	Aumento de zonas expuestas

Fuente: Elaboración propia.

rehabilitación obligatoria. España es particularmente vulnerable. Las zonas costeras mediterráneas concentran simultáneamente exposición climática, presión turística y elevada demanda residencial.

Además, la implementación progresiva de la Directiva Europea sobre Eficiencia Energética de los Edificios puede generar un fenómeno de “descuento verde”: los inmuebles energéticamente

ineficientes podrían experimentar pérdidas de valor relativas.

Indicadores de alerta temprana

La experiencia de 2008 demuestra que las crisis inmobiliarias rara vez son repentinas. Normalmente, son precedidas por una acumulación gradual de señales (cuadro 3).

Conclusiones: el gran riesgo es pensar que el problema es financiero

La principal lección que deja la experiencia reciente es que Europa está luchando contra los riesgos del siglo XXI utilizando categorías analíticas del siglo XX. La vivienda ya no puede entenderse exclusivamente como un activo financiero. Es una infraestructura económica. El mayor riesgo para España no es repetir 2008, sino normalizar una situación de escasez permanente. La vivienda insuficiente deteriora la productividad, retrasa la emancipación, amplifica las desigualdades patrimoniales, reduce la movilidad laboral y aumenta la vulnerabilidad social.

En el ámbito europeo, la principal amenaza financiera no reside en el mercado residencial, sino en determinados segmentos del inmobiliario comercial. Por último, existe un riesgo político particularmente

relevante: la tentación de sustituir reformas estructurales por intervenciones de corto plazo. La evidencia acumulada es

|
La principal lección que deja la experiencia reciente es que Europa está luchando contra los riesgos del siglo XXI utilizando categorías analíticas del siglo XX. La vivienda ya no puede entenderse exclusivamente como un activo financiero
|

clara. Ninguna regulación, subsidio o control administrativo puede compensar durante mucho tiempo una oferta persistentemente insuficiente. Europa ya no tiene un problema de burbujas inmobiliarias generalizadas. Tiene algo más complejo: un ecosistema de riesgos interconectados cuya característica común es la escasez. Y la escasez, a diferencia de las burbujas, no estalla. Se enquist.

05

Enrique Martín e Irene Piedra

AFI, Analistas Financieros Internacionales



Cuando el mercado no provee: la vivienda asequible como servicio de interés económico general

La necesidad de reforzar el parque de vivienda asequible, tanto para su adquisición como, sobre todo, en alquiler, requiere una enorme inversión. El reconocimiento de la vivienda como un servicio de interés económico general por parte de la Comisión Europea plantea un cambio fundamental de enfoque en la definición de apoyos públicos al desarrollo de un parque de vivienda de alquiler social o asequible. Históricamente, se ha trabajado con una asunción tácita de que los apoyos públicos a la vivienda protegida no constituyen ayudas de Estado, pero el nuevo esquema obliga a definir un marco claro que, tras un análisis del fallo de mercado que quieren cubrir las ayudas y de los beneficiarios finales de las mismas, los usuarios de los parques de vivienda social o asequible y los promotores de las viviendas justifique el nivel de los apoyos públicos para garantizar que compensan déficit de financiación.

Introducción: la vivienda como reto económico

El acceso a la vivienda se ha consolidado como una de las principales preocupaciones de la ciudadanía española y como un reto con importantes implicaciones económicas. La tensión entre el precio de la vivienda, tanto en propiedad como, de forma cada vez más acusada, en alquiler, y la capacidad adquisitiva de los hogares no es un fenómeno coyuntural, sino el reflejo de un desajuste estructural entre oferta y demanda que se ha agravado durante la última década. En las principales áreas urbanas, donde se concentra la actividad económica y el empleo, los incrementos de renta y los precios de adquisición han superado con holgura el crecimiento de los salarios, desplazando del mercado no solo a los hogares vulnerables, sino también a amplios segmentos de renta media. Estos incrementos de precios y rentas no solo se han concentrado en los grandes municipios, sino que se han extendido en la forma de “mancha de aceite” en los municipios del área metropolitana, extendiéndose a las primeras y segundas coronas.

La magnitud del desajuste está bien documentada. El Banco de España ha estimado un déficit de vivienda acumulado respecto a la creación de hogares del orden de 600.000 unidades entre 2022 y 2024, cifra que sus estimaciones más recientes elevan hasta el entorno de las 700.000 viviendas al incorporar 2025, y ha advertido de que esta escasez de oferta frente al intenso ritmo de formación de hogares se puede convertir en un cuello de botella para la economía. La presión sobre los precios es coherente con ese diagnóstico: según datos de Eurostat, el precio de la vivienda en la Unión Europea se incrementó cerca de un 48 % entre 2015 y 2023, con intensidades aún mayores en numerosos mercados urbanos españoles. El propio análisis del mercado del alquiler residencial del Banco de España subraya el

reducido peso del parque de alquiler social y el escaso dinamismo de la inversión institucional privada.

|
Solo en torno al 3,3 % del parque residencial en España corresponde a vivienda social, una proporción muy alejada de la media europea, cercana al 8 %, y a años luz de referentes como los Países Bajos, en torno al 30 %, o Austria, alrededor del 24 %
|

La comparación con el entorno europeo resulta especialmente reveladora. Solo en torno al 3,3 % del parque residencial en España corresponde a vivienda social, una proporción muy alejada de la media europea, cercana al 8 %, y a años luz de referentes como los Países Bajos, en torno al 30 %, o Austria, alrededor del 24 %. El régimen de tenencia en alquiler es también bajo, según Eurostat, frente a la UE-27 y a referentes como Austria o Dinamarca. A ese reducido tamaño del parque protegido se suma un esfuerzo inversor históricamente bajo, del orden de cuatro veces inferior a la media europea en términos de gasto por habitante, y una práctica paralización de la promoción de vivienda protegida desde 2013. El resultado es un parque escaso que, además, se ha erosionado: buena parte de las viviendas protegidas terminaron descalificándose y pasando al mercado libre, de modo que el esfuerzo público no creó un parque permanente.

Este diagnóstico tiene una lectura económica inequívoca. La vivienda asequible no es únicamente una política social: es una condición para el buen funcionamiento del mercado de trabajo que permite atraer recursos a las áreas con mayor dinamismo económico, ya que buena parte de la fuerza laboral que llega a esas zonas tiene una menor capacidad adquisitiva, jóvenes

e inmigrantes. Al mismo tiempo, el acceso a vivienda asequible facilita un mayor nivel de consumo y de ahorro, al no obligar a dedicar una porción creciente de los ingresos de los hogares al pago de la vivienda.

La dimensión económica: fallo de mercado, déficit de financiación y modelo de negocio

La corrección de este desajuste exige movilizar volúmenes de inversión muy elevados que ninguna administración puede asumir en solitario y que requieren, necesariamente, la concurrencia del sector privado. La cuestión de fondo, por tanto, no es solo cuántos recursos públicos se destinan, sino cómo se articulan para atraer capital privado sin distorsionar la competencia ni generar rentabilidades injustificadas.

El sector privado, que no es ajeno a los efectos de la crisis iniciada en 2008 y que provocó cambios en la estructura de propiedad del sector promotor y en la capacidad de acceso a financiación, ha focalizado en los últimos años su actividad en aquellos segmentos de negocio con menor riesgo, lo que representa orientarse al segmento de compradores con acceso a crédito y, en muchos casos, con vivienda en propiedad y, por tanto, ahorro previo relevante. El producto inmobiliario al que se ha orientado ha sido viviendas de mayor calidad, mejor equipamiento y mayor dimensión que la que se encuentra en la vivienda de segunda mano.

El foco en la promoción de vivienda para el alquiler, *Build-to-Rent* por su denominación en inglés, aunque cobró impulso inicial como estrategia de diversificación por parte de grandes promotoras y levantó el interés en el segmento de gestores *value add*, ha ido perdiendo atractivo, especialmente frente a la alternativa que supone

la reorientación de las viviendas a la venta, en un entorno de incremento de precios y elevada demanda, en una estrategia que se ha denominado privatización.

|
El incremento de los costes de construcción hace inviable la ejecución de muchos proyectos para ser vendidos o alquilados a las rentas determinadas en los regímenes de protección de numerosas CC. AA.
|

La lógica económica es rotunda en este sentido. El incremento de los costes de construcción hace inviable la ejecución de muchos proyectos para ser vendidos o alquilados a las rentas determinadas en los regímenes de protección de numerosas comunidades autónomas (CC. AA.). Una alternativa para resolver esta situación ha sido ir elevando los precios de venta o las rentas de alquiler de la vivienda protegida, incrementando los “módulos”, o creando nuevos regímenes específicos y, adicionalmente, aportando subvenciones para la promoción. Sin embargo, la evidencia de suelos de titularidad privada que no se ponen en carga por la falta de viabilidad económica existe en numerosas CC. AA., aunque no es sencillo disponer de datos del volumen de dichos suelos y las viviendas que podrían permitir desarrollar.

La justificación económica de la intervención pública reside en la existencia de un fallo de mercado claro cuando los ingresos regulados no llegan a cubrir el coste de construcción y mucho menos el del suelo en las ubicaciones donde más se necesita la vivienda y no generan al promotor un adecuado retorno. En ese escenario, el promotor privado no acomete la inversión, independientemente de la fortaleza de la demanda. El mercado, sencillamente, no provee el bien en la cantidad y, sobre todo, al precio que requiere la asequibilidad.

La cuantificación de ese fallo de mercado se traduce en el concepto de déficit de financiación: la diferencia entre el coste total del proyecto, promoción y explotación a largo plazo, y los ingresos que es capaz de generar bajo las restricciones de asequibilidad. El apoyo público bien diseñado es, en esencia, la cobertura precisa de ese déficit, ni más ni menos. Si se queda corto, no se moviliza la inversión; si se excede, se transfieren rentas indebidas y se distorsiona la competencia. De ahí la importancia de modelizar con rigor el negocio inmobiliario subyacente, que en la vivienda asequible en alquiler tiene un perfil muy distinto al de la promoción tradicional para venta: horizontes largos, rentabilidades moderadas y estables, efecto de la inflación y alta sensibilidad al coste y al plazo de la financiación. Adicionalmente, muchos de los proyectos de vivienda de alquiler asequible se desarrollan sobre suelos cedidos por administraciones públicas, con figuras que, aunque han sido utilizadas desde hace mucho tiempo, no cuentan con un mercado líquido para que los inversores puedan tener una estrategia clara de salida. Esta incertidumbre sobre la potencial salida y el precio de la misma lleva a que los inversores en estos modelos exijan un retorno mayor a sus proyectos, a pesar de que acceden a suelo en muchos casos sin canon, no existen riesgos urbanísticos por tratarse de solares finalistas y hay una demanda suficiente.

Este perfil determina qué inversor encaja en el segmento. La provisión de vivienda social ha recaído casi en exclusiva en operadores públicos, mientras que en la asequible empieza a abrirse paso la iniciativa privada mediante fórmulas de colaboración público-privada que movilizan suelo público. Conviven, eso sí, estrategias muy dispares: desde inversores orientados a la desinversión a medio plazo hasta operadores patrimonialistas de muy largo plazo, con ánimo de lucro

limitado o nulo. La experiencia internacional muestra que consolidar un sector comprometido a largo plazo exige una combinación coherente y estable de medidas de apoyo; los apoyos esporádicos o inciertos atraen capital oportunista, no inversores pacientes. La cesión de suelo, resuelta mediante concesiones demaniales o derechos de superficie, es necesaria pero no suficiente: el acceso a la financiación, su coste y el control de los costes de construcción determinan, en última instancia, la viabilidad de las operaciones.

El despliegue de apoyos en España: la Administración General del Estado, el Plan Estatal 2026-2030 y el ICO

España ha intensificado de forma notable su política de vivienda en los últimos años. En la actualidad, la misma se vertebra a través del Plan Estatal de Vivienda 2026-2030, aprobado por el Real Decreto 326/2026 y en vigor desde finales de abril de 2026, primer plan elaborado al amparo de la Ley 12/2023 por el derecho a la vivienda. Está dotado con 7.000 millones de euros, de los que el Estado aporta el 60 %, 4.200 millones de euros, y las comunidades autónomas el 40 % restante, 2.800 millones de euros, triplicando el esfuerzo del plan anterior. Sus recursos se reparten en tres grandes líneas: en torno al 40 % para el incremento de la oferta de vivienda social y asequible, un 30 % para rehabilitación y regeneración urbana y rural, y otro 30 % para reducir la tasa de esfuerzo en el acceso y favorecer la emancipación juvenil.

|
*Se corrige así el principal defecto del
modelo anterior, en el que el esfuerzo
público se diluía al retornar las viviendas
al mercado libre*
|

Más allá de las cifras, el plan introduce un cambio cualitativo de gran calado: la protección permanente de la vivienda pública y protegida financiada con sus fondos, que ya no podrá descalificarse con el paso del tiempo. Se corrige así el principal defecto del modelo anterior, en el que el esfuerzo público se diluía al retornar las viviendas al mercado libre. El Estado asume, además, un papel de dirección y coordinación, reforzado por instrumentos como la nueva empresa pública estatal de vivienda y la movilización de suelo público, mientras la gestión efectiva recae en las comunidades autónomas, titulares de la competencia.

El conjunto de medidas que pueden incorporarse para mejorar la oferta de vivienda es amplio, y pueden tener carácter acumulativo, lo que requiere un adecuado análisis no solo de cómo instrumentar los apoyos a operadores públicos y privados, sino de cómo cuantificar el nivel adecuado de ayudas. Adicionalmente, los apoyos necesarios pueden ir más allá de los 7.000 millones de euros del PEV, sino que también pueden materializarse en cesiones de suelo, financiación en forma de capital o deuda, incorporación de tramos no reembolsables a la deuda o ventajas urbanísticas.

El ICO ha tenido un papel fundamental hasta la fecha en el impulso de la promoción de vivienda asequible en alquiler. En el marco de la adenda del Plan de Recuperación, el ICO gestiona una Línea Vivienda de 4.000 millones de euros en préstamos a promotores públicos y privados, complementada por una línea de avales del Ministerio de Vivienda de 2.000 millones que cubre hasta el 50 % del principal, para impulsar del orden de 40.000 viviendas en alquiler social o asequible, en obra nueva o rehabilitación. Adicionalmente, ha incorporado instrumentos novedosos en el ámbito de vivienda, como las convocatorias para invertir en capital

de vehículos constituidos para la promoción y explotación de vivienda protegida en alquiler, contando para ello con garantías InvestEU y buscando movilizar capital privado, ya que ICO solo podrá tomar una posición minoritaria en el capital de los vehículos elegidos.

Es previsible que ICO siga siendo clave en el impulso de la vivienda asequible, definiendo nuevos instrumentos adecuados a las líneas definidas en el PEV, adaptando su financiación a las necesidades de mercado, creando instrumentos de *blended finance* que combinen deuda con tramos concesionales no reembolsables o impulsando la construcción industrializada, a la que la banca privada no ofrece soluciones de forma generalizada.

El papel de las comunidades autónomas

La competencia en materia de vivienda corresponde a las comunidades autónomas, y es en ese nivel donde la política se concreta y se ejecuta. Esta circunstancia será especialmente relevante para aprovechar el nuevo marco europeo, porque, como se verá, la atribución formal del servicio puede realizarla cualquier comunidad autónoma. Son las autonomías, por tanto, las que pueden activar la nueva flexibilidad disponible, diseñando los esquemas de apoyo y seleccionando a los operadores en condiciones de igualdad, y teniendo en cuenta la posible acumulación de ayudas por parte de otras concesiones.

En la práctica, las comunidades autónomas vienen desarrollando estrategias diversas que ahora pueden integrarse y reforzarse. Programas autonómicos de promoción de vivienda asequible sobre suelo público mediante derecho de superficie o concesión demanial, subvenciones para la construcción de dichas viviendas, creación de nuevos regímenes de vivienda protegida

orientados a garantizar la viabilidad económica, autorización de cambios de uso de suelos, incrementos de edificabilidad, de densidad o reducción de exigencias de dotaciones como plazas de aparcamiento u otras medidas orientadas a la movilización de vivienda vacía.

Esa heterogeneidad es a la vez una oportunidad, permite adaptar los instrumentos a la realidad de cada mercado, y un reto, para garantizar una ejecución territorialmente adecuada a las necesidades y para movilizar capital privado adicional. La coordinación entre el Estado y las comunidades autónomas, y la estabilidad y transparencia de las reglas autonómicas, son condiciones para que el capital privado de largo plazo encuentre la certidumbre que necesita.

Un cambio de paradigma: el reconocimiento de la vivienda como SIEG

Todo este despliegue de apoyos descansa, sin embargo, sobre un cambio normativo de fondo que redefine las reglas del juego. Durante años, el apoyo público a la vivienda protegida en España y en buena parte de la Unión Europea operó sobre una asunción tácita: que la subvención a la vivienda social no constituía, en sentido propio, una ayuda de Estado sujeta al control de la Comisión Europea.

Además, se interpretaba que toda la vivienda protegida correspondía a vivienda social, cuando la realidad, y cada vez más en los últimos años con elevaciones de precios y rentas máximas y creación de nuevos regímenes, ha llevado a que determinadas categorías de vivienda protegida estén orientadas no a los hogares más vulnerables, sino a clases medias con dificultad de acceso a la vivienda. Esa zona de cierta ambigüedad jurídica permitía actuar, pero también introducía inseguridad sobre el alcance, la acumulación y los

límites de los apoyos que podían concederse, en especial cuando estos se dirigían más allá de los colectivos más desfavorecidos.

El marco ha cambiado de forma sustantiva. La Decisión 2012/21/UE, que regulaba la compatibilidad de las compensaciones por servicio público con el mercado interior, ha sido derogada y sustituida a finales de 2025 por la Decisión UE 2025/2630, la nueva "Decisión SIEG", que amplía expresamente el concepto de servicio de interés económico general, SIEG, a la vivienda social y, como novedad de gran calado, a la vivienda asequible, ya sea en régimen de compra o de alquiler. Con ello, los Estados miembros, las regiones y las entidades locales pueden encomendar la prestación de este servicio a operadores públicos y privados y compensarlo con fondos públicos sin necesidad de notificación previa ni autorización individual de la Comisión, siempre que se respeten las condiciones de la Decisión. Es precisamente esta habilitación la que confiere coherencia y seguridad jurídica al conjunto de apoyos descritos en los apartados anteriores.

El nuevo marco SIEG, sin embargo, obliga a un cambio de enfoque. La estructuración de los apoyos públicos a la vivienda asequible bajo el régimen SIEG exige el cumplimiento de una serie de requisitos formales y materiales que las administraciones españolas no han abordado de forma sistemática hasta la fecha: la definición formal de las obligaciones de servicio público que deben cumplir los beneficiarios de los apoyos; la identificación precisa de los beneficiarios finales del SIEG, tanto las empresas promotoras y gestoras de vivienda como los usuarios finales; el establecimiento de parámetros de cálculo de la compensación previamente definidos y transparentes; la realización de un análisis de costes que permita determinar el nivel de apoyo necesario y suficiente para hacer viable la prestación del servicio sin otorgar ventajas desproporcionadas

al beneficiario; y la previsión de mecanismos de control y devolución de sobrecompensaciones.

Este conjunto de requisitos puede parecer burocráticamente costoso, pero en realidad representa una oportunidad para mejorar sustancialmente el diseño y la eficiencia de las políticas de vivienda en España. La realización de un análisis riguroso del fallo de mercado y del déficit de financiación de la vivienda asequible, exigida por el marco SIEG, obliga a las administraciones a conocer con detalle las características del mercado en que van a actuar los apoyos; precios de suelo, costes de construcción, rentas de mercado, costes de financiación; y a cuantificar con precisión el volumen de apoyo necesario para hacer viable el proyecto de vivienda asequible. Esta información es imprescindible para diseñar instrumentos de apoyo eficientes y para evaluar su impacto. Esta exigencia traslada el análisis al terreno económico.

El SIEG como instrumento integrador de diferentes instrumentos de apoyo

La principal virtud del nuevo marco no es ampliar el catálogo de apoyos, muchos de ellos ya existían, sino ofrecer un instrumento capaz de integrarlos en torno a un objetivo común. La encomienda de un SIEG permite que la cesión de suelo, la bonificación de tipos, los incentivos fiscales y la subvención de costes de construcción o explotación, procedentes de distintos entes y niveles de administración, se sumen sobre un mismo proyecto sin un análisis caso a caso de compatibilidad con las ayudas de Estado y sin las complejas reglas de acumulación que hasta ahora lo lastraban. Se gana así seguridad jurídica y se reduce el coste administrativo de articular paquetes de apoyo complejos.

Igualmente relevante es la naturaleza del límite que el SIEG impone. Al fijar como única frontera que la compensación no supere los costes netos más un beneficio razonable, y al renunciar a un tope monetario absoluto, el marco reconoce la verdadera dimensión de la inversión necesaria y, al mismo tiempo, ofrece a los operadores privados algo de lo que carecían: la perspectiva de una rentabilidad razonable y estable sobre un horizonte largo. Es precisamente esa combinación, ausencia de sobrecompensación pero garantía de un retorno suficiente la que puede movilizar al capital privado paciente que el segmento necesita, sin convertir el apoyo público en una transferencia de rentas injustificada.

En síntesis, España afronta el reto de la vivienda asequible con un parque social estructuralmente reducido, una necesidad de inversión muy superior a los recursos presupuestarios disponibles y, por primera vez, un marco europeo que habilita un esquema de apoyos coherente y jurídicamente seguro. El cambio de paradigma que suponen las Decisiones de diciembre de 2025, la nueva Decisión SIEG y el Plan Europeo de Vivienda Asequible, consiste, en esencia, en dejar de tratar el apoyo a la vivienda como una ayuda excepcional de encaje incierto para concebirlo como la retribución de un servicio de interés general rigurosamente acotado. El éxito dependerá de articular los instrumentos en una arquitectura de financiación encadenada, del BEI al ICO y de este a los operadores, de que el Plan Estatal y los programas autonómicos cubran con precisión el déficit de cada proyecto y de que las comunidades autónomas activen la condición de SIEG con reglas estables y transparentes. Si ese diseño se ejecuta con disciplina económica, la vivienda asequible podrá dejar de ser una aspiración recurrente para consolidarse como un parque permanente y, sobre todo, invertible.

06

Joaquín Maudos

Catedrático de Economía de la Universidad de Valencia,
director adjunto del IVIE y colaborador del CUNEF



Banca y exposición inmobiliaria: una comparativa europea

El sector bancario español ha reducido de forma significativa su exposición al sector inmobiliario (“ladrillo”) desde la Gran Recesión. Antes de la crisis, el crédito al ladrillo superaba el 60 % del total al sector privado, con un elevado peso del destinado a la promoción inmobiliaria y construcción. Tras un fuerte proceso de desapalancamiento y saneamiento, la estructura del crédito al ladrillo es hoy más equilibrada (con mayor participación del crédito para la compra de vivienda) y con un peso inferior. Aunque España sigue algo por encima de la media europea en exposición a las actividades inmobiliarias, se debe a la importancia que tiene la vivienda en propiedad y, por tanto, el crédito para la compra de vivienda. En conjunto, el sistema bancario español es ahora más solvente y menos vulnerable que en el pasado a potenciales correcciones en el mercado de la vivienda.

Introducción

Durante las últimas dos décadas, la relación entre el sector bancario español y el sector inmobiliario (en sentido amplio, incluyendo préstamos para la compra de vivienda, construcción y promoción inmobiliaria) ha experimentado importantes cambios, que explican que la exposición actual del sector al “ladrillo” esté alejada de la que tuvo en el pasado reciente. Así, en momentos próximos al estallido de la crisis financiera de 2008, la exposición en España alcanzó un máximo del 61 % del crédito total al sector privado residente. El intenso ritmo de crecimiento del crédito al ladrillo en los años anteriores situó a España entre las economías europeas con mayor dependencia financiera del ciclo inmobiliario, lo que amplificó el impacto de la crisis y del estallido de la burbuja inmobiliaria sobre el sector bancario.

El estallido de la burbuja crediticia-inmobiliaria desencadenó una pérdida de valor de los activos inmobiliarios, con un aumento de la tasa de morosidad del crédito que obligó a millonarias provisiones y pérdidas. La necesaria reestructuración posterior del sector ha llevado a un proceso continuado de desapalancamiento en términos de caída del *stock* vivo de crédito y a una mejora de la calidad del activo, que ha venido acompañada de una mejora de la solvencia con un endurecimiento de la regulación. Como resultado, el peso del crédito al ladrillo en el conjunto del crédito se ha reducido de forma sustancial respecto a los máximos observados antes de la crisis.

En comparación con otros países europeos, esta evolución resulta especialmente relevante. Mientras que en economías como Alemania o Francia la exposición bancaria al sector inmobiliario nunca alcanzó niveles tan elevados, el caso español constituye un ejemplo claro de ajuste

estructural tras una etapa de fuerte concentración sectorial. La comparación internacional permite, por tanto, contextualizar tanto la magnitud del problema previo como el alcance de la corrección posterior. En la actualidad, aunque el crédito hipotecario continúa siendo una parte importante del negocio bancario minorista, la exposición directa a actividades promotoras y de construcción representa una proporción mucho más reducida que hace veinte años.

El análisis de la exposición de la banca al ladrillo tiene especial interés desde la perspectiva de la estabilidad financiera. La reducción del peso del ladrillo en los balances bancarios sugiere que el sector bancario español afronta el actual ciclo económico e inmobiliario desde una posición mucho más sólida que en el pasado reciente, con una composición de la exposición inmobiliaria que nada tiene que ver con la de entonces. En aquel momento pesaba mucho el crédito a la construcción y promoción inmobiliaria (llegó a un máximo del 42 % del crédito al ladrillo), mientras que en la actualidad ese peso es del 16 %, siendo, por tanto, predominante hoy día el crédito hipotecario, que tiene mucho menos riesgo.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar la exposición de la banca española al ladrillo, ofreciendo un análisis comparativo a nivel europeo. Para ello, se analiza por separado la evolución en el negocio doméstico (en España), por un lado, y de la exposición total (incluyendo negocio fuera de España), por otro.

Evolución de la exposición de la banca española al ladrillo: negocio doméstico

Por exposición al ladrillo nos referimos al préstamo que la banca concede con tres destinos: la compra-rehabilitación de vivienda, al sector de la construcción y a la actividad de promoción

inmobiliaria. Sumando los tres destinos del crédito, como se observa en el gráfico 1, el *stock* vivo llegó a representar un máximo del 61,5 % a la altura de 2006-2007, como consecuencia del intenso ritmo de crecimiento desde el año 2000. Con el estallido de la crisis financiera de 2008, ese peso ha ido cayendo de forma prácticamente ininterrumpida, hasta situarse en el 49,6 % a finales de 2025, regresando así al peso que tuvo en 2002.

Es interesante observar el cambio que también se ha producido en la composición de ese crédito al sector inmobiliario. Así, si en el momento del estallido de la Gran Recesión el crédito a la construcción y promoción inmobiliaria suponía el 42 % del crédito al ladrillo (el que más pesaba era promoción inmobiliaria), en 2025 ese peso ha caído al 16 %, muy por debajo incluso del que tuvo en el año 2000 (30 %). De forma paralela, ha ido aumentando desde la crisis el peso del crédito para la compra de vivienda, que es el de mayor calidad al presentar las menores tasas de morosidad. Por tanto, ha aumentado mucho la calidad de la exposición inmobiliaria de la banca española. En la actualidad, el crédito para la compra de vivienda supone el 41,7 % del crédito total al sector privado, la construcción el 2,1 % y la promoción inmobiliaria el 5,9 %. El que ha perdido más peso es el destinado a la promoción inmobiliaria, ya que llegó a representar el 17,5 % del total en 2009, triplicando el peso que tiene en la actualidad.

Si ponemos el foco en el nuevo crédito concedido en lugar del *shock* acumulado, en el caso de la compra de vivienda, el crecimiento reciente ha sido del 20 % en 2024 y del 22 % en 2025¹, tasas que, aunque son elevadas, no son excepcionales en comparación con años anteriores. Por otra parte, aunque el volumen de crédito concedido se sitúa en 2025 en su nivel máximo

desde 2009, se sitúa muy por debajo (la mitad) del que llegó a alcanzar en los años anteriores de la burbuja inmobiliaria. Por tanto, el aumento del precio de la vivienda de estos últimos años no está alimentado por un crecimiento desmesurado del crédito bancario.

En el caso del crédito a la construcción y promoción inmobiliaria, el *shock* sigue cayendo en el primer caso (un 0,2 % en 2025) y ha aumentado en el segundo a tasas moderadas desde 2024 (2,2 % en 2025), lo que contrasta con crecimientos que llegaron casi al 50 % en algún año. Es el caso del crédito a las actividades inmobiliarias, que aumentó un 49 % en 2006, creciendo por encima del 40 % de 2003 a 2006.

Calidad de la exposición inmobiliaria en España

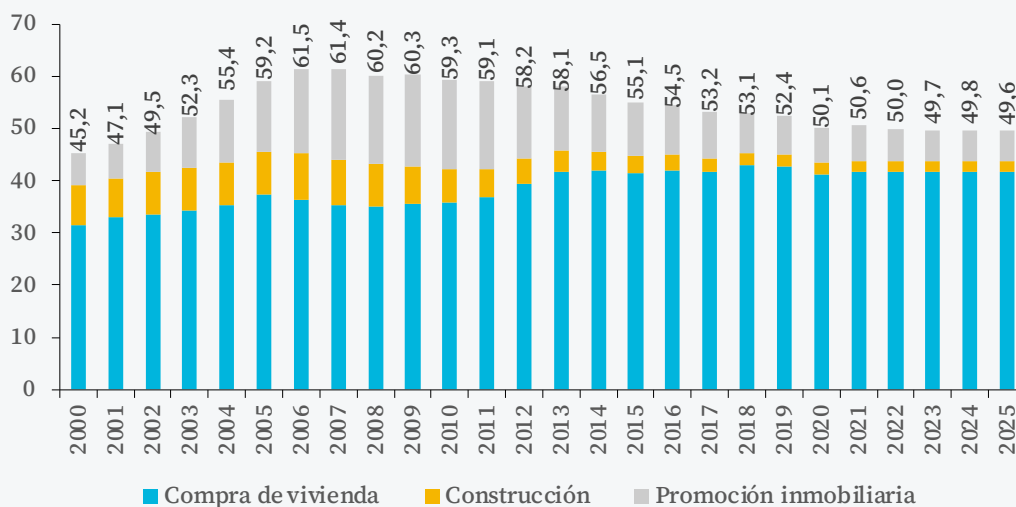
La elevada exposición inmobiliaria comentada anteriormente pasó una enorme factura como consecuencia del deterioro que sufrió ese préstamo por la caída del precio de los activos inmobiliarios y la propia crisis macroeconómica que afectó a la capacidad de pago de familias y empresas. Ese deterioro se ilustra con la evolución de la tasa de dudosidad del crédito que se representa en el gráfico 2. Antes de la crisis financiera, la tasa de dudosidad del crédito total no llegaba al 1 % y escaló hasta un máximo del 13,6 % en 2013. En el caso de promoción inmobiliaria, alcanzó su cota máxima del 30 % en ese año y en construcción llegó al 34,3 %. Son niveles de morosidad que nada tienen que ver con el préstamo para la compra de vivienda, ya que en lo peor de la crisis se situó en el 6 %. Es llamativo que, en esos años de crisis, de cada 100 euros de préstamos morosos, 72 euros estuvieran en el ladrillo.

¹ El dato más reciente de marzo de 2026 muestra un crecimiento del 16 %.

Gráfico 1

Peso del préstamo al “ladrillo” en el total al sector privado residente. Negocio en España

Porcentaje



Fuente: Banco de España.

A finales de 2025, la tasa de dudosa es del 2,71 % en el crédito total al sector privado, 6,24 % en la construcción, 1,87 % en promoción inmobiliaria y 1,8 % en el préstamo para la compra de vivienda

El saneamiento posterior y la mejora en las condiciones macroeconómicas explican la caída de las tasas de dudosa desde esos valores máximos. A finales de 2025, la tasa de dudosa es del 2,71 % en el crédito total al sector privado, 6,24 % en la construcción, 1,87 % en promoción inmobiliaria y 1,8 % en el préstamo para la compra de vivienda. Y de cada 100 euros de préstamos dudosos, el ladrillo supone 36 euros, justo la mitad que en los años de crisis. Es el crédito para la promoción inmobiliaria en el que ha visto disminuir en mayor medida su tasa de morosidad.

Comparativa europea de la exposición de la banca al ladrillo

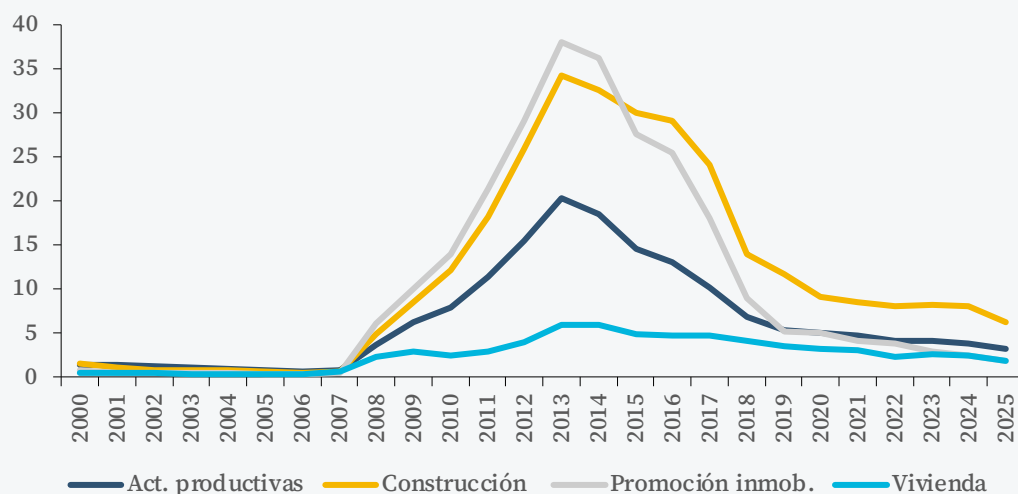
Para situar a la banca española en el contexto europeo en el análisis de su exposición inmobiliaria, hemos de recurrir a la información que ofrece la Autoridad Bancaria Europea (EBA, en sus siglas en inglés) para grupos consolidados. Por tanto, la información incluye tanto el negocio en España como el de las filiales en el exterior, por lo que no son datos comparables a los analizados hasta ahora referidos al negocio de la banca en España.

La EBA suministra información desde finales de 2019, lo que nos impide ir más atrás en el análisis en los años en los que el impacto de la crisis fue mayor. En ese año, el peso del ladrillo en el crédito del sector bancario español era del 37 % (en el negocio en España, como hemos

Gráfico 2

Tasa de dudosidad del crédito al sector privado residente. Negocio en España

Porcentaje



Fuente: Banco de España.

visto, es superior, del 52,4 %), 6 puntos más que en el promedio de la UE (gráfico 3). Es un peso que se sitúa en una posición intermedia en el *ranking* europeo, donde en ese año destaca el elevado peso en Suecia y Eslovaquia (60 %). La exposición al ladrillo de España supera la de países como Alemania (22,5 %), Francia (19,3 %) o Italia (26,5 %).

En la actualidad (el dato más reciente del cuarto trimestre de 2025), el peso de la exposición inmobiliaria en el préstamo del sector bancario español es del 31,3 % y ha acortado la distancia que le separa de la media de la UE a solo 2,2 puntos. Sigue siendo un peso superior al de los principales países europeos. No se observa un patrón en la evolución temporal de ese peso del ladrillo, si bien son más los países en los que disminuye la exposición.

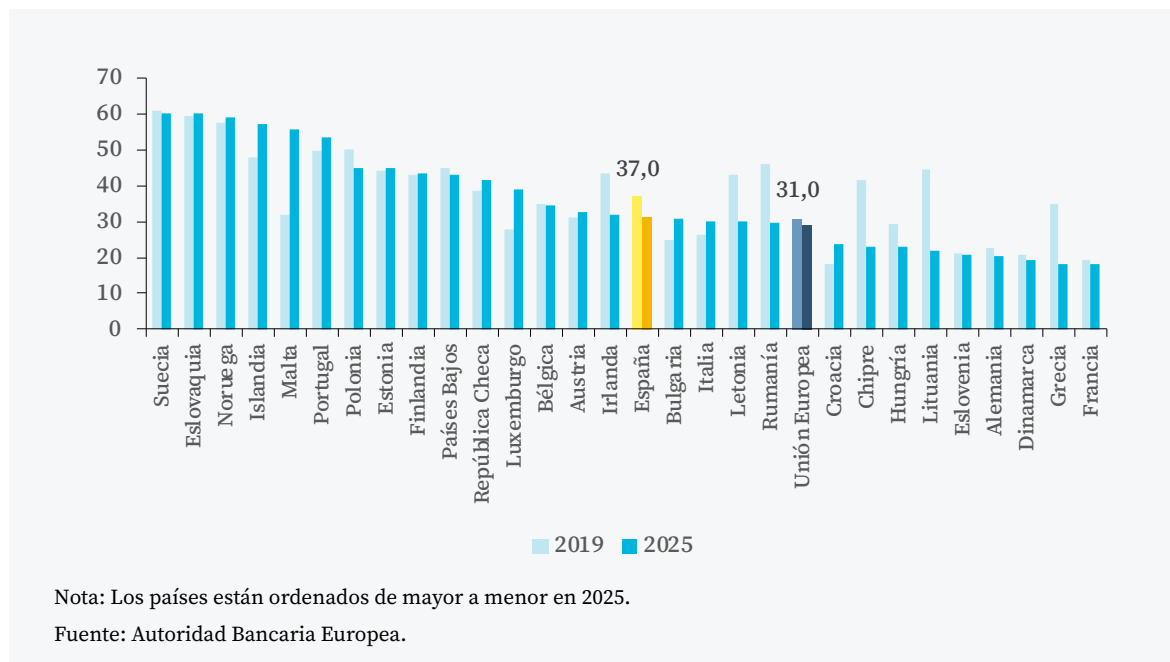
El peso de la exposición inmobiliaria en el préstamo del sector bancario español es del 31,3 % y ha acortado la distancia que le separa a la media de la UE a solo 2,2 puntos. Sigue siendo un peso superior al de los principales países europeos

El mayor peso del ladrillo en la banca española se explica por el préstamo a la compra de vivienda, que en 2025 supone el 28 % del crédito total y el 90 % del préstamo al ladrillo (en el negocio doméstico es el 84 %), frente a valores del 22 % y 75 % de media en la UE. En cambio, el préstamo a la construcción y promoción inmobiliaria solo pesa el 3 % del total en la banca española, menos de la mitad del peso que tiene en la UE (7 %).

Gráfico 3

Peso del préstamo al “ladrillo” en el total al sector privado.**Grupos bancarios consolidados**

Porcentaje



Hay que recordar que en España, el préstamo para la adquisición de vivienda siempre ha tenido y tiene un peso muy importante en la banca, ya que hay una fuerte preferencia por tener una vivienda en propiedad, a diferencia de lo que ocurre en otros países europeos, donde el alquiler tiene un mayor peso. Además, durante décadas, las políticas fiscales y las condiciones del mercado favorecieron la compra frente al alquiler, reforzando esta preferencia.

|
*En España, el préstamo
 para la adquisición de vivienda siempre
 ha tenido y tiene un peso muy importante
 en la banca, ya que hay una fuerte
 preferencia por tener una vivienda en
 propiedad*
 |

Calidad de la exposición inmobiliaria: comparativa europea

Si comparamos los datos más recientes de la tasa de morosidad del sector bancario español (grupos consolidados y, por tanto, incluyendo negocio fuera de España) con la del resto de países europeos en lo que a la exposición inmobiliaria se refiere (gráfico 4), en el caso del préstamo para la compra de vivienda, España está en la segunda posición del *ranking*, con una tasa del 2,1 %, superior al 1,3 % de la media de la UE. En cualquier caso, es una tasa reducida.

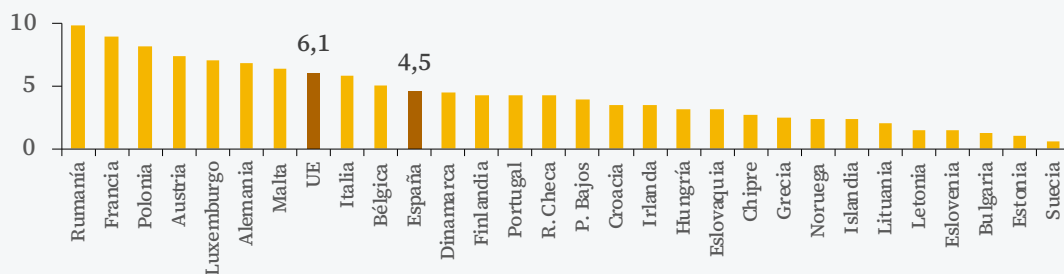
En el caso del préstamo a la construcción, la tasa de morosidad de la banca española es inferior a la media europea (4,5 % vs. 6,1 %), al igual que ocurre en el caso del préstamo a la actividad de promoción inmobiliaria (2,2 % vs. 2,8 %).

Gráfico 4

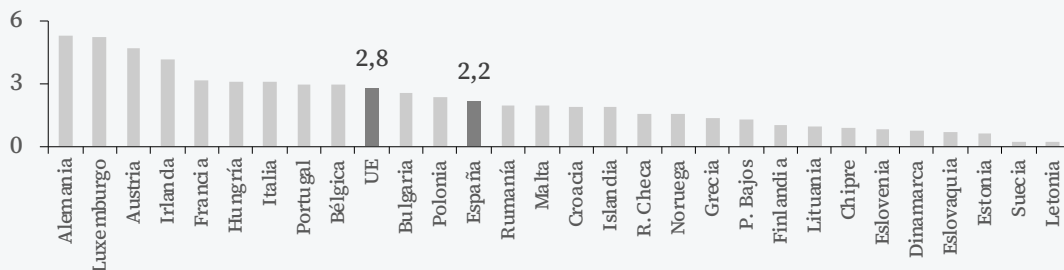
Tasa de morosidad del préstamo al “ladrillo”. Grupos bancarios consolidados. 2025

Porcentaje

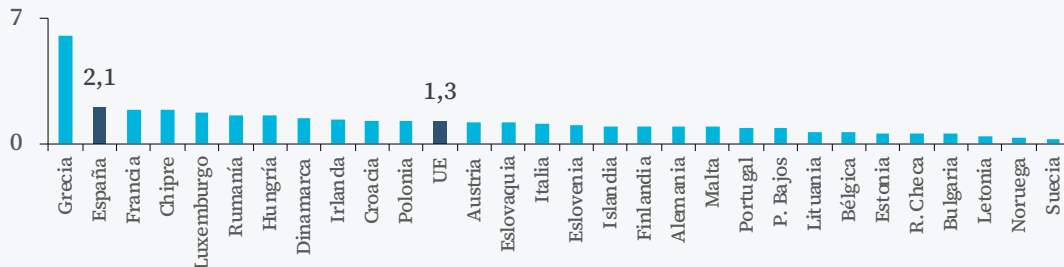
a. Construcción



b. Promoción inmobiliaria



c. Compra de vivienda



Fuente: Autoridad Bancaria Europea.

Conclusiones e implicaciones

El análisis realizado muestra que el sector bancario español ha llevado a cabo una

profunda transformación en su exposición inmobiliaria desde el estallido de la crisis financiera de 2008. Frente a una situación previa caracterizada por una elevada

concentración del crédito en actividades vinculadas al ladrillo (que llegó a representar más del 60 % del crédito total al sector privado y con un peso muy elevado de la promoción inmobiliaria y la construcción), el sector presenta hoy una estructura mucho más equilibrada. El intenso proceso de desapalancamiento, saneamiento de balances y fortalecimiento regulatorio ha permitido reducir significativamente tanto el volumen relativo de esta exposición como su nivel de riesgo. En la actualidad, el protagonismo corresponde al crédito hipotecario para adquisición de vivienda, que presenta históricamente menores tasas de morosidad, mientras que el peso del crédito promotor y constructor se ha reducido a mínimos históricos. La comparación europea confirma además que, aunque España continúa mostrando una exposición al ladrillo solo algo superior a la media de la UE, esta diferencia se explica por el mayor peso cultural y financiero de

la vivienda en propiedad (es destino del ahorro y, por tanto, de riqueza), y no por una elevada financiación de actividades especulativas como ocurrió antes de la Gran Recesión. Asimismo, los indicadores actuales de calidad crediticia reflejan una notable mejora respecto a los años de crisis, con tasas de morosidad mucho más reducidas y una menor contribución del ladrillo al total de préstamos dudosos. Y todo ello en un contexto en el que el sector privado de la economía está mucho menos endeudado que en el pasado.

En consecuencia, la evidencia apunta a que el sector bancario español afronta el actual ciclo inmobiliario (de subida de precios por presión de la demanda y escasez de oferta) desde una posición de mayor solvencia, menor vulnerabilidad y con una exposición al sector inmobiliario mucho más reducida y de naturaleza muy distinta a la que desencadenó los problemas del pasado.

07

Erik Jones

Director del Centro Robert Schuman de Estudios Avanzados
del Instituto Universitario Europeo e investigador no residente
en Carnegie Europe



La reciente “decisión discrecional” del BCE

El Banco Central Europeo se convirtió en el primer gran banco central en subir los tipos de interés en respuesta a las presiones inflacionistas derivadas de la guerra en Oriente Medio. Esta medida refleja una “decisión discrecional” del Consejo de Gobierno del BCE, que consideró necesario enviar una señal a los mercados para subrayar su determinación de cumplir con su mandato de estabilidad de precios. Esa señal es importante no tanto por lo que indican actualmente los datos sobre el impacto neto de la crisis de los precios de la energía en los precios y la producción, como por la amenaza de que las empresas y los hogares puedan reaccionar de forma exagerada al adaptarse a un repentino repunte de la inflación. Es importante destacar que esta medida no debería tener consecuencias significativas a largo plazo más allá de su valor simbólico. Los cambios estructurales en la economía europea hacen probable que los tipos de interés tengan que subir en cualquier caso. No obstante, esta medida sugiere un cambio sutil pero importante en el equilibrio entre las reglas y la discrecionalidad en la formulación de la política monetaria. Es posible que otros bancos centrales tengan que demostrar su capacidad de actuación siguiendo el ejemplo del BCE.

El Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) decidió el 11 de junio de 2026 subir sus tres tipos de interés oficiales —entre ellos, y lo más importante, el tipo de la facilidad de depósito (DFR), que es el tipo que se aplica a los bancos por mantener el exceso de liquidez en el BCE— en 25 puntos básicos, es decir, un cuarto de punto porcentual. Esa decisión —que, en la práctica, revierte una medida adoptada un año antes, al final del último ciclo de inflación-desinflación— fue “unánime” y “sin reservas”¹. La presidenta del BCE, Christine Lagarde, explicó que la medida es necesaria para que el Consejo de Gobierno pueda “navegar por la incertidumbre” que rodea a la guerra en Oriente Medio y a las crisis geopolíticas que se solapan. Insistió en que es coherente con múltiples escenarios para la evolución económica europea de cara al futuro, incluso con uno más moderado que la hipótesis de referencia proporcionada por el equipo de previsiones del BCE. Y concluyó que no compromete al Consejo de Gobierno “a una trayectoria concreta de los tipos de interés”; el Consejo de Gobierno seguirá tomando sus decisiones “reunión a reunión” de una manera que “depende de los datos”².

Otros bancos centrales importantes adoptaron un enfoque diferente. Cuando se reunieron la semana siguiente, los miembros del Comité de Mercado Abierto (OMC) de la Reserva Federal (Fed) votaron por unanimidad a favor de mantener los tipos de interés sin cambios. Aunque señalaron que “la inflación sigue siendo elevada

en relación con el objetivo del 2 % del Comité” y reconocieron que “la actividad económica se está expandiendo a un ritmo sólido a pesar de la elevada incertidumbre” derivada (en parte) de la guerra en Oriente Medio, no encontraron razones de peso para actuar³.

Las opiniones estuvieron más divididas en el Comité de Política Monetaria (MPC) del Banco de Inglaterra. La votación para mantener los tipos sin cambios se saldó con 7 votos a favor y 2 en contra, y las voces discrepantes abogaron por una subida de 25 puntos básicos, similar a la aplicada por el BCE. También en este caso, los responsables políticos reconocieron que la inflación se sitúa por encima del objetivo y que el crecimiento es resistente (lo que, en el caso británico, significa que aún “se espera que sea moderado”). No obstante, siete de los nueve miembros se mostraron confiados en que podrían volver a situar la inflación en el objetivo; solo las dos voces discrepantes argumentaron que un ajuste al alza “ayudaría a anclar de formales expectativas de inflación” y situaría al Banco en una buena posición “para hacer frente a las importantes incertidumbres a las que se enfrenta el MPC”⁴.

Este contraste entre el BCE y los otros dos bancos centrales refleja la importancia del “criterio” en la formulación de la política monetaria en condiciones de extrema incertidumbre. Los responsables de la política monetaria no pueden dar un paso “acertado” o “erróneo” cuando no pueden

1 Para un análisis de la evolución de los tipos de interés del año pasado, véase Jone (2025). El texto de la declaración sobre política monetaria y de la rueda de prensa del 11 de junio de 2026 se puede consultar aquí: https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2026/html/ecb.is260611~372040d313.en.html

2 Véase la rueda de prensa de junio (nota 1).

3 El texto del comunicado de la Reserva Federal puede consultarse aquí: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20260617a.htm>.

4 El texto de los anuncios de política monetaria del Comité de Política Monetaria (MPC), que incluye tanto el acta de la reunión como la justificación de los votos, puede consultarse aquí: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy-summary-and-minutes/2026/june-2026>.

anticipar si, por ejemplo, Estados Unidos e Irán acordarán un alto el fuego de sesenta días al día siguiente de su reunión —que es lo que le ocurrió al Consejo de Gobierno del BCE—. Tampoco pueden estimar si ese alto el fuego podría romperse —como en el caso del Comité de Mercado Abierto (OMC) de la Fed y del Comité de Política Monetaria (MPC) del Banco de Inglaterra—. Dichos comités se reunieron entre el anuncio formal del acuerdo y el cierre del estrecho de Ormuz por parte de Irán en respuesta a la acción israelí en el Líbano. El alto el fuego sigue vigente, pero nadie puede adivinar por cuánto tiempo ni con qué repercusiones.

Más fundamentalmente, los responsables de la política monetaria carecen de un conocimiento preciso sobre cómo y con qué rapidez la combinación de incertidumbre geopolítica, perturbaciones en la oferta y subidas de precios se repercutirá en la economía. Tampoco saben cómo ni con qué rapidez se adaptarán las empresas y los hogares al aumento de los precios. Su “decisión basada en el criterio” —tomando prestada la expresión de un reciente discurso del economista jefe del BCE, Philip Lane— refleja una amplia gama de consideraciones que no encajan fácilmente en los modelos económicos estándar utilizados para la formulación de la política monetaria⁵. Y las implicaciones de esta dependencia del “criterio” en la formulación de la política monetaria son significativas para el rendimiento económico, tanto dentro de los países como entre ellos.

Presiones contradictorias

El problema más inmediato para los responsables de la política monetaria radica en que

el impacto de la guerra en Oriente Medio acelera el ritmo de la inflación y, al mismo tiempo, ejerce una presión a la baja sobre el crecimiento y el empleo. Esto era evidente desde el principio. El cierre del estrecho de Ormuz por parte de Irán y Estados Unidos ha provocado una escasez de recursos energéticos y otros productos básicos (como los fertilizantes) que hace subir los precios. Mientras tanto, la incertidumbre sobre cuánto durará la escasez y si el conflicto se extenderá hace más probable que las empresas retrasen sus inversiones y que los hogares pospongan el consumo. Estos efectos de primer orden solo se reflejan lentamente en los datos macroeconómicos, a medida que las empresas trasladan los mayores costes a sus clientes y la cautela se extiende entre empresas y hogares. Se manifiestan aún más lentamente a medida que los trabajadores responden al aumento de los precios exigiendo salarios más altos.

|
La política monetaria no es el único ni siquiera el mejor instrumento para abordar este tipo de tensión. Una solución más adecuada consiste en utilizar las reservas existentes de combustible y otros productos básicos para frenar el aumento de los precios y, al mismo tiempo, proporcionar alivio a las empresas y los hogares
|

La política monetaria no es el único ni siquiera el mejor instrumento para abordar este tipo de tensión. Una solución más adecuada consiste en utilizar las reservas existentes de combustible y otros productos básicos para frenar el aumento de los precios y, al mismo tiempo, proporcionar alivio a las empresas y los hogares para que sigan invirtiendo y gastando. Los gobiernos han

⁵ El texto del discurso de Lane puede consultarse aquí. La referencia a la «decisión discrecional» aparece al final: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260513~5b14c78806.en.html>.

recurrido a estas reservas y a otras formas de ayuda siempre que han estado disponibles, principalmente en los países más ricos de América del Norte, Europa y Asia. Por consiguiente, los problemas inmediatos han sido más agudos en otras partes del mundo, como el sudeste asiático, el África subsahariana o América Latina (Ro, 2026).

Esta respuesta desigual entre países plantea un desafío de segundo orden, en la medida en que estas regiones del mundo son importantes socios comerciales de los países más ricos; cuanto más se vean afectadas las economías de mercados emergentes por los efectos inmediatos de la crisis, menos podrán importar y más tendrán que cobrar por sus propias exportaciones. La contracción de los mercados de exportación ejerce una mayor presión a la baja sobre el rendimiento económico, mientras que el aumento de los precios de las importaciones ejerce una mayor presión al alza sobre la inflación (OCDE, 2026: 15-19). Y mientras las empresas y los hogares mantengan una incertidumbre sobre la intensidad de estos efectos, más probable será que se adapten en consecuencia, ralentizando la inversión, subiendo sus propios precios y posponiendo el consumo para aumentar el ahorro.

A los responsables de la política monetaria les preocupa que estos efectos de segundo orden se incorporen a las expectativas de las empresas y los hogares sobre cómo seguirán subiendo los precios y que, por lo tanto, esas tasas de inflación más elevadas tengan que integrarse en los modelos de negocio, los patrones de gasto y las negociaciones salariales. Esto es lo que los

responsables de la política monetaria entienden por “desanclaje” de las expectativas de inflación. La dificultad radica en medir ese desanclaje en tiempo real. Pueden observar el repunte de los precios y el ritmo correspondiente de la actividad económica, pero no pueden saber si las empresas y los consumidores van a “pasar por alto” un aumento temporal de los precios derivado del conflicto o si lo van a incorporar a su forma de entender el funcionamiento de la economía en general. Esta tensión ya era evidente cuando el Consejo de Gobierno del BCE se reunió en marzo por primera vez tras el ataque conjunto de Estados Unidos e Israel contra Irán⁶. Siguió siendo notable cuando se reunieron de nuevo en abril⁷. Y volvió a surgir en sus debates de junio⁸.

Entre marzo y junio, los responsables de la política monetaria se mostraron cada vez más preocupados por la posibilidad de que el conflicto se prolongara más de lo previsto inicialmente, de que un conflicto más prolongado impulsara aún más la inflación de los precios, de que se agotaran las reservas disponibles utilizadas para amortiguar la escasez de suministro energético y de otras materias primas, de que se empezara a poner a prueba la capacidad de los gobiernos para proporcionar ayudas a las empresas y los hogares, y que las medidas gubernamentales para amortiguar el impacto de la crisis empezarían a reforzar la inflación al mantener la demanda de energía y otras materias primas, al tiempo que aumentaban el gasto en la economía. Muchas de estas preocupaciones son difíciles de medir directamente, pero los datos de que disponían mostraban un impulso creciente en la inflación de los precios. El problema no era

6 Las cuentas monetarias de la reunión de marzo de 2026 se pueden consultar aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/accoun-nts/2026/html/ecb.mg260416~6a27b0c258.en.html>.

7 Las cuentas monetarias de la reunión de abril de 2026 se pueden consultar aquí: <https://www.ecb.europa.eu/press/accoun-nts/2026/html/ecb.mg260528~a93230dc4b.en.html>

8 Las cuentas monetarias de junio solo están disponibles con cierto retraso. En este caso, conviene consultar la rueda de prensa de junio (nota 1).

Cuadro 1**Inflación anual anualizada****Porcentajes**

	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo
IPCA	1,7	1,9	2,6	3,0	3,2
Núcleo	2,3	2,4	2,2	2,3	2,6
Servicios	3,2	3,4	3,3	3,0	3,5
Productor	-2,1	-3,0	2,0	4,9	

Fuentes: "La inflación interanual alcanza el 3,2 % en la zona del euro" (Bruselas: Eurostat, 17 de junio de 2026 -- <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-euro-indicators/w/2-17062026-ap>); "Los precios al productor industrial suben un 0,6 % en la zona del euro y un 0,7 % en la UE" (Bruselas: Eurostat, 3 de junio de 2026 -- <https://ec.europa.eu/eurostat/en/web/products-euro-indicators/w/4-03062026-ap>).

solo que los precios al productor y la inflación general del índice armonizado de precios al consumo (IAPC) comenzaran a acelerarse, sino que la inflación se aceleró en los precios excluidos de la energía y los alimentos (inflación subyacente) y en el precio de los servicios. (véase el cuadro 1).

Es difícil evaluar la cadena de acontecimientos que vincula este aumento del impulso con un cambio más fundamental en las expectativas sobre la inflación. En su rueda de prensa del 11 de junio, Lagarde señaló la resistencia del consumo, la moderación continuada en la negociación salarial y otros indicadores más específicos de que las expectativas de inflación permanecen ancladas a medio plazo en el objetivo del BCE — una tasa anual del 2 %— o cerca de él. Sin embargo, dado que gran parte de estos datos son de evolución lenta y su recopilación lleva tiempo, no puede descartarse por completo la posibilidad de que el impulso esté aumentando. La medida de política monetaria, argumentó Lagarde, situaría al Consejo de Gobierno en una buena posición para responder a la evolución futura⁹.

Paralelismos vagos

La dificultad para Lagarde radica en la comparación con la crisis inflacionista que siguió a la pandemia y que cobró impulso tras la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia. Esa crisis comenzó en diciembre de 2020. El Consejo de Gobierno no empezó a subir sus tipos de interés oficiales hasta julio de 2022. Entre esos dos momentos, la inflación pasó de un ligero descenso anualizado de los precios a un aumento anualizado superior al 8,5 %. Para entonces, muchos observadores se quejaban de que el Consejo de Gobierno había sido demasiado complaciente al negarse a contrarrestar la inflación de forma más rápida, sobre todo tras la invasión a gran escala de Ucrania por parte de Rusia (Jones, 2022b). Esa acusación sigue resonando y Lagarde la refuta constantemente¹⁰.

Puede que tenga razón, sin duda en el contexto actual, pero quizá también anteriormente. Cuando por fin actuó, el Consejo de Gobierno subió los tipos de interés de forma decisiva,

⁹ Véase la rueda de prensa de junio (nota 1).

¹⁰ Véase la rueda de prensa de junio (nota 1).

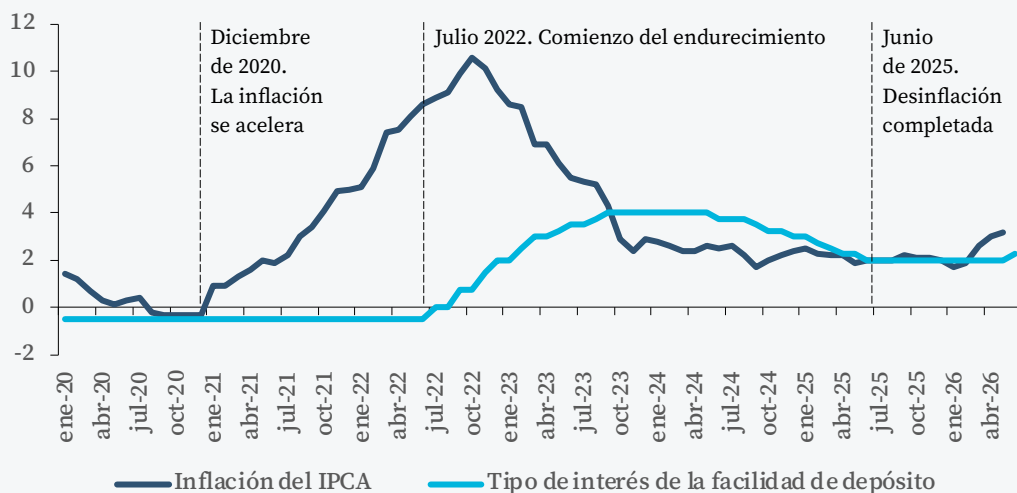
comenzando con un aumento de 50 puntos básicos en julio, seguido de dos subidas de 75 puntos básicos en septiembre y noviembre. Para cuando el ciclo de endurecimiento concluyó en octubre de 2023, los tipos de interés habían subido del -0,5 % al 4,0 %. Sin embargo, incluso ante esa presión, la inflación tardó en volver a bajar. Tras alcanzar su máximo en octubre de 2022, con una tasa anualizada superior al 10,6 %, la inflación volvió a situarse por debajo del 3 % solo un año después. A partir de entonces, la convergencia hacia el objetivo del 2 % avanzó muy lentamente. El Consejo de Gobierno comenzó a reducir sus tipos de interés oficiales en junio de 2024 y el proceso de desinflación llegó a su fin en junio de 2025. (véase el gráfico 1; véase también Jones, 2025).

El ciclo de inflación y desinflación de 2020-2024 supuso la primera desviación importante respecto al objetivo del BCE desde el inicio de la

moneda única y marcó una ruptura significativa con el largo período de inflación muy baja (incluidos episodios de desinflación) que siguió a la crisis económica y financiera mundial. Como tal, pilló a todos —es decir, tanto a las empresas y los hogares como a los responsables de la política monetaria— por sorpresa. Los responsables de la política monetaria dieron por sentado que las empresas y los hogares “pasarían por alto” el aumento temporal de los precios derivado de la interrupción de la cadena de suministro experimentada durante la pandemia e inmediatamente después de ella. En consecuencia, los propios responsables intentaron “pasar por alto” el aumento de los precios en lugar de subir los tipos de interés oficiales. La idea en aquel momento era que actuar con cautela sería mejor que subir los tipos de interés oficiales de una forma que no haría más que agravar las distorsiones económicas (Jones, 2022a). Por el contrario, el Consejo de Gobierno siguió recurriendo a sus programas

Gráfico 1

El ciclo de inflación y desinflación 2020-2023 y posterior

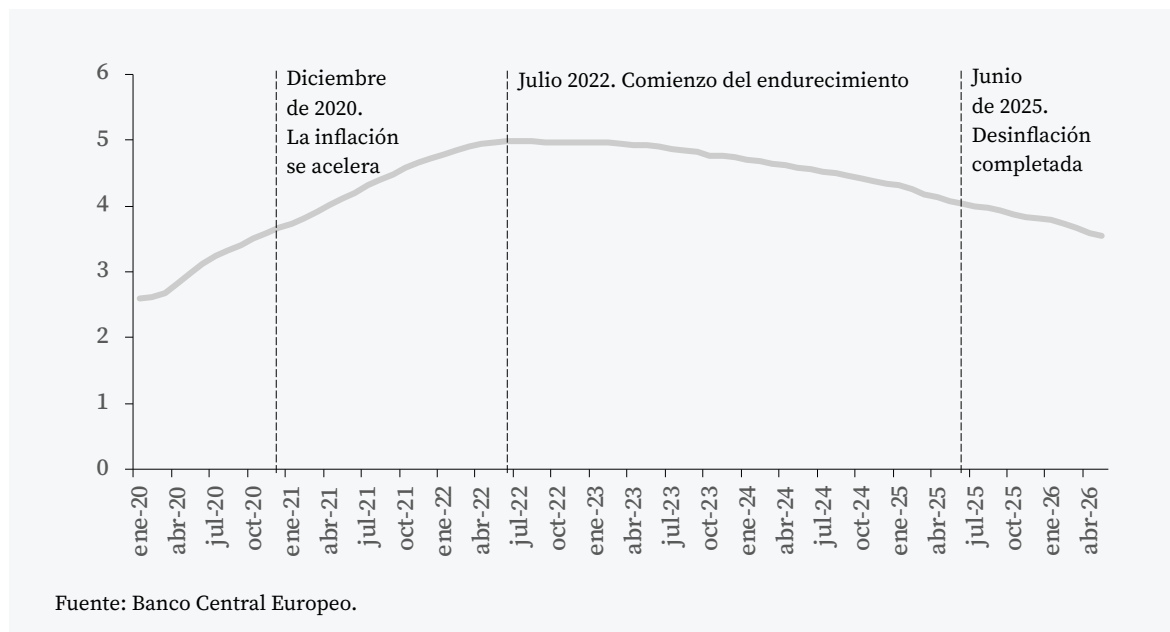


Fuente: Banco Central Europeo.

Gráfico 2

Compras acumuladas de activos por parte del BCE

Billones de euros



de compra de activos a gran escala (incluido uno creado específicamente para hacer frente a la pandemia) con el fin de inyectar liquidez en la economía. El balance del sistema del euro ascendía a 3,6 billones de euros en noviembre de 2020 y a 5,0 billones de euros en mayo de 2022. (véase el gráfico 2).

Las empresas y los hogares no “pasaron por alto” la aceleración de la subida de precios con la misma determinación. Aunque inicialmente hubo dudas a la hora de aceptar la inflación como justificación para aplicar precios más altos o exigir salarios más elevados, esas dudas se disiparon una vez que quedó claro que la aceleración de la subida de precios era la nueva normalidad en la economía de la zona del euro. Lamentablemente, los datos de las encuestas y otros indicadores solo reflejaron ese cambio con un retraso significativo, lo que permitió que las

expectativas de inflación se desanclaran y que el cambio de actitudes y reacciones se extendiera aún más. La respuesta de política monetaria tuvo que ser drástica para modificar las expectativas del mercado.

|
*Ese proceso de desinflación fue
 controvertido, y el Consejo de Gobierno
 estuvo profundamente dividido hasta
 el final de la fase de endurecimiento.
 El Consejo de Gobierno solo volvió
 a alcanzar un consenso durante la fase
 de flexibilización del ciclo*
 |

Ese proceso de desinflación fue controvertido, y el Consejo de Gobierno estuvo profundamente dividido hasta el final de la fase de endurecimiento. El Consejo de Gobierno solo volvió a

alcanzar un consenso durante la fase de flexibilización del ciclo, cuando los tipos de interés volvieron a bajar y el BCE comenzó a reducir su balance. Como parte de esta reconciliación, acordaron una nueva estrategia de política monetaria —más simétrica— y las líneas generales de un nuevo marco operativo para la política monetaria. También acordaron discrepar sobre cuál sería el nivel “neutral” de los tipos de interés oficiales con respecto a la producción y la inflación. Con tantos cambios en curso, tanto en la economía real como en las actitudes del mercado hacia la inflación, las estimaciones sobre los tipos de interés oficiales neutros eran demasiado dispares e imprecisas como para ofrecer una guía significativa para la formulación de políticas. Mientras tanto, el aumento de las incertidumbres geopolíticas relacionadas con un conflicto internacional y la política nacional hizo imposible que los responsables de la política monetaria intentaran gestionar minuciosamente los resultados económicos (Jones 2025).

Al final del ciclo de inflación-desinflación, el Consejo de Gobierno restableció la credibilidad de su compromiso con la estabilidad de precios. También insistió en una nueva y más clara división de tareas entre el uso de los instrumentos de política monetaria y otros instrumentos de política controlados a nivel nacional y europeo para su uso en la estabilización fiscal o la reforma estructural de los mercados. Lo que no pudo evaluar es cómo la experiencia de la inflación había cambiado las actitudes hacia la misma entre los hogares y las empresas. La cuestión es si dichos agentes estarán aún menos dispuestos a “pasar por alto” cualquier aumento de los niveles de precios en el futuro y, por lo tanto, se apresurarán más a presionar para que se produzcan

ajustes en los precios y los salarios con el fin de compensar el aumento de los costes. La lección aprendida en el seno del Consejo de Gobierno es que controlar eficazmente la inflación requerirá una respuesta política más rápida y decisiva; en qué medida más rápida y decisiva dependerá de las lecciones aprendidas por los hogares y las empresas.

Factores estructurales

Los cambios estructurales de mayor envergadura que se están produciendo a largo plazo pueden proporcionar al Consejo de Gobierno una mayor influencia y un mayor margen de maniobra. Esto resulta evidente tanto en los debates sobre el tipo de interés “neutro” como en la transición al nuevo marco operativo. La razón por la que las estimaciones del tipo “neutro” son una guía tan poco fiable para la formulación de políticas es que son muchos los factores que pueden influir en la relación entre los tipos de interés y la inflación. Los costes de mitigar el cambio climático y adaptarse a él son un ejemplo de ello. Dichos costes deberían traducirse en un aumento de los precios, independientemente del tipo de interés vigente. Por lo tanto, es probable que los tipos de interés tengan que ser más altos para evitar que la inflación se extienda. Algo similar podría decirse sobre la necesidad de invertir en nuevas tecnologías, como la inteligencia artificial. Mientras esa necesidad sea grande y el coste sea significativo, cabe esperar un aumento de la demanda de inversión, cuyos costes se repercutirán en los consumidores. Una vez más, el tipo de interés “neutro” será más alto. Como sugirió Lane en un discurso el 23 de marzo, el tipo “neutro” podría llegar incluso al 2,5 %¹¹.

11 El texto de las declaraciones de Lane del 23 de marzo de 2026 se puede consultar aquí: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2026/html/ecb.sp260323_1~1e06784a89.en.html

El impacto del envejecimiento de la población y el descenso demográfico ejercen una presión en sentido contrario. Estos procesos reducen la demanda de inversión y cualquier presión alcista sobre los precios que de ello se derive, independientemente del tipo de interés vigente. Por lo tanto, el tipo neutral podría ser inferior con respecto al objetivo de inflación del Consejo de Gobierno. Dado que ambos factores se dan al mismo tiempo, el impacto combinado podría ser considerable. Sin embargo, la interacción entre estas preocupaciones demográficas y las inversiones necesarias para la adaptación al cambio climático y a las nuevas tecnologías es incierta. Por eso el rango de estimaciones del tipo neutral es tan amplio. También es la razón por la que los miembros del Consejo de Gobierno han acordado discrepar sobre cuál es el nivel del tipo de interés neutral (Jones, 2025).

En la práctica, esto significa que el Consejo de Gobierno dispone de margen de maniobra a la hora de definir sus instrumentos de política monetaria. Las estimaciones del tipo “neutral” ya no ocupan un lugar destacado en los debates sobre política monetaria, si es que llegan a surgir. Lagarde dejó claro en su sesión de preguntas y respuestas que: “no hemos hablado del tipo neutral... no hemos debatido nuestro posicionamiento con respecto al tipo neutral... esto no se debatió en absoluto en el Consejo de Gobierno”¹². Esto cambiaría si se presentara una propuesta para salir del rango de los tipos neutros, pero sigue siendo así mientras el rango estimado para el tipo “neutral” incluya cualquier medida de política que se recomiende.

Mientras tanto, la reducción gradual pero continua del balance del Eurosistema hace que incluso los cambios más pequeños en los tipos de interés

oficiales cobren mayor importancia (Jones, 2024). Entre mayo de 2025 y mayo de 2026, el BCE ha retirado casi 500 000 millones de euros en liquidez de la economía de la zona del euro (véase de nuevo el gráfico 2). A medida que disminuye el volumen de liquidez excedentaria, los bancos se vuelven más sensibles a los tipos de interés oficiales y de mercado a la hora de gestionar sus requisitos reglamentarios de liquidez. Esto facilita que el Consejo de Gobierno transmita su compromiso con el mantenimiento de la estabilidad de precios mediante cambios de política menos drásticos. Lagarde lo dejó claro en su rueda de prensa: “La decisión que hemos tomado tampoco es una decisión contundente, ¿verdad? Veinticinco puntos básicos es una decisión que, sin duda, constituye una señal...”¹³. Lagarde también insistió en que el Consejo de Gobierno seguiría ajustando sus instrumentos de la forma que fuera necesaria para garantizar el cumplimiento de su mandato de estabilidad de precios.

Implicaciones

Este giro hacia la formulación de políticas basada en decisiones discrecionales representa un cambio importante en el equilibrio entre las reglas y la discrecionalidad en la conducción de la política monetaria. Cuando tres grandes bancos centrales se enfrentan a muchas de las mismas condiciones, cabe esperar que actúen de forma diferente en función de quién establezca la política y no solo en función de sus mandatos. Probablemente siempre ha sido así. No todos los responsables de los bancos centrales comparten la misma visión de la política monetaria, aunque la mayoría pertenezcan a la misma comunidad epistémica (Johnson, 2016). Sin embargo, ahora el papel de la discrecionalidad es más destacado.

¹² Véase la rueda de prensa de junio (nota 1).

¹³ Véase la rueda de prensa de junio (nota 1).

|
*Este giro hacia la formulación de políticas
basada en decisiones discrecionales
representa un cambio importante
en el equilibrio entre las reglas y la
discrecionalidad en la conducción de la
política monetaria*
|

También es más evidente la preocupación por la posibilidad de una parálisis por exceso de análisis. Dada la experiencia del Consejo de Gobierno durante el último ciclo de inflación-desinflación, la presión para demostrar capacidad de acción debe de ser inmensa, sobre todo cuando se

podría argumentar que un cambio de política aún se encuentra en territorio neutral y, por lo tanto, es predominantemente simbólico. Nunca habrá datos suficientes para demostrar cuál es el equilibrio exacto entre los mecanismos subyacentes en juego hasta que sea demasiado tarde. La inacción se convierte en una elección política explícita. Esto es tan cierto para la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra como para el BCE. Aunque los comités de política monetaria de esas instituciones tomaron decisiones diferentes a las del Consejo de Gobierno, es posible que pronto se enfrenten también a la necesidad de demostrar su capacidad de actuar (Smith, 2026).

Referencias

- JOHNSON, J. (2016). *Priests of Prosperity: How Central Bankers Transformed the Postcommunist World*. Ithaca: Cornell University Press.
- JONES, E. (2022a). El dilema de la política monetaria del BCE. *Cuadernos de Información Económica*, 289, 9-15. <https://www.funcas.es/articulos/el-dilema-de-la-politica-monetaria-del-bce/>
- JONES, E. (2022b). La guerra en Ucrania y el Banco Central Europeo. *Survival*, 64(4), 111-119.
- JONES, E. (2024). Reconectando el Banco Central Europeo. *Cuadernos de Información Económica*, 302, 28-36. <https://www.funcas.es/articulos/reconectando-el-banco-central-europeo/>
- JONES, E. (2025). El próximo reto del BCE: la política monetaria en la era de la incertidumbre. *Cuadernos de Información Económica*, 307, pp. 23-30. <https://www.funcas.es/articulos/el-proximo-reto-del-bce-la-politica-monetaria-en-la-era-de-la-incertidumbre/>
- OCDE. (2026). *Perspectivas económicas de la OCDE: bajo presión*. París: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (junio).
- RO, CH. (2026). La guerra de Irán está agravando la desigualdad mundial. *Forbes* (23 de marzo de 2026). <https://www.forbes.com/sites/christinero/2026/03/23/the-war-against-iran-is-worsening-global-inequality/>
- SMITH, C. (2026). Warsh quiere que la Fed envíe menos señales: eso conlleva riesgos. *The New York Times* (18 de junio.) <https://www.nytimes.com/2026/06/18/business/federal-reserve-warsh-interest-rates.html>

08

María Jesús Fernández
Economista sénior de Funcas



Fortaleza financiera de los hogares y debilidad inversora empresarial en España

La economía española continuó exhibiendo un gran dinamismo en 2025, con un crecimiento del PIB del 2,8 %, por encima de las previsiones al inicio del ejercicio. El mercado de trabajo también continuó creando empleo a un ritmo muy estable y dinámico, con un cierto avance de la productividad por hora trabajada, aunque no de la productividad por ocupado. La inflación ha mostrado una notable resistencia a la baja, situando su media anual en el 2,7 %, solo una décima porcentual por debajo del año anterior, observándose incluso una trayectoria ascendente de la tasa subyacente en la segunda mitad del año. Se mantiene además un diferencial con respecto a la media de la eurozona que refleja tanto el mayor dinamismo de la demanda como, posiblemente, efectos de segunda ronda. Los tipos de interés a un año se situaron en un nivel inferior al del año anterior, mientras que la rentabilidad de la deuda a largo plazo se mantuvo en niveles muy semejantes a los de 2024, sin grandes fluctuaciones, salvo un repunte transitorio en el momento en que la Administración Trump anunció el cambio de política arancelaria.

Los hogares continúan saneando su situación financiera

En este trabajo se analiza la evolución de las cuentas de los hogares y de las empresas no financieras en 2025 a partir de las Cuentas no Financieras de los Sectores Institucionales, estadística elaborada por el INE conforme a la metodología y los conceptos de la Contabilidad Nacional. Antes de analizar las cuentas de los hogares correspondientes a 2025, debemos comentar las revisiones sufridas por las cifras relativas a 2024, que fueron analizadas en Fernández (2025). El crecimiento de la renta disponible bruta (RDB) fue algo inferior al inicialmente publicado (un 7,5 % frente a un 8,7 %). El consumo nominal de los hogares también fue algo menor, así como su ahorro, mientras que su formación bruta de capital (FBC) fue, por el contrario, ligeramente superior. Como resultado de todo ello, la tasa de ahorro anual ascendió al 12,7 % de la RDB, en lugar del 13,6 % inicialmente publicado, y la capacidad de financiación de los hogares fue de un 3,9 % del PIB, ocho décimas porcentuales menor a la anterior estimación. Se trata de revisiones de escasa cuantía que no afectan a las conclusiones ni a los análisis realizados en aquel momento.

En relación ya con las cuentas de 2025 (cuadro 1), las remuneraciones salariales ralentizaron su crecimiento, aunque mantuvieron una tasa elevada, un 7,2 %, fruto de un aumento del empleo del 2,7 % y de la remuneración salarial media por persona del 4,3 %. Las rentas de la propiedad experimentaron una contracción, como consecuencia del descenso de los tipos de interés, que contrarrestó el crecimiento de los ingresos procedentes de dividendos. Los intereses pagados por los hogares también se redujeron como consecuencia, exclusivamente, del descenso del tipo efectivo pagado, puesto que el volumen de deuda nominal aumentó.

En suma, el total de rentas recibidas por las familias españolas ralentizó su avance, mientras que los impuestos sobre la renta y patrimonio pagados aceleraron su tasa de crecimiento, lo que supone un nuevo incremento del tipo impositivo efectivo, como en años anteriores. La ralentización en el crecimiento de las rentas, unido al mantenimiento de la tasa de crecimiento del consumo nominal, ocasionó un descenso de la tasa de ahorro hasta el 12 % de la RDB, nivel que, en cualquier caso, sigue siendo elevado en perspectiva histórica. En torno a las dos terceras partes de dicho ahorro fueron destinadas por los hogares a inversión, la cual creció un 10,1 %. El descenso del ahorro y el aumento de la inversión dieron lugar a una reducción del excedente financiero de los hogares (es decir, de su capacidad de financiación, que equivale a la diferencia entre el ahorro y la inversión) hasta el 2,9 % del PIB.

El total de rentas recibidas por las familias españolas ralentizó su avance, mientras que los impuestos sobre la renta y patrimonio pagados aceleraron su tasa de crecimiento, lo que supone un nuevo incremento del tipo impositivo efectivo

En términos reales y per cápita, la RDB aumentó un 1,4 %, situándose un 5,6 % por encima del nivel de 2019. Se trata de un crecimiento anual modesto en comparación histórica, inferior al registrado en años anteriores y al promedio de la etapa de crecimiento anterior a la pandemia. El consumo real per cápita avanzó un 2,3 %, superando en 2025 por primera vez el nivel previo a 2019 (gráfico 1). La gran diferencia que existe entre la evolución de estas variables en términos nominales totales y en términos reales per cápita con respecto a 2019 es el reflejo, tanto de la elevada inflación del periodo, como del elevado crecimiento demográfico.

Cuadro 1**Cuentas no financieras de los hogares e ISFLSH**

Millones de euros

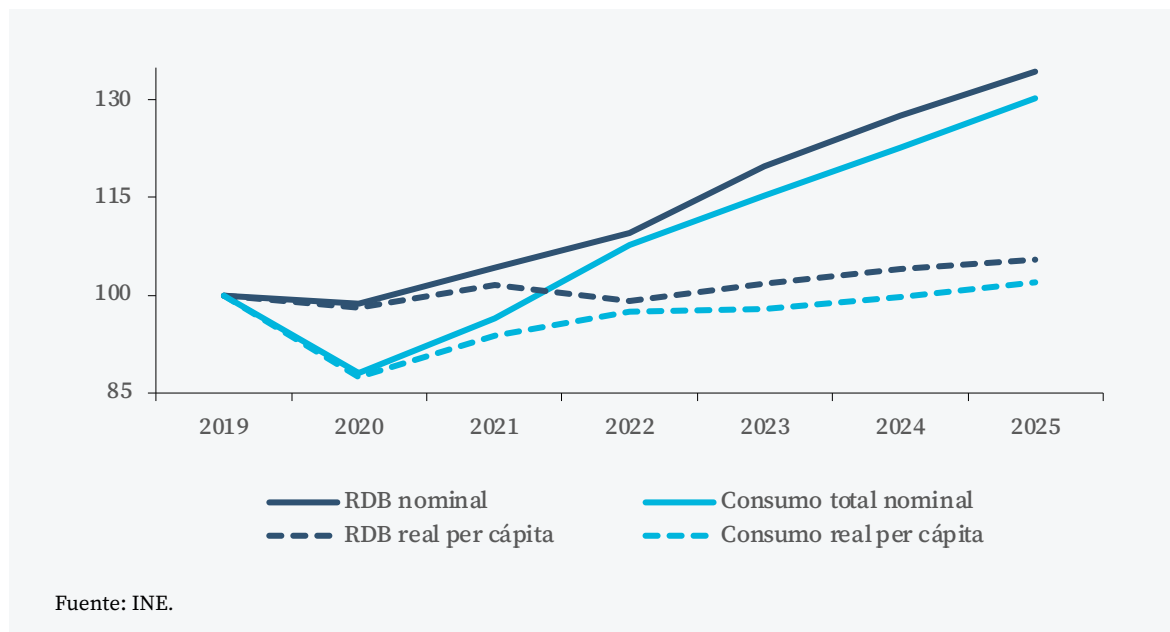
	2019	2024	2025	Variación 2024 sobre 2023 en %	Variación 2025 sobre 2024 en %
Remuneraciones salariales recibidas	588.298	768.983	824.133	7,4	7,2
EBE de los hogares y rentas mixtas	216.984	256.427	269.598	5,5	5,1
Prestaciones sociales	216.361	287.028	304.828	6,2	6,2
Intereses y otras rentas de la propiedad recibidas	51.179	103.510	99.446	21,0	-3,9
Transferencias corrientes recibidas	82.016	117.887	127.729	6,8	8,3
Total rentas recibidas	1.154.838	1.533.835	1.625.734	7,6	6,0
Intereses y otras rentas de la propiedad pagadas	5.719	26.745	24.956	14,8	-6,7
Cotizaciones sociales pagadas	173.473	226.897	240.478	7,1	6,0
Transferencias corrientes pagadas	78.853	111.728	121.810	6,9	9,0
Impuestos sobre la renta y patrimonio	106.219	157.518	174.032	8,5	10,5
Renta disponible bruta	790.574	1.010.947	1.064.458	7,5	5,3
Consumo nominal	720.025	882.611	937.447	6,3	6,2
Ahorro bruto (más transferencias de capital netas)	66.723	134.995	128.349	25,3	-4,9
Formación bruta de capital (FBC)	44.216	72.350	79.685	9,7	10,1
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación (Ahorro bruto menos FBC)	22.507	62.645	48.664	49,8	-22,3
en % del PIB	1,8	3,9	2,9	-	-
Pro memoria:					
Intereses pagados antes de la asignación de los SIMFI	13.992	28.279	27.497	19,5	-2,8
Tasa de ahorro (% de la RDB)	8,6	12,7	12,0	-	-
RDB real per cápita (2019=100)	100,0	104,1	105,6	3,0	1,4
Consumo real per cápita (2019=100)	100,0	99,7	102,0	2,0	2,3
Deuda de los hogares	708.638	696.293	722.828	0,8	3,8
en % de la RDB	89,6	68,9	67,9	-	-

Fuentes: INE y Banco de España.

Gráfico 1

RDB y consumo de los hogares: nominal total y real per cápita

Niveles, 2019=100



En cuanto a la deuda de los hogares, pese a su crecimiento nominal, su ratio sobre la RDB descendió hasta el 67,9 %. El descenso de los tipos de interés permitió que la carga por intereses de la deuda se redujera hasta el 2,6 % de la RDB, aunque sigue por encima de los niveles previos a 2022. Según la Encuesta Financiera de las Familias de 2024 —último año disponible—, el hogar endeudado mediano dedicaba a finales de ese año un 13,4 % de su renta bruta al pago de sus deudas, ligeramente por debajo del 13,9 % de 2022. Por otra parte, el volumen de deuda pendiente representaba, en mediana, el 69,7 % de los ingresos anuales del hogar endeudado en 2024, frente al 77,4 % observado en 2022. Los hogares con ratios superiores a 3 eran de 10,5 % frente a 14,1 % en 2022.

En suma, los hogares, tomados en su conjunto, mantienen una situación financiera saneada, en el sentido de que siguen generando excedentes

financieros, y de que el nivel de endeudamiento y la carga de la deuda son asumibles y con una tendencia decreciente. No obstante, la capacidad adquisitiva per cápita solo ha crecido de forma modesta desde 2019. En torno a la tercera parte del crecimiento de las rentas recibidas por los hogares en términos reales per cápita con respecto a 2019 —que asciende al 10 % antes de descontar pagos por impuestos, cotizaciones e intereses— procede del incremento del empleo, mientras que el crecimiento del salario medio real (medido conforme a la contabilidad nacional y deflactado con el deflactor del consumo) explica en torno al 15 %, porcentaje similar al explicado por el crecimiento real per cápita de las prestaciones, rentas de la propiedad y otras transferencias.

La generación de capacidad de financiación permitió a los hogares adquirir activos financieros por valor de 95.000 millones de euros. La composición de los activos adquiridos en 2025 fue

diferente a la de los dos años anteriores: se redujo la cuantía de los depósitos a plazo y las tenencias de títulos de deuda, y se incrementó la cuantía de los depósitos transferibles, debido, posiblemente, al menor incentivo a poseer activos a corto plazo generadores de intereses por la bajada de su rentabilidad. También se realizaron adquisiciones de participaciones de capital y fondos de inversión en un volumen relativamente elevado en comparación histórica, de forma similar, en este caso, a lo observado en el año anterior (gráfico 2).

El valor de los activos financieros en el balance de los hogares aumentó un 9,3 %, una de las tasas más elevadas de la serie histórica, y sustancialmente superior al valor de las compras de activos realizadas en ese año. Esto se explica por la fuerte revalorización experimentada por las participaciones de capital y fondos de inversión

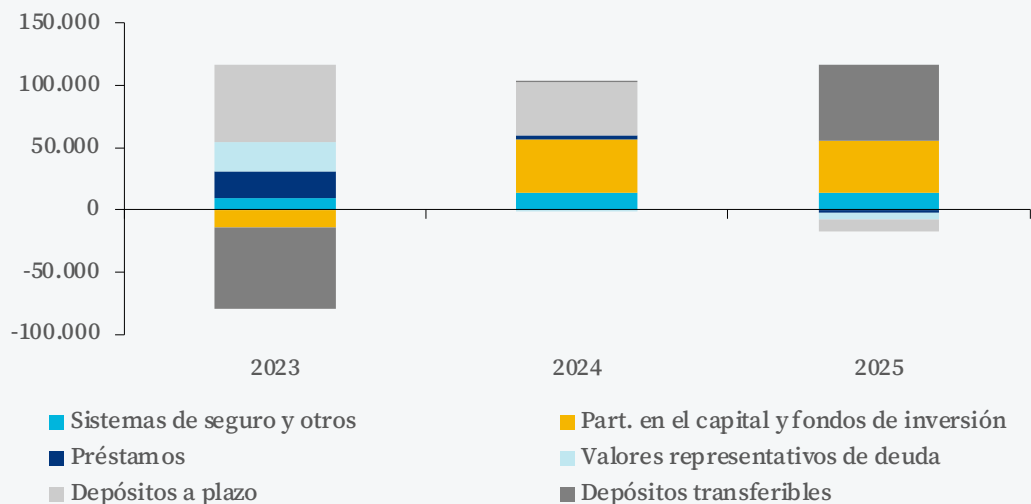
acumulados en su cartera, que elevaron su peso en el balance financiero de los hogares hasta el máximo histórico del 49 %. El fuerte crecimiento del patrimonio financiero de los hogares tiene relevancia en cuanto a que podría ejercer un efecto riqueza que ayudaría a sostener el consumo en el contexto de incertidumbre que caracteriza el entorno en 2026.

El valor de los activos financieros en el balance de los hogares aumentó un 9,3 %, una de las tasas más elevadas de la serie histórica, y sustancialmente superior al valor de las compras de activos realizadas en ese año. Esto se explica por la fuerte revalorización experimentada por las participaciones de capital y fondos de inversión

Gráfico 2

Adquisiciones de activos financieros por parte de los hogares

Millones de euros



Fuente: Banco de España.

Cuadro 2**Cuentas no financieras de las sociedades no financieras**

Millones de euros

	2019	2024	2025	Variación 2024 sobre 2023 en %	Variación 2025 sobre 2024 en %
Valor añadido bruto	660.077	835.386	888.136	6,3	6,3
Remuneración de los asalariados	382.015	504.526	544.967	7,9	8,0
Excedente bruto de explotación (EBE)	274.131	326.205	339.387	3,7	4,0
EBE/VAB (en %)	41,5	39,0	38,2	–	–
Intereses y dividendos recibidos, y otras rentas netas	51.516	82.969	79.996	21,2	-3,6
Intereses pagados	11.107	43.294	34.876	21,1	-19,4
Renta empresarial	314.540	365.880	384.507	5,3	5,1
Impuestos sobre la renta pagados	18.577	32.381	37.935	-0,8	17,2
Otras rentas netas	-9.683	-12.968	-13.614	3,5	5,0
Renta empresarial después del pago de impuestos	286.280	320.531	332.958	6,1	3,9
Dividendos pagados	84.813	93.515	100.130	15,0	7,1
Renta disponible bruta	201.467	227.016	232.828	2,8	2,6
Formación bruta de capital	188.119	213.170	222.895	7,5	4,6
Transferencias de capital netas	2.947	11.658	10.554	77,0	-9,5
Capacidad (+) o necesidad (-) de financiación	16.295	25.504	20.487	-12,4	-19,7
en % del PIB					
Pro memoria:					
Intereses pagados antes de la asignación de los SIMFI	18.378	48.677	39.207	22,3	-19,5
Deuda consolidada de las sociedades no financieras	948.051	1.047.531	1.055.606	2,7	0,8
en % del PIB	99,4	86,0	81,3	–	–

Fuentes: INE y Banco de España.

Las sociedades no financieras siguen acumulando un déficit de inversión

Las cuentas de las sociedades no financieras correspondientes a 2024 también han sido revisadas, sufriendo en este caso algunos cambios más significativos con respecto a las inicialmente publicadas y comentadas en Fernández (2025). Así, las cifras anteriores apuntaban a una caída del excedente bruto de explotación (EBE) y de la renta empresarial, pero las cifras revisadas, sin embargo, indican un crecimiento, aunque moderado, de ambos agregados. También la FBCF creció algo más de lo inicialmente estimado, y la capacidad de financiación del sector fue del 1,6 % del PIB, en lugar del 0,9 %. Se mantiene, no obstante, la conclusión en cuanto a la tendencia descendente de la ratio del EBE generado por las sociedades no financieras sobre su VAB, que en 2024 fue del 39 %, frente al 41,5 % en 2019.

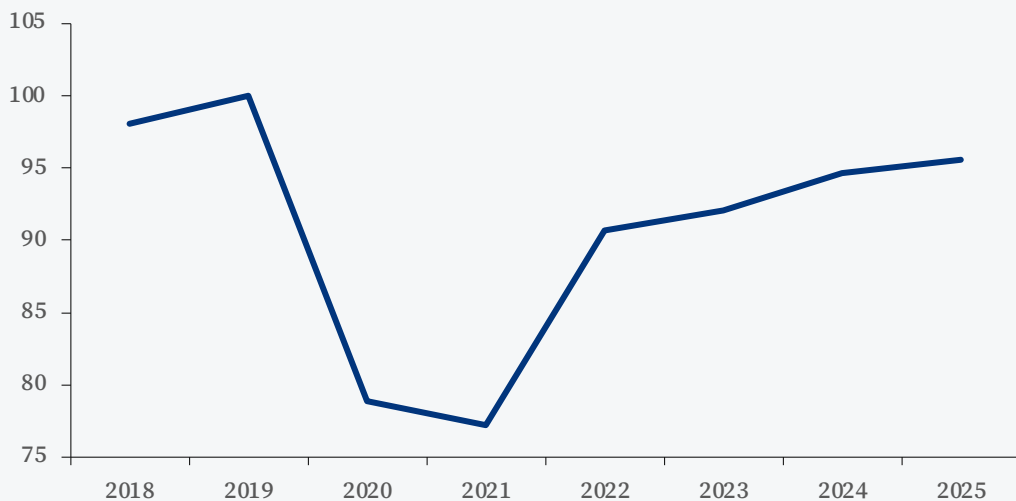
Con respecto a 2025, el EBE creció un 4 %, pese a lo cual la ratio EBE/VAB continuó descendiendo, hasta el 38,2 % (cuadro 2). Al igual que los hogares, las sociedades no financieras redujeron en 2025 sus pagos por intereses gracias al descenso de tipos. La renta empresarial moderó su ritmo de crecimiento, especialmente tras el pago de impuestos, y mantiene el tono de crecimiento débil en términos reales que ha presentado durante todo el periodo pospandemia, por debajo de las tasas registradas en anteriores etapas expansivas. De hecho, en términos reales, aún no ha recuperado el nivel de 2019 (gráfico 3). En consonancia con lo anterior, los dividendos repartidos, que en el año anterior superaron por primera vez el nivel nominal prepandemia, siguieron creciendo en 2025, aunque en términos reales continúan situándose por debajo de 2019.

Las empresas aumentaron su inversión (FBCF) en 2025, pero esta aún fue un 3,3 % inferior en

Gráfico 3

Renta empresarial después de impuestos en términos reales

Niveles, 2019=100

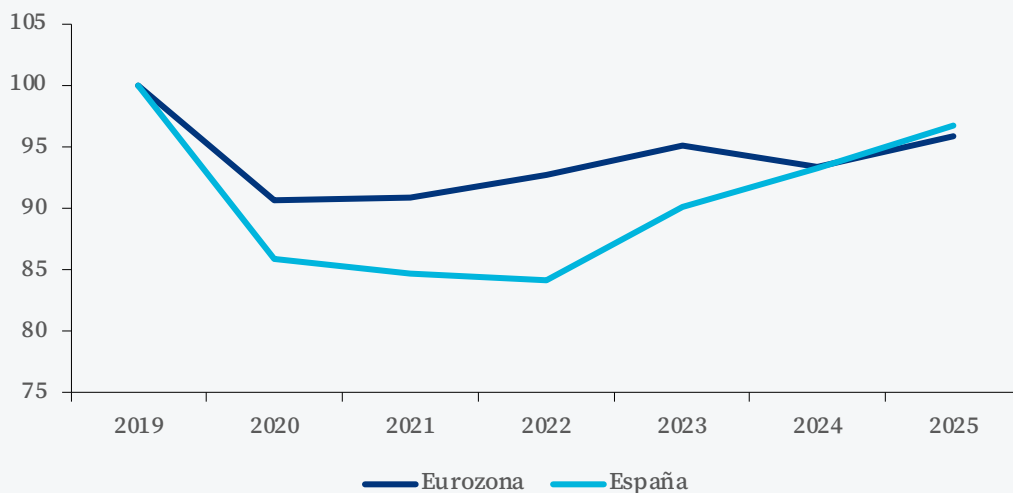


Fuente: Funcas a partir de datos del INE.

Gráfico 4

FBCF de las sociedades no financieras en términos reales

Niveles, 2019=100



Fuente: Funcas a partir de datos de Eurostat (serie deflactada con el deflactor de la FBCF).

términos reales a la realizada en 2019. La debilidad de la inversión empresarial durante todo el periodo posterior a 2019 —cuestión analizada en Fernández (2025)— es común al conjunto de la eurozona, donde la comparación de 2025 con respecto a 2019 ofrece una caída muy semejante. No obstante, entre 2020 y 2023 el nivel en la eurozona fue más elevado que en España (gráfico 4), lo que implica una acumulación de capital en el conjunto del periodo relativamente mayor. Es más, dado el fuerte crecimiento del empleo en España, la inversión por persona ocupada, que ha caído en ambas áreas, lo ha hecho con más intensidad en nuestro país (gráfico 5), de modo que el déficit de inversión acumulado en comparación con la eurozona ha seguido creciendo.

Finalmente, las sociedades no financieras volvieron a generar una capacidad de financiación positiva, puesto que su ahorro fue superior a su inversión, como ha sucedido de forma

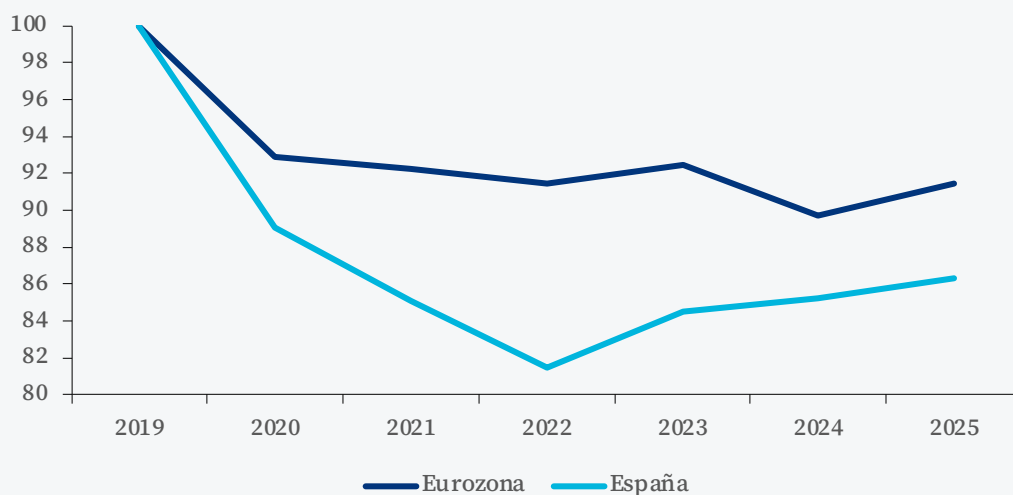
Las empresas aumentaron su inversión (FBCF) en 2025, pero esta aún fue un 3,3 % inferior en términos reales a la realizada en 2019

ininterrumpida desde 2009. Su cuantía ascendió a unos 20.500 millones de euros, un 1,2 % del PIB. Con dicho remanente realizaron adquisiciones de activos financieros, aunque también elevaron sus pasivos, si bien ello no impidió el descenso de la ratio de deuda consolidada con respecto al PIB y también con respecto al EBE. Al igual que en el caso de los hogares, el valor de los activos financieros de las sociedades no financieras creció a la tasa más elevada de los últimos 19 años —un 10,5 %—, lo que incrementa su solidez financiera y eleva su capacidad de resistencia ante situaciones imprevistas.

Gráfico 5

FBCF de las sociedades no financieras en términos reales, por persona ocupada(*)

Niveles, 2019=100



(*) Por persona ocupada según EPA en el sector privado no financiero.

Fuente: Funcas a partir de datos de Eurostat.

Conclusiones

A partir de 2022, cuando el PIB recuperó el nivel previo a la pandemia, la economía española se ha situado en una fase de crecimiento muy estable y dinámica pese a los sucesivos *shocks*, con unas características específicas que la diferencian de otras etapas de crecimiento. Entre estas cabe destacar las relativas al comportamiento de las cuentas de hogares y sociedades no financieras, cuyo patrón se ha mantenido prácticamente sin cambios en 2025. En el caso de los hogares dichos rasgos son: crecimiento de la renta disponible, de magnitud intensa en términos nominales,

aunque modesta en términos reales y per cápita —debiéndose su incremento fundamentalmente al aumento del empleo—; elevada tasa de ahorro, generación de excedentes financieros sólidos, aumento de la inversión, una carga de la deuda asumible y decreciente, y reducido nivel de vulnerabilidad financiera (en general y en términos macroeconómicos).

En cuanto a las empresas no financieras, los elementos que han caracterizado su evolución han sido: reducido crecimiento de sus resultados, que aún no superan en términos reales a los de 2019, caída de la ratio del EBE sobre el VAB, pero, al mismo tiempo, generación de excedentes financieros que,

unidos a la reducción de la tasa de endeudamiento y, ya en 2025, al incremento del valor de sus activos financieros, les dota

de margen para absorber *shocks*, aunque su nivel de inversión se sitúa en niveles preocupantemente reducidos.

Referencias

- BANCO DE ESPAÑA. (2025). *Informe de estabilidad financiera. Otoño 2025*. https://www.bde.es/f/webbe/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/InformesEstabilidadFinanciera/25/IEF_2025_2_Rec2_1.pdf
- BANCO DE ESPAÑA. (2026). *Encuesta financiera de las familias (EFF) 2024: métodos, resultados y cambios desde 2022*. Abril 2026. <https://doi.org/10.53479/43025>
- FERNÁNDEZ SÁNCHEZ, M. J. (2025). Las cuentas de los hogares y las empresas no financieras en 2024. *Cuadernos de Información Económica*, 307 (julio-agosto). <https://www.funcas.es/articulos/las-cuentas-de-los-hogares-y-de-las-empresas-no-financieras-en-2024/>

09

Marta Alborni, Laura Ciriza, María Rodríguez
AFI, Analistas Financieros Internacionales



La diversificación por segmentos y la vinculación del cliente, factores clave en la rentabilidad de la cartera crediticia

En un entorno de progresiva estabilización de los márgenes y de incipiente reactivación del crédito en el sector bancario español, este artículo analiza cómo la rentabilidad de la cartera crediticia se ve favorablemente afectada por dos factores, como son la diversificación por segmentos y la intensidad de la vinculación del cliente. El análisis permite identificar hasta qué punto una mayor diversificación contribuye a unos mayores niveles de rentabilidad y a sostener la capacidad de generación de ingresos. También se pone de manifiesto la creciente relevancia de la vinculación del cliente como elemento complementario para la generación de rentabilidad. En este sentido, la comercialización de productos financieros y no financieros asociados a este producto emerge como un factor diferencial en las estrategias de las entidades, al permitir maximizar el valor del cliente más allá del puro margen estrictamente de la operación, que en muchos casos no compensaría el coste de oportunidad frente a la inversión en deuda pública.

Introducción

Tras el intenso proceso de recuperación de márgenes que vivió el sector bancario español al calor de la subida de tipos de interés entre 2022 y 2024, su progresiva estabilización posterior abre una fase de normalización en la que la rentabilidad ya no podrá apoyarse en la expansión del margen de intereses por el efecto de los tipos. En paralelo, el crédito muestra signos incipientes de reactivación, en un entorno macroeconómico que, no obstante, permanece condicionado por focos de incertidumbre como los potenciales efectos derivados del conflicto en Oriente Medio.

En este contexto, la atención de las entidades se desplaza progresivamente hacia la preservación de la rentabilidad y la activación de las palancas que permiten sostenerla de manera recurrente. Ante la incertidumbre y la presión competitiva del mercado, resulta especialmente pertinente preguntarse en qué medida la diversificación del balance y, en particular, de la cartera crediticia constituye una palanca clave para explicar las diferencias de rentabilidad entre entidades y, allí donde el recorrido de la rentabilidad es más limitado, en qué medida la palanca de actuación se está focalizando en la construcción de una relación de largo plazo con el cliente que abra la oportunidad de alcanzar los niveles de rentabilidad objetivo.

Diversificación como palanca de rentabilidad de la cartera crediticia

Como punto de partida del estudio, resulta interesante analizar en qué medida, la composición de los activos que las entidades presentan en su balance es un elemento condicionante de la rentabilidad, estimando una posible relación entre el mayor protagonismo de la actividad crediticia frente a la actividad mayorista como un

elemento determinante previo a la composición de la propia cartera de crédito. Para que este análisis resulte ilustrativo, se ha tomado como referencia una muestra de entidades que incluye tanto entidades significativas (*significant institutions*, SI) con un modelo de negocio más diversificado, tanto en términos de geografías como de líneas de actividad, como entidades menos significativas (*less significant institutions*, LSI), en términos generales, con un negocio más localizado geográficamente y con mayor foco en la actividad esencial de intermediación financiera.

|
*Parece confirmarse el papel central de la
cartera crediticia como principal palanca
de generación de ingresos financieros
recurrentes*
|

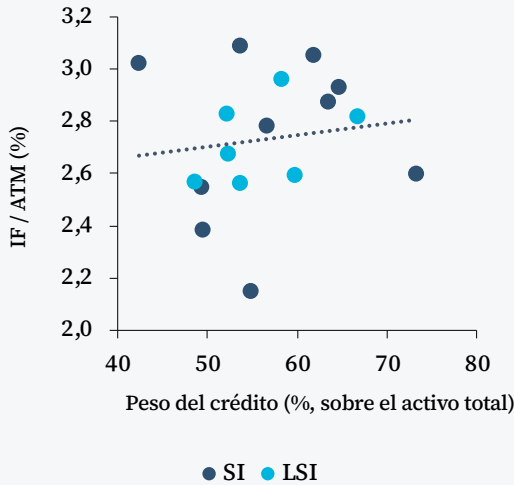
Atendiendo al análisis de la estructura del activo reflejado en los gráficos 1a y 1b, parece confirmarse el papel central de la cartera crediticia como principal palanca de generación de ingresos financieros recurrentes. En este sentido, con datos a cierre de 2025, las entidades con un mayor peso relativo del crédito sobre el activo total han tendido a presentar una mayor rentabilidad de los ingresos financieros sobre los activos totales medios. Frente a ello, se observa en el gráfico 1b cómo el mayor peso de otros activos rentables, como la cartera de renta fija o el interbancario activo (representativo en la mayoría de los casos del exceso de liquidez de las entidades), muestra una relación negativa con la rentabilidad de los ingresos financieros. Esta relación resulta coherente con el protagonismo que dentro de estas carteras tienen las inversiones en deuda pública, cuya rentabilidad se encuentra condicionada por una menor asunción de riesgo.

En todo caso, la aportación de rentabilidad por las carteras de deuda pública puede presentar

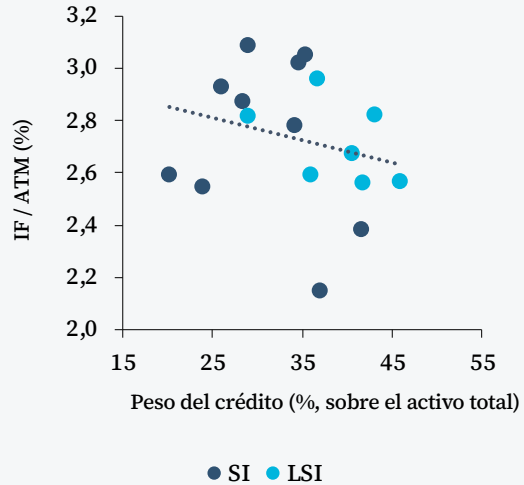
Gráfico 1

Ingresos financieros, peso del crédito en balance y peso del resto de activos rentables (2025)

a. Relación entre ingresos financieros y peso del crédito en balance



b. Relación entre ingresos financieros y peso del resto de activos rentables*



(*) Resto de activos rentables = Volumen de renta fija e interbancario activo en balance

Fuente: Afi a partir de Banco de España.

diferencias significativas entre entidades, en la medida en que aquellas que hayan tenido oportunidad de realizar nuevas inversiones o reinvertir vencimientos en el periodo de tipos de interés más elevados desde mediados de 2022 presentarán mayor rentabilidad de esta cartera frente a otras entidades que aún arrastren inversiones menos rentables de periodos anteriores. Con todo ello, este comportamiento sugiere que, aunque estos activos cumplen una función relevante en términos de gestión de liquidez, diversificación del balance y optimización del perfil de riesgo y capital, su contribución a la generación de ingresos financieros resulta, en términos relativos, inferior a la del crédito.

Más allá de la mayor rentabilidad que genera la actividad crediticia, el efecto positivo del crédito sobre la generación de ingresos financieros no es homogéneo entre entidades. Esto se debe a que la rentabilidad de la cartera crediticia se encuentra condicionada de forma relevante por el tipo de financiación concedida, lo que convierte la composición de la propia cartera, es decir, su diversificación, en una variable determinante para explicar las diferencias de rentabilidad entre entidades.

Para medir este grado de diversificación de la cartera crediticia, se ha elaborado un índice sintético calculado como la inversa del índice

de Herfindahl-Hirschman (HHI)¹, ampliamente utilizado como medida de concentración, de tal manera que, al transformar un indicador de concentración en su inversa, el resultado puede interpretarse como una medida de diversificación. Para su cálculo, se parte del peso relativo de cada segmento de crédito sobre el total de la cartera, de acuerdo con el desglose reportado por las entidades de la muestra en sus cuentas anuales. Al calcularse la inversa del HHI, el indicador pasa a interpretarse en términos de diversificación, de modo que un valor más elevado se asocia con una distribución más equilibrada del crédito entre segmentos, mientras que un valor más reducido refleja una mayor concentración en el segmento principal. Atendiendo a la realidad del sector bancario español y, especialmente, de las entidades consideradas en el análisis, una menor diversificación de la cartera (es decir, un menor valor del índice) se corresponde con un peso elevado del segmento de crédito hipotecario, mientras que una mayor diversificación (es decir, un mayor valor del índice) se corresponde con una mayor presencia de los otros dos segmentos: empresas y consumo y otros fines.

La comparación entre el índice de diversificación de la cartera y la rentabilidad de esta (gráfico 2) evidencia que la diversificación es una palanca clave de rentabilidad de los ingresos. En este sentido, se puede observar cómo entidades con un menor grado de diversificación por su mayor posicionamiento en crédito hipotecario, presentan una menor rentabilidad del crédito. Este comportamiento refleja la menor rentabilidad relativa de este segmento, asociada a su carácter más estandarizado, su menor nivel de

riesgo, y la elevada presión competitiva observada en el mercado en el periodo más reciente.

En contraste, un mayor grado de diversificación de la cartera asociado a un mayor sesgo hacia segmentos como empresas, consumo y otros fines genera una relación positiva con la rentabilidad del crédito. Esta mayor rentabilidad de los ingresos no resulta casual, sino que está vinculada a operaciones con mayor componente de riesgo, mayor sensibilidad al ciclo económico y menor volumen de garantías, entre otros factores que están condicionando la determinación del *pricing* y, consecuentemente, la capacidad de generación de ingresos de estos segmentos.

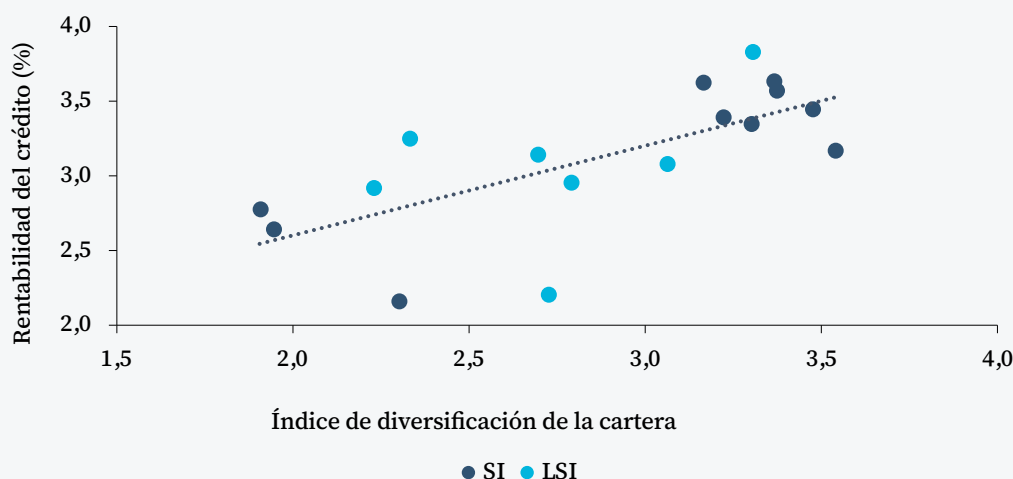
En todo caso, la diversificación hacia carteras como empresas, consumo u otros fines puede reforzar la generación de ingresos financieros y elevar la rentabilidad media del crédito, pero también implica, generalmente, una dedicación en términos de gastos de explotación más intensa frente a segmentos o productos más estandarizados, así como una mayor exposición al riesgo de crédito.

|
*La diversificación hacia carteras
como empresas, consumo u otros fines
puede reforzar la generación de ingresos
financieros y elevar la rentabilidad
media del crédito*
|

En consecuencia, la diversificación por segmentos debe analizarse no solo desde la óptica de los ingresos financieros asociados a la actividad crediticia, sino también desde la capacidad para

1 El índice de Herfindahl-Hirschman mide el grado de concentración de un mercado sumando el cuadrado de las cuotas de mercado de todas las empresas que operan en él; cuanto mayor es su valor, menor es la competencia existente. Es utilizado habitualmente por autoridades reguladoras y de competencia para evaluar el impacto de fusiones y adquisiciones sobre la estructura competitiva de un sector.

Gráfico 2

Relación entre la rentabilidad del crédito y grado de diversificación de la cartera crediticia (2025)

Fuentes: Afi a partir de Banco de España y de la información disponible de entidades.

generar rentabilidad total para las entidades. En este contexto, resulta interesante analizar en qué medida la mayor diversificación de la cartera crediticia permite generar unos mayores niveles de rentabilidad o si, en su caso, afecta a la variabilidad de dicha rentabilidad.

A efectos de comprobar si existe alguna relación en este sentido, se ha desarrollado un análisis econométrico que permite relacionar la diversificación de la cartera de crédito por segmentos de una muestra de entidades y la rentabilidad, medida a través de la rentabilidad de los recursos propios (ROE). Dicha relación se analiza desde una doble perspectiva: por un lado, evaluando la posible relación con los niveles de ROE medio alcanzados en un determinado periodo y, por otro lado, evaluando la potencial relación con la variabilidad de este indicador de rentabilidad en diferentes periodos del ciclo.

Los resultados de este análisis ponen de manifiesto cómo en escenarios de deterioro brusco, como el generado por la COVID entre los años 2020 y 2021, una cartera más diversificada, entendida como una cartera con mayor peso del crédito a empresas y consumo, muestra una mayor sensibilidad al ciclo económico, elevando las necesidades de provisiones y presionando la rentabilidad final, registrando mayores oscilaciones en este indicador y, consecuentemente, alcanzando menores niveles de ROE que entidades menos diversificadas. En contraste, en fases de ciclo favorable, como la vivida desde 2022, se observa cómo la diversificación de la cartera permite alcanzar niveles superiores de ROE, beneficiándose de mayores diferenciales, una capacidad de reprecio superior atendiendo al vencimiento medio más reducido de estos segmentos y una normalización del coste del riesgo en un entorno favorable del ciclo.

Con todo ello, se puede concluir que la diversificación por segmentos, más allá de reforzar la capacidad de generación de ingresos recurrentes, permite reforzar la generación de rentabilidad total en entornos expansivos, pero al mismo tiempo incrementa la prociclicidad de la cuenta de resultados ante episodios de estrés.

Vinculación del cliente como vía para capturar rentabilidad más allá del margen financiero

Las conclusiones anteriores sitúan la diversificación, frente a una excesiva concentración en el segmento hipotecario, como una palanca de rentabilidad de primer orden. Ahora bien, dada la importancia de ese segmento hipotecario en el balance de la banca española, y su menor rentabilidad directa, estas mismas conclusiones ponen de manifiesto la relevancia que adquiere una segunda palanca complementaria: la vinculación del cliente, entendida como la vía para reforzar la rentabilidad de este segmento más allá del margen de la propia financiación.

Esta palanca complementaria resulta crítica tanto en el segmento de negocios y empresas como en el de particulares. En el primero, se pone de manifiesto en una tendencia clara en el sector hacia la generación de ecosistemas de productos y servicios que ofrezcan una cobertura integral a las necesidades de una empresa o un profesional, incluso más allá del ámbito estrictamente financiero. En el segundo, su relevancia se hace especialmente evidente en un contexto de mercado en el que la presión competitiva comprime el margen de las operaciones de activo. De esta forma, la relación de largo plazo que se establece a través de la operación hipotecaria abre una clara oportunidad de profundizar progresivamente en la relación con el cliente más allá de la propia operación, donde

el objetivo es convertirse en la entidad de referencia en cada una de las necesidades financieras a lo largo de los distintos momentos vitales.

|
La relación de largo plazo que se establece a través de la operación hipotecaria abre una clara oportunidad de profundizar progresivamente en la relación con el cliente más allá de la propia operación
|

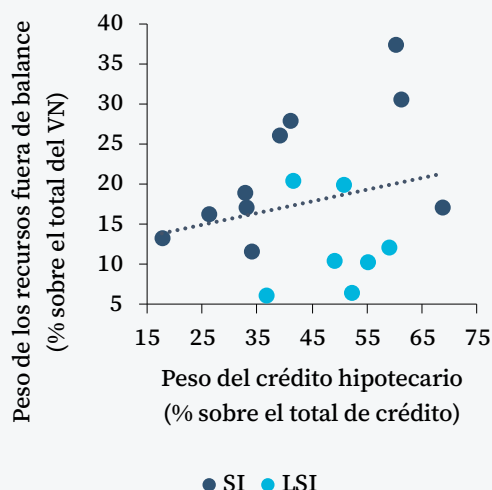
En el segmento hipotecario, tradicionalmente, la vinculación del cliente se persigue desde el momento inicial, a través de las cestas de productos que acompañan la contratación de la operación y que se asocian a una potencial bonificación en el tipo de concesión, siempre apalancado a que el cliente valore su conveniencia. La realidad del mercado en el momento actual, que se evidencia a través de ofertas públicas disponibles de las principales entidades del sector en España, pone de manifiesto cómo esta vinculación inicial suele tener el foco en la vinculación del cliente a través de la operativa transaccional (domiciliación de nómina, recibos y uso de tarjetas) y que se complementa en gran parte de los casos con productos de seguro, como el propio seguro del hogar, vida o salud. Adicionalmente, algunas entidades complementan esta cesta de productos con fondos de inversión y planes de pensiones, incorporándose de forma más reciente y, en casos puntuales, incluso con servicios relacionados como la gestión discrecional de carteras.

Esta relación entre el negocio hipotecario y la comercialización de productos fuera de balance se puede inferir a través del gráfico 3a, en el cual se observa una clara relación positiva entre el crédito hipotecario y el volumen de negocio fuera de balance. Esto permite demostrar cómo el valor del cliente para la entidad puede

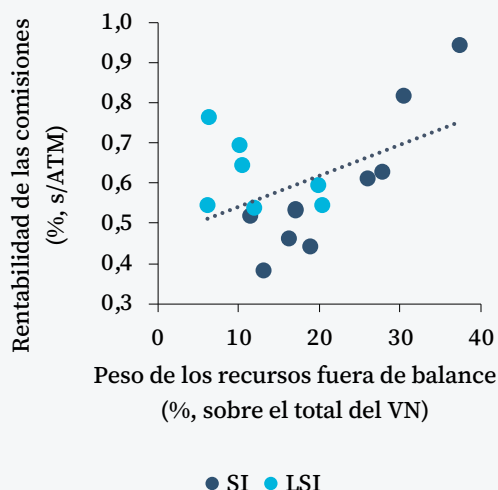
Gráfico 3

Peso del crédito hipotecario, rentabilidad de las comisiones y recursos fuera de balance (2025)

a. Relación entre el peso de crédito hipotecario y los recursos fuera de balance (*)



b. Relación entre la rentabilidad de las comisiones y los recursos fuera de balance (*)



(*) Recursos fuera de balance incluyen fondos de inversión, planes de pensiones y seguros.

Fuente: Afi a partir de la información disponible de entidades.

ampliarse, más allá de la rentabilidad obtenida por la hipoteca gracias a una mayor profundidad en la vinculación. Como se puede apreciar en el gráfico 3b, este mayor protagonismo del negocio fuera de balance, generalmente, lleva asociada una mayor rentabilidad de los ingresos por comisiones y, por tanto, permitiría compensar la menor rentabilidad de los ingresos financieros a través de otros ingresos recurrentes.

En todo caso, cabe mencionar que en muchos casos y, dado el entorno altamente competitivo que se encuentra en el mercado hipotecario en España, la rentabilidad inmediata conseguida a través de esta vinculación inicial de los clientes

resulta muy ajustada, cuando no insuficiente, en contraste con otras alternativas de inversión, situándose en niveles inferiores a la rentabilidad objetivo marcada por las propias entidades. Por tanto, esa vinculación del cliente debe reforzarse a lo largo de la vida de la operación, lo que implica una gestión muy personalizada y proactiva para convertir las necesidades financieras a medio y largo plazo del cliente en la palanca de vinculación fundamental con la entidad.

En este sentido, se identifica una tendencia creciente en el sector en el que se apuesta por el desarrollo de metodologías analíticas que permitan estimar la vinculación potencial de un cliente a

lo largo de la vida y, consecuentemente, permiten valorar su rentabilidad potencial en función del perfil. El uso de estas metodologías permite evidenciar el cambio que se ha producido, donde se ha pasado de la rentabilidad individual del producto a la rentabilidad global del cliente. De esta forma, las entidades generan valor desde

una perspectiva complementaria de negocio y financiera, en la medida en que se vincula la proactividad comercial con un mayor conocimiento de las necesidades del cliente, según su perfil y momento vital, con los objetivos de rentabilidad establecidos a nivel cliente a partir de un adecuado *mix* de productos.

Conclusión

El análisis desarrollado permite concluir que la sostenibilidad de la rentabilidad en el contexto actual de agotamiento del efecto tipos descansa sobre dos palancas que, lejos de ser excluyentes, operan de forma complementaria: diversificación y vinculación.

La clave para las entidades reside, por tanto, en la combinación adecuada de ambas dimensiones en base a su modelo de negocio: optimizar la composición de la cartera desde la perspectiva de la rentabilidad potencial de cada operación y, al mismo tiempo, maximizar el valor integral

|
*La sostenibilidad de la rentabilidad
en el contexto actual de agotamiento
del efecto tipos descansa sobre dos
palancas que, lejos de ser excluyentes,
operan de forma complementaria:
diversificación y vinculación*
|

del cliente a lo largo de toda su relación con la entidad. En este equilibrio se enmarca la tendencia, cada vez más extendida en el sector, de evolucionar hacia la rentabilidad global del cliente, apoyada en el desarrollo de las capacidades analíticas y el uso de la información de gestión como base para la toma de decisiones.

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 188. La huella del género: empleo, familia y decisiones (diferentes caminos y más barreras)

PANORAMA SOCIAL

N.º 43. Formación y consolidación de parejas: un proceso social

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 312. Impacto económico de la inteligencia artificial

SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 15, N.º 3 (2026). The uneven age of artificial intelligence

PAPELES DE ENERGÍA

N.º 32. Abril (2026). Tecnologías de almacenamiento energético

ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

N.º 113. Los límites de la inmigración para el ajuste demográfico en España.
Héctor Cebolla Boado y María Miyar Bustos

LIBROS

El impacto de los fondos Next Generation en la economía española (versión preliminar).
M. Á. González Simón, G. López y R. Borja

Precio de las publicaciones. Año 2026

	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