16 abril 2025

Ciclo económico y precio de la vivienda en España

José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri, Vicente Pallardó y Camilo Ulloa

Mensajes principales

- La economía española cerró **2025 con un crecimiento del PIB del 2,8%,** manteniendo un **tono expansivo sólido, más moderado que en 2024, y apoyado principalmente en la demanda nacional, que aportó 3,6 pp al crecimiento total.**
- **El PIB por persona en edad de trabajar** (PIB por PET) **se situó en 4T2025 0,5 pp por encima de su tendencia,** y se confirma la recuperación del crecimiento potencial histórico de la economía española, en el entorno del 1% anual.
- En los últimos trimestres de 2025, el crecimiento del PIB por PET ha venido **explicado fundamentalmente por perturbaciones de demanda, ya que en 4T2025 los shocks de oferta restaron en torno a 2,1 pp al crecimiento interanual,** frente a una contribución positiva de 2,6 pp de la demanda agregada.
- Dentro de las perturbaciones de oferta **destaca el efecto contractivo del capital residencial (-1,3 pp),** los márgenes de precios (-0,7 pp), la PTF (-0,5 pp) y la imposición sobre trabajo y capital.
- **Los shocks de consumo y demanda de vivienda fueron el principal motor del crecimiento del PIB por PET en 4T2025,** con una contribución de 2,1 pp, a la que se sumaron el crédito bancario (0,6 pp), impulsado sobre todo por el crédito a empresas, y el gasto público (0,5 pp), mientras que **la política monetaria restó alrededor de 0,8 pp.**
- El **mercado laboral sigue beneficiándose de la fase expansiva del ciclo,** con una tasa de desempleo relativamente baja en perspectiva histórica española y una tasa de vacantes elevada, aunque el comportamiento reciente apunta más a una estabilización de las tensiones laborales que a una nueva aceleración.
- Los datos más recientes combinan una tasa de paro relativamente reducida con una participación salarial elevada, **sin señales de deterioro del peso de las rentas del trabajo.**
- El **precio relativo de la vivienda** ha entrado en una nueva fase de intenso aumento, tras la corrección posterior a la Gran Recesión, y **en 2025 alcanza tasas cercanas al 9%,** configurándose como uno de los fenómenos macroeconómicos más relevantes del actual ciclo expansivo.

- **El encarecimiento reciente de la vivienda responde a la combinación de demanda robusta y oferta insuficiente,** con un **rasgo diferencial respecto al ciclo previo a 2008: el principal cuello de botella se localiza en el capital residencial, mientras que el crédito no está actuando como factor de encarecimiento** del precio de la vivienda.
- **La inversión en vivienda por persona en edad de trabajar** se mantuvo durante varios años por debajo del nivel prepandemia y **solo lo superó ligeramente al final de 2025,** lo que **refuerza la idea de que una parte sustancial del ajuste debe venir por el lado de la oferta, aumentando la elasticidad del stock residencial y la eficiencia con la que la inversión se transforma en vivienda disponible.**
- La **demanda de vivienda en España** sigue encontrando apoyo en unos fundamentos financieros relativamente favorables, con una **relación entre coste de la vivienda y renta disponible claramente más contenida que en el tramo final del *boom* anterior, y con un endeudamiento de los hogares inferior al promedio de la UE8.**
- Por el lado de la oferta, la **construcción residencial sigue siendo insuficiente** para absorber la presión de la demanda, especialmente en un contexto de fuerte aumento de la población, **lo que ayuda a explicar que, frente al leve descenso de los precios en la UE8 desde 2022, en España el precio de la vivienda haya crecido a un ritmo medio anual del 7,5% en el último trienio.**

1. Introducción

En esta edición del Observatorio del Ciclo se aborda el estudio de los determinantes del ciclo económico en España, con la información completa **hasta el último trimestre de 2025**. Para ello, utilizamos una descomposición de *shocks* a partir del modelo macroeconómico EREMS (véase Boscá et al. 2020). Diversas instituciones internacionales como, por ejemplo, la Comisión Europea (véase Kollmann et al., 2016, o Albonico et al., 2017) disponen de herramientas similares para la eurozona y EE. UU.

La economía española cerró 2025 con un crecimiento del PIB del 2,8%, consolidando un comportamiento robusto. Aunque supone una moderación de siete décimas respecto al 3,5% registrado en 2024, el crecimiento se mantuvo fuerte, impulsado principalmente por la demanda interna, que aportó 3,6 puntos porcentuales (pp). Sin embargo, esta imagen tan positiva se ve matizada cuando se consideran otros aspectos que cada vez son más predominantes en el debate público, por sus implicaciones sobre el bienestar y las perspectivas de vida futura, sobre todo, de las generaciones más jóvenes, como lo es la accesibilidad a la vivienda.

En esta edición del Observatorio, aparte de las secciones habituales, **ponemos el foco en analizar la evolución en España del precio relativo de la vivienda, respecto al deflactor del consumo privado.** El intenso crecimiento de los últimos años del precio relativo de la vivienda aconseja distinguir entre factores de demanda, factores de oferta y perturbaciones financieras, así como interpretar esa dinámica en términos de equilibrio general y no solo

desde una óptica parcial. Como veremos, **la evolución del crecimiento del precio relativo de la vivienda** refleja con nitidez tres grandes etapas. La primera corresponde al **auge inmobiliario de finales de los noventa y de la primera mitad de los dos mil.** La segunda etapa abarca la **corrección posterior a la crisis financiera y a la crisis de deuda soberana.** La tercera fase, iniciada tras el ajuste del sector y claramente intensificada **desde 2022, muestra una aceleración muy marcada del precio relativo de la vivienda.**

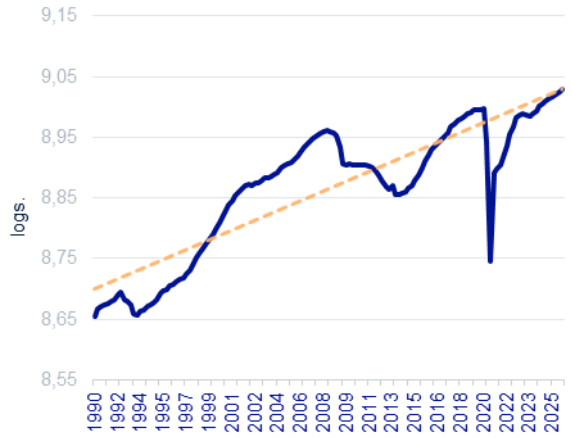
La novedad del episodio actual frente al ciclo previo a 2008 reside en que el **principal cuello de botella parece localizarse en la capacidad de acumulación de capital residencial, especialmente cuando esta se mide en términos por persona en edad de trabajar. La inversión en vivienda, aunque se ha recuperado, solo recientemente ha superado el nivel prepandemia por PET, lo que indica que durante buena parte del período no ha compensado el fuerte crecimiento de la población.** El resultado es una presión persistente sobre el precio relativo de la vivienda, cuya corrección duradera exige actuar sobre los determinantes estructurales de la oferta además de vigilar la evolución de la demanda y las condiciones financieras.

La comparación internacional apunta a varios factores que sostienen la demanda de vivienda en España. Por un lado, la relación entre el coste de la vivienda y la renta disponible de los hogares sigue siendo claramente más favorable que en el tramo final del boom inmobiliario anterior. Además, la fuerte reducción del endeudamiento de las familias, que ha pasado de situarse por encima a claramente por debajo del promedio de la UE8, refuerza esa demanda. Por el lado de la oferta, sin embargo, el esfuerzo en construcción residencial sigue siendo insuficiente para absorber la presión de la demanda, especialmente en un contexto de fuerte crecimiento poblacional. Este desequilibrio ayuda a explicar que, frente a la ligera caída de los precios inmobiliarios en la UE8 desde 2022, en España el crecimiento medio anual del precio de la vivienda haya alcanzado el 7,5% en el último trienio.

2. El crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar

El **Gráfico 1** representa el PIB real por población en edad de trabajar (PIB por PET) que, en comparación con el PIB agregado, es una variable más adecuada para medir el crecimiento y la renta de una economía, y para realizar comparaciones internacionales. También se representa la tendencia lineal estimada desde el primer trimestre de 1990 hasta el último de 2025, bajo el supuesto de que la tendencia lineal de los últimos 35 años aproxima adecuadamente la senda de equilibrio a largo plazo, la caída de la producción tan acusada en el año 2020 ha reducido ligeramente **el crecimiento tendencial del PIB por persona en edad de trabajar desde 1990, que se estima en torno a un 1% anual**.

GRÁFICO 1. PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 2T1990-4T2025



Logaritmos.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

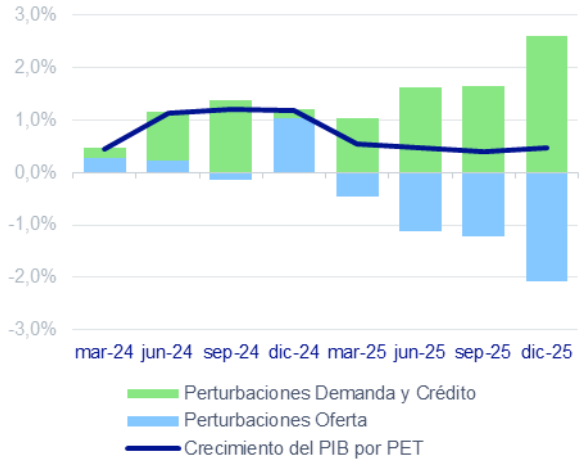
GRÁFICO 2. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 3T2009-4T2025 (%)

Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

De acuerdo **con la Contabilidad Nacional del INE,** el **PIB por PET** moderó notablemente su ritmo de recuperación en el cuarto trimestre de 2022 para empezar a converger al nivel correspondiente al crecimiento potencial histórico de nuestra economía dos trimestres después. De hecho, no fue hasta el primer trimestre de 2024 cuando el PIB por PET recuperó el valor alcanzado en el último trimestre previo a la pandemia. **Desde entonces, la brecha negativa con respecto a la tendencia fue desapareciendo y ahora se sitúa en terreno positivo, con un PIB por PET 0,5 pp por encima de la tendencia en el 4T2025**. Dado que la divergencia entre el PIB por PET y su nivel potencial se acabó cerrando en el primer trimestre de 2025, podemos hablar ya de una **recuperación completa tras la pandemia, y que, por lo tanto, la tasa de crecimiento tendencial de nuestra economía se ha mantenido en el entorno del 1% histórico**.

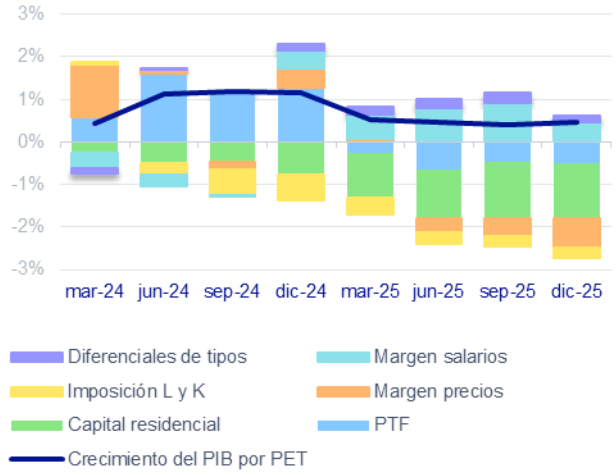
En el **Gráfico 2** se representa la desviación de la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar con respecto a su media muestral desde 2008. Un valor cero indica que la tasa de crecimiento interanual observada coincide con la tendencial, mientras que valores positivos (negativos) recogen tasas de crecimiento interanuales superiores (inferiores) a la de la tendencia. **Aunque en los tres últimos trimestres de 2023 se había ralentizado el crecimiento en términos del PIB por PET, siendo su ritmo de avance interanual entre 0,7 y 0,9 pp inferior a la tasa de crecimiento tendencial, en 2024 registró tasas superiores a la tendencial (entre 0,4 y 1,2 pp), para volver a tasas de alrededor de 0,4 pp durante los tres últimos trimestres de 2025. No podemos, por tanto, dar por concluido el ciclo expansivo que se inició en el 2T2021.**

GRÁFICO 3. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 1T2024-4T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 4. CONTRIBUCIONES DE LA COMPETENCIA EN MERCADOS, EL CAPITAL RESIDENCIAL, LA IMPOSICIÓN SOBRE TRABAJO Y CAPITAL, Y DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, 1T2024-4T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Los movimientos en las tasas de crecimiento interanuales se explican por cambios sustanciales en los **factores de oferta y demanda de la economía española.** El **Gráfico 3** presenta la **contribución estimada de las perturbaciones agregadas de oferta, demanda y crédito a la tasa de crecimiento** interanual del PIB por PET en los últimos ocho trimestres analizados en este Observatorio. Las barras por encima del eje horizontal indican que la respectiva perturbación ha contribuido positivamente al ciclo económico, mientras que aquellas por debajo se corresponden con contribuciones negativas. La suma de todas las contribuciones es igual a la desviación respecto a su promedio de largo plazo de la tasa de crecimiento interanual del PIB por PET, que se representa en el Gráfico 3 con una línea continua. Para la correcta interpretación de los resultados, conviene destacar que, al medirse las variables en términos de tasas de crecimiento interanuales, la observación de las series correspondientes a un periodo recoge aproximadamente el efecto sobre la suma acumulada de tasas de crecimiento intertrimestrales de cuatro trimestres.

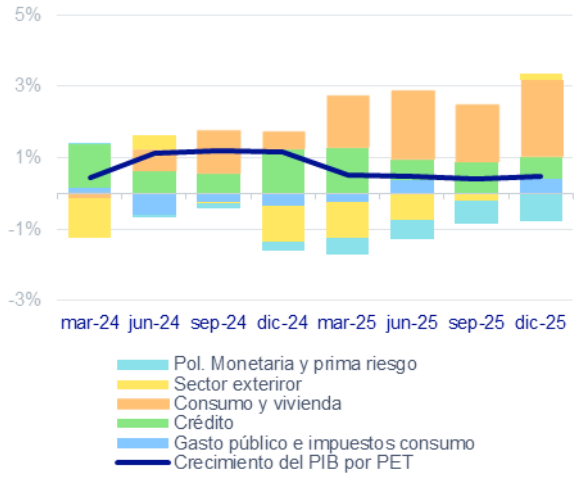
Las perturbaciones de oferta, que habían sido el principal motor del crecimiento económico durante el año 2022 y habían compensado la contribución negativa de los factores de demanda y crédito, cambiaron de signo durante el año 2023, y tuvieron una influencia prácticamente nula en los tres primeros trimestres de 2024. Sin embargo, **en el último trimestre de 2024 volvieron a explicar la mayor parte del crecimiento interanual de ese año** (casi 1 pp). Durante los cuatro trimestres de 2025, no obstante, los factores de demanda y crédito han vuelto a ganar un protagonismo, compensando la también creciente contribución negativa de las perturbaciones de oferta. De esta forma, los **0,5 pp de tasa de crecimiento anual positiva (al situarse por encima de su media tendencial) del PIB por PET observada en el último trimestre de 2025 vienen explicados exclusivamente por perturbaciones del lado de la demanda agregada.** En concreto, los shocks de oferta detraerían alrededor de 2,1 pp del crecimiento interanual observado en el 4T2025, explicando las perturbaciones de demanda 2,6 pp del crecimiento.

Como se aprecia en el **Gráfico 4**, de los 0,5 pp de crecimiento interanual por encima del promedio muestral del PIB por PET **en el cuarto trimestre de 2025,** por el lado de la oferta únicamente los márgenes salariales (0,5 pp) y los diferenciales favorables de tipos de interés en la generación de crédito (0,1 pp) han contribuido positivamente a ese crecimiento. Esa contribución se ha visto claramente compensada por **los *shocks* al capital residencial (-1,3 pp), cuya contribución negativa al crecimiento** ha ido ganando peso **durante los dos últimos años**. Esta perturbación refleja que el aumento de inversión residencial no está dando lugar, al menos por el momento, a un incremento del stock de viviendas en línea con la productividad histórica del sector. Finalmente, hay que destacar también el **impacto negativo** de alrededor de 0,7 pp de crecimiento de los márgenes de precios, de alrededor de 0,2 pp de la imposición al capital y al trabajo y, también, de 0,5 pp de **las perturbaciones a la productividad total de los factores** (PTF). Sin duda, esta es una mala noticia, ya que durante los cuatro trimestres de 2025 la PTF ha tenido una aportación negativa al crecimiento, mientras que durante todo el año 2024 dicha aportación fue positiva.

Como ya se ha comentado, los *shocks* de demanda y crédito están contribuyendo de forma significativa y positiva a las tasas de crecimiento interanuales del PIB por PET en el 4T2025. De acuerdo con la desagregación de las perturbaciones de demanda y crédito del **Gráfico 5**, **el *shock* al consumo y la demanda de vivienda contribuyó con 2,1 pp al crecimiento anual del PIB por PET, debido exclusivamente al tirón del *shock* sobre la vivienda**. También los *shocks* al crédito bancario, debido en tres cuartas partes al **shock sobre el crédito a empresas, están impulsando 0,6 pp el crecimiento**. Finalmente, los shocks al consumo público y la inversión pública han contribuido positivamente al crecimiento con 0,5 pp. Por el lado negativo, **los *shocks* de política monetaria han detraído aproximadamente 0,8 pp de crecimiento anual entre 4T2024 y 4T2025.**

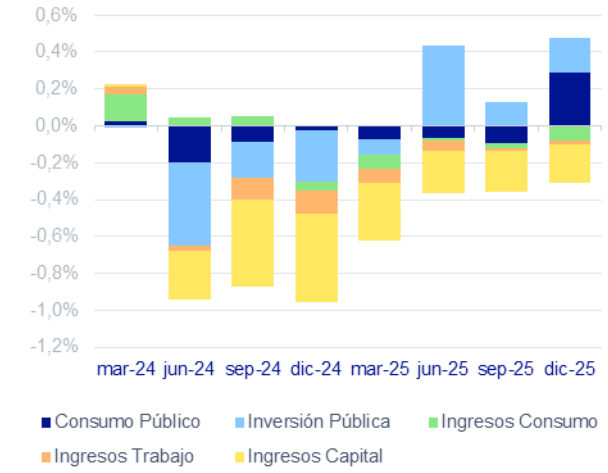
El **Gráfico 6** amplía la representación gráfica de las contribuciones procedentes del consumo y la inversión públicos, por un lado, y de los ingresos públicos por el otro. **En agregado, la contribución del sector público ha sido ligeramente positiva (0,16 pp) en 2T2025**. En el **lado positivo están los shocks a la inversión pública** que han contribuido positivamente al crecimiento con 0,18 pp **y los shocks al consumo público** han sumado 0,29 pp. En el lado negativo encontramos **los shocks a las distintas figuras impositivas, que han contribuido negativamente con 0,3 pp (destacando los ingresos del capital, que son responsables de restar 0,2 pp de crecimiento)**. Debemos destacar, como en Observatorios anteriores, la elevada incertidumbre a la que están sujetos en los últimos años los observables sobre ingresos y gastos del sector público, consecuencia de importantes revisiones y desfases en la información necesaria para elaborar las series.

GRÁFICO 5. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB DE LOS DISTINTOS FACTORES DE DEMANDA Y CRÉDITO, 1T2024-4T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 6. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET DE LOS COMPONENTES DEL GASTO Y LOS INGRESOS PÚBLICOS, 1T2024-4T2025



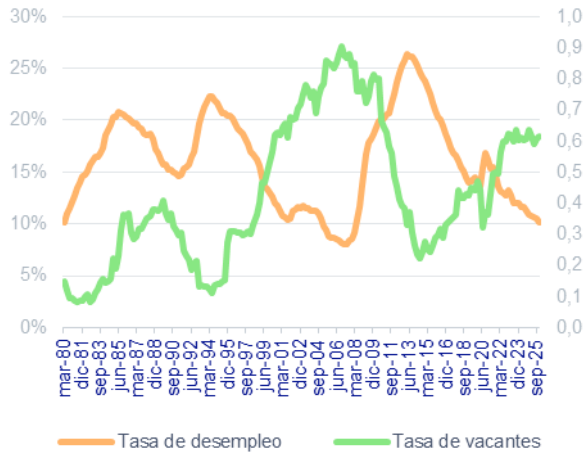
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

3. El mercado de trabajo: desempleo y vacantes

El **Gráfico 7** muestra la evolución de las tasas de desempleo y de vacantes en la economía española desde el primer trimestre de 1980. La evidencia más reciente confirma que el mercado de trabajo español sigue atravesando una fase favorable del ciclo. Por un lado, **la tasa de desempleo continúa reduciéndose y se sitúa en niveles relativamente bajos en perspectiva histórica española**. Por otro, la tasa de vacantes, tras la intensa recuperación observada desde los mínimos alcanzados a comienzos de la presente década, se mantiene en cotas relativamente elevadas. No obstante, el tramo final de la serie sugiere un patrón más próximo a la estabilización que a una nueva aceleración de las tensiones del mercado laboral. En consecuencia, la combinación actual de menor desempleo y vacantes elevadas apunta a un mercado de trabajo más dinámico, **aunque sin señales claras de un aumento adicional de las tensiones laborales en los últimos trimestres**.

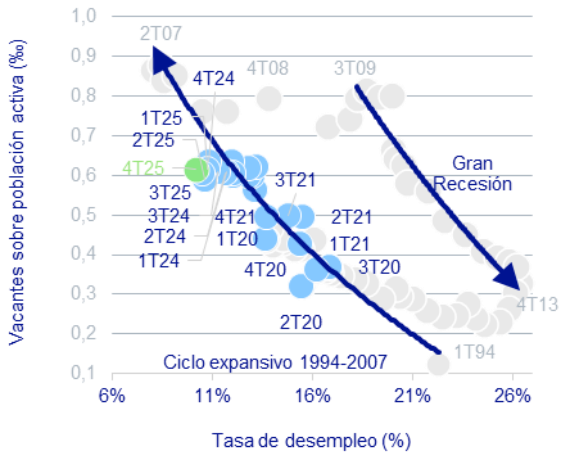
La curva de Beveridge del **Gráfico 8** permite examinar la relación entre vacantes y desempleo desde una perspectiva complementaria. Como es habitual, los desplazamientos a lo largo de la curva reflejan principalmente la posición cíclica de la economía, mientras que los desplazamientos hacia el exterior pueden interpretarse como un aumento de los desajustes en el mercado de trabajo y una menor eficiencia en el emparejamiento entre vacantes y desempleados. En este sentido, los puntos más recientes, correspondientes a 2024 y 2025, muestran un desplazamiento hacia arriba y ligeramente hacia la izquierda, compatible con una reducción adicional del desempleo y un aumento de las vacantes. Además, estos movimientos no sugieren un deterioro apreciable del proceso de emparejamiento. Antes al contrario, **la economía española parece situarse en una zona de la curva caracterizada por una tasa de paro relativamente reducida en términos históricos y una tasa de vacantes relativamente elevada**, lo que resulta coherente con una mejora sostenida del mercado de trabajo de naturaleza predominantemente cíclica.

GRÁFICO 7. TASAS DE VACANTES Y DE DESEMPLEO (CVEC)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

GRÁFICO 8. CURVA DE BEVERIDGE

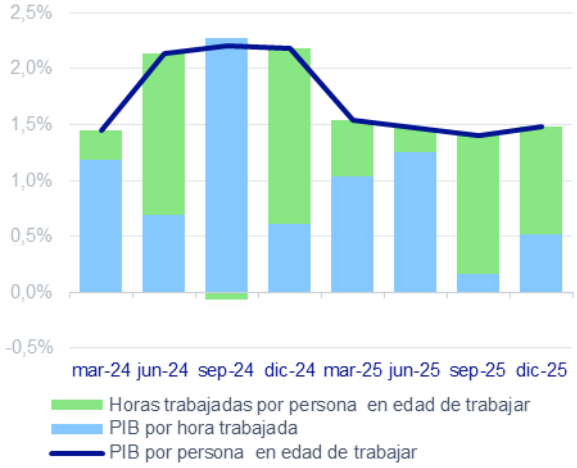


Fuente: Elaboración propia a partir del INE

El **Gráfico 9** descompone el crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar (PET) entre sus dos componentes contables: el PIB por hora trabajada y las horas trabajadas por persona en edad de trabajar. La lectura del gráfico sugiere, en primer lugar, **una aceleración del crecimiento del PIB por PET a lo largo de 2024, seguida de una moderación apreciable en 2025**. En segundo lugar, la composición de ese crecimiento cambia de forma significativa entre trimestres. En algunos momentos, el principal soporte proviene de la productividad por hora trabajada, mientras que en otros gana protagonismo la aportación de las horas trabajadas por persona en edad de trabajar. En conjunto, por tanto, el gráfico no apunta a un patrón único y persistente en las fuentes del crecimiento, sino a una alternancia entre ambos componentes, en un contexto de desaceleración del PIB por PET tras el fuerte avance observado a finales de 2024.

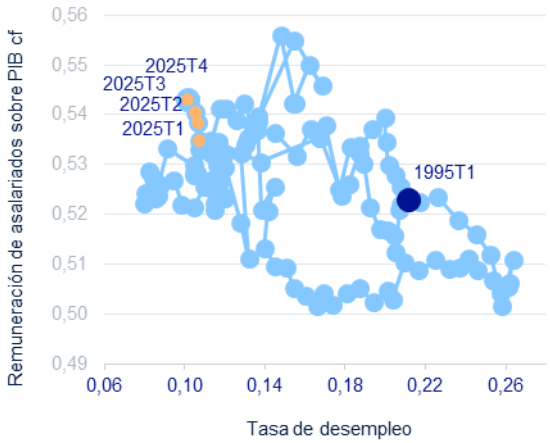
Finalmente, el **Gráfico 10** muestra la relación entre la participación de la remuneración de los asalariados en el PIB a coste de los factores y la tasa de desempleo desde 1995. La nube de puntos sugiere una relación negativa, aunque no lineal, entre ambas variables: en general, menores tasas de desempleo tienden a asociarse con una mayor participación de las rentas salariales en la renta agregada, si bien con una dispersión apreciable. Los datos combinan **una tasa de paro en mínimos desde 2008 con una participación salarial relativamente elevada**, sólo superada en cuatro trimestres desde 1995. En consecuencia, la fase actual del ciclo no solo se caracteriza por un comportamiento positivo del empleo, sino también por la ausencia de señales de deterioro en el peso de las rentas del trabajo sobre el PIB a coste de los factores.

GRÁFICO 9. DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (PET) EN PIB POR HORA Y HORAS POR PET, 2T2023-1T2025



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

GRÁFICO 10. PARTICIPACIÓN DE LA REMUNERACIÓN DE LOS ASALARIADOS SOBRE PIB A COSTE DE LOS FACTORES Y TASA DE DESEMPLEO, 1T1995-1T2025



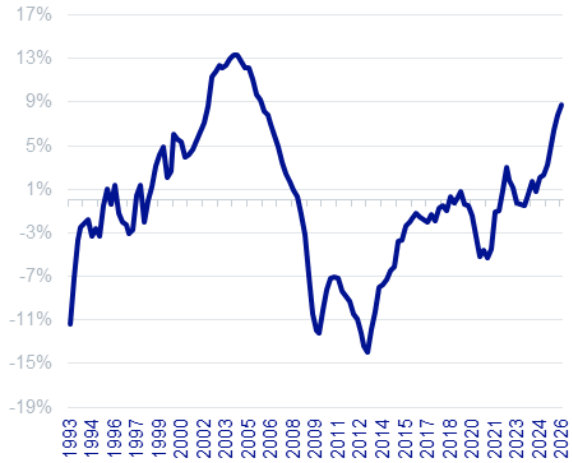
Datos desestacionalizados.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

4. Evolución reciente del precio relativo de la vivienda en España: determinantes estructurales, descomposición histórica y papel de la oferta

La evolución reciente del mercado de la vivienda en España constituye uno de los fenómenos más relevantes del actual ciclo expansivo. En particular, el fuerte crecimiento del **precio relativo de la vivienda**, medido en relación con el deflactor del consumo privado, aconseja identificar los factores de oferta, de demanda y de crédito, que están causando esta dinámica en un marco de equilibrio general. De modo análogo al método empleado en la sección 2 de este observatorio, utilizamos de nuevo aquí el modelo EREMS para realizar esa descomposición en contribuciones de shocks estructurales.

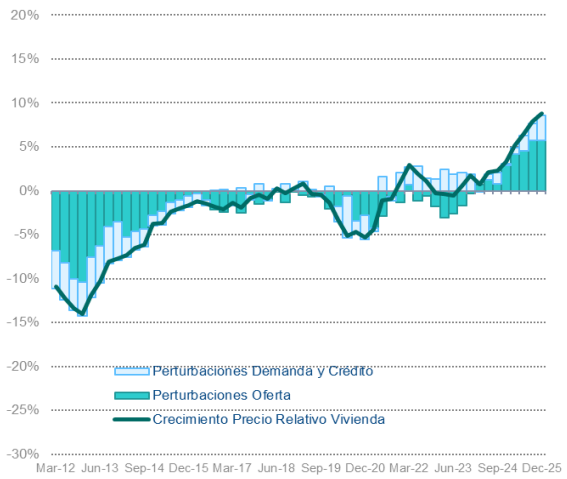
El **Gráfico 11** muestra la tasa de crecimiento interanual del precio relativo de la vivienda entre 1992 y 2025, una vez sustraída la media de la tasa de crecimiento de esta variable desde el año 1992. La serie distingue con claridad tres grandes etapas. La primera corresponde al auge inmobiliario de finales de los noventa y la primera mitad de los dos mil, cuando el crecimiento del precio relativo alcanzó tasas excepcionalmente elevadas, superiores al 10% y con un máximo en torno al 13%. La segunda etapa coincide con la corrección posterior a la crisis financiera y a la crisis de deuda soberana, con tasas persistentemente negativas y un mínimo próximo al -15%. La tercera fase se inicia tras ese ajuste y desemboca, especialmente desde 2022, en una nueva aceleración del precio relativo de la vivienda, que alcanza en 2025 valores cercanos al 9%. Por tanto, **el mercado de la vivienda en España ha pasado de una corrección muy profunda a una nueva fase de apreciación relativa intensa**, aunque, como veremos a continuación, con fundamentos distintos a los del ciclo previo a la Gran Recesión.

GRÁFICO 11. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRECIO RELATIVO DE LA VIVIENDA, 4T1992-4T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 12. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRECIO RELATIVO DE LA VIVIENDA Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 2T2012-4T2025



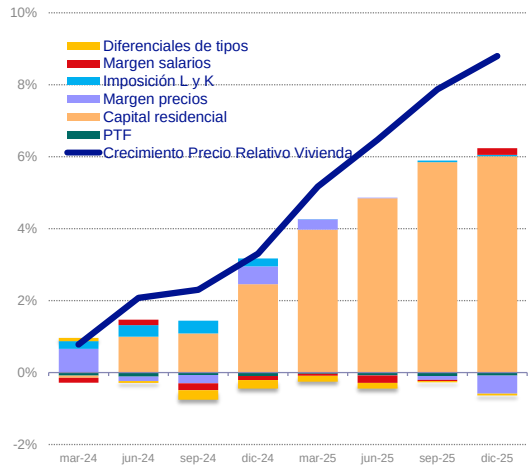
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

El **Gráfico 12** descompone el crecimiento del precio relativo de la vivienda entre perturbaciones de oferta y perturbaciones de demanda y crédito para el período 2012-2025. La evidencia sugiere que la aceleración reciente no responde a un único factor, sino a la interacción de ambos bloques. Durante la fase de recuperación inmediata tras la Gran Recesión, entre 2012 y 2014, las perturbaciones de demanda y crédito y, sobre todo, las perturbaciones de oferta realizaron una contribución claramente negativa, indicando que fue la falta de vitalidad relativa de la demanda y el crédito la que estaba detrás de las tasas de crecimiento del precio de la vivienda anormalmente bajas. Posteriormente, ambas contribuciones fueron normalizándose, hasta que, como consecuencia de la crisis de la Covid el mercado de la vivienda sufrió un retroceso de corta duración que se reflejó en caídas relativas del precio de la vivienda del 5%, con contribuciones negativas tanto de factores de oferta como de demanda. La salida de la crisis de la Covid en el mercado inmobiliario estuvo determinada por factores de demanda y crédito, mientras que los shocks de oferta frenaron el aumento del precio relativo de la vivienda. Sin embargo, el rasgo más destacado del período reciente es que, en 2024 y especialmente en 2025, **las perturbaciones de oferta ganan un peso claramente dominante**. En la lógica del modelo, una contribución positiva de este bloque no debe interpretarse como una mejora de la oferta, sino como una **evolución de la oferta efectiva desfavorable que encarece la vivienda en términos relativos**.

El **Gráfico 13** permite profundizar en esta interpretación al desagregar las perturbaciones de oferta entre diferenciales de tipos, márgenes salariales, imposición sobre trabajo y capital, márgenes de precios, productividad total de los factores y capital residencial. La conclusión es muy nítida: **el capital residencial explica la mayor parte del crecimiento reciente del precio relativo de la vivienda**. Entre el primer trimestre de 2024 y el cuarto de 2025, su contribución aumenta de forma sostenida y se convierte en el principal soporte de la aceleración final del precio, mientras que el papel del resto de factores de oferta resulta comparativamente reducido. En este contexto, una contribución positiva del capital residencial significa que la acumulación del stock de vivienda evoluciona de una manera que encarece su

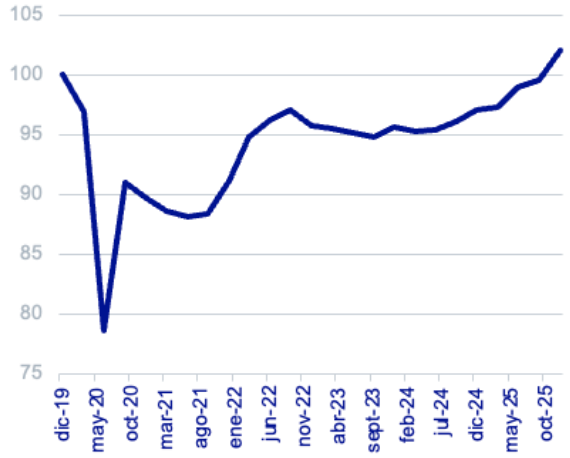
precio relativo. El modelo está captando, por tanto, una **oferta insuficiente, una respuesta lenta del stock residencial o una eficiencia reducida en la transformación de inversión en vivienda disponible respecto a la que sería necesaria, teniendo en cuenta la dinámica poblacional y económica reciente**.

GRÁFICO 13. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRECIO RELATIVO DE LA VIVIENDA Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 1T2024-4T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 14. INVERSIÓN EN VIVIENDA POR PET EN TÉRMINOS REALES, 4T2019-4T2025



Fuente: Elaboración propia

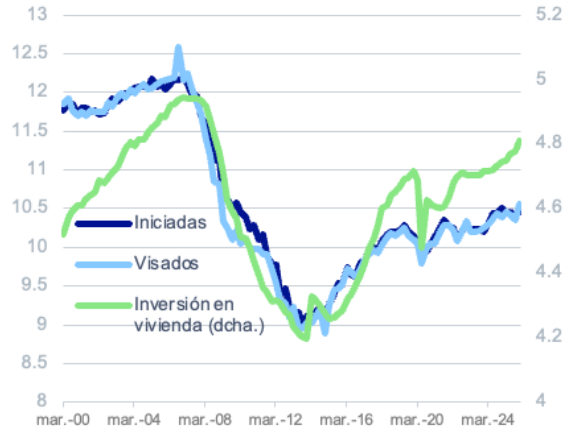
Esta interpretación se refuerza con el **Gráfico 14**, que muestra la inversión real en vivienda por persona en edad de trabajar entre finales de 2019 y finales de 2025. La serie pone de manifiesto una caída muy intensa tras la pandemia, seguida de una recuperación gradual, pero prolongadamente incompleta. Durante buena parte de 2021, 2022, 2023 y 2024, **la inversión en vivienda por PET se mantuvo por debajo del nivel prepandemia**, y solo en el tramo final de 2025 supera ligeramente la referencia de 4T2019. Este resultado es importante, porque en una economía con fuerte crecimiento de la PET no basta con observar la recuperación agregada de la inversión residencial. Lo relevante para el equilibrio del mercado es si esa inversión crece lo suficiente en relación con la población potencialmente demandante de vivienda. Desde esta perspectiva, **la recuperación de la inversión ha sido tardía y todavía insuficiente**, lo que resulta coherente con el papel del capital residencial como principal restricción de oferta identificado por el modelo.

Esta lectura se complementa con la evidencia del **Gráfico 15**, que pone en relación la inversión en vivienda con los visados y las viviendas iniciadas. La comparación muestra un elevado grado de co-movimiento a lo largo del ciclo, pero también evidencia desfases temporales y, sobre todo, una traslación incompleta de la inversión hacia la actividad constructora. En particular, como ya ocurrió en fases anteriores del ciclo, **no todo aumento de la inversión en vivienda se traduce de manera inmediata, ni necesariamente proporcional, en un incremento de las viviendas iniciadas**. Este resultado es coherente con la existencia de fricciones en el proceso de transformación de la inversión en capital residencial efectivo, así como con posibles cuellos de botella regulatorios, de costes o de

capacidad productiva en el sector.

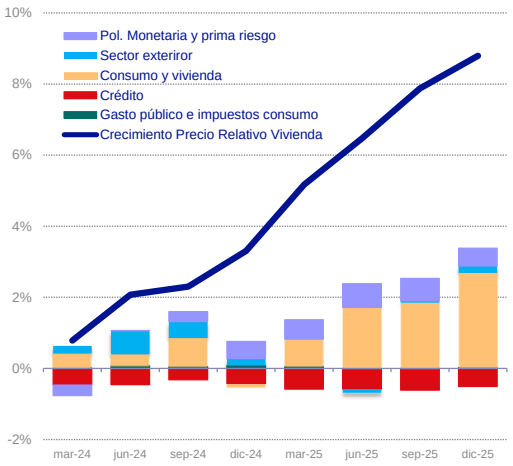
Por el lado de la demanda, el **Gráfico 16** muestra que el principal impulso reciente procede del componente de **consumo y vivienda**, cuya contribución positiva aumenta de forma sostenida a lo largo de 2024 y 2025. La política monetaria y la prima de riesgo también realizan una aportación positiva, aunque de menor magnitud. En cambio, **el crédito presenta una contribución negativa** durante todo el período considerado. Este resultado es especialmente relevante, porque sugiere que el episodio actual difiere del boom inmobiliario previo a 2008. Entonces, el crecimiento del precio de la vivienda vino acompañado de una intensa expansión del crédito, que contribuyó positivamente a impulsar la demanda de vivienda y su precio. En el episodio actual, por el contrario, **el crédito no está actuando como factor de encarecimiento del precio de la vivienda**.

GRÁFICO 15. INVERSIÓN EN VIVIENDA, VISADOS Y VIVIENDAS INICIADAS, 1T2000-4T2025 (LOGS)



Fuente: Elaboración propia en base a INE y Ministerio de Vivienda y Agenda Urbana

GRÁFICO 16. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PRECIO RELATIVO DE LA VIVIENDA Y CONTRIBUCIÓN DE LOS DISTINTOS FACTORES DE DEMANDA Y CRÉDITO, 1T2024-4T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral..
Fuente: Elaboración propia

En conjunto, la evidencia anterior apunta a una lectura bastante clara. **La revalorización reciente del precio relativo de la vivienda responde a la combinación de una demanda dinámica y una oferta efectiva con escasa capacidad de ajuste.** Dentro del bloque de oferta, el principal factor explicativo es el capital residencial, lo que sugiere que el cuello de botella se encuentra en la capacidad de acumulación del stock de vivienda, especialmente cuando se mide en términos por persona en edad de trabajar. Dentro del bloque de demanda, el impulso procede sobre todo del componente de consumo y vivienda, y no de una relajación extraordinaria de las condiciones crediticias. Por ello, a diferencia del ciclo previo a la Gran Recesión, **el episodio actual parece caracterizarse menos por una expansión exuberante del crédito y más por una restricción de oferta en un contexto de demanda robusta.** Este resultado es coherente con la evidencia reciente que muestra que la baja rentabilidad del sector de la construcción actúa como freno a la inversión residencial (Cardoso, Doménech y Lores, 2026).

La implicación de política económica de esta lectura es relevante. Si el diagnóstico se limitara

a una presión excesiva de la demanda, la respuesta natural sería endurecer las condiciones financieras o introducir medidas contractivas que la moderasen. Sin embargo, cuando una parte tan importante del encarecimiento del precio relativo de la vivienda viene explicada por el capital residencial, una estrategia basada exclusivamente en contener la demanda corre el riesgo de actuar sobre el síntoma y no sobre la causa estructural del problema. La evidencia del modelo sugiere que **una parte sustancial del ajuste debe venir por el lado de la oferta**: aumentar la elasticidad del stock residencial, reducir fricciones, acortar plazos de respuesta y mejorar la eficiencia con la que la inversión se transforma en vivienda disponible. Mientras el crecimiento de la oferta siga siendo insuficiente para absorber la demanda, todo apunta a que se mantendrán las presiones al alza sobre los precios de la vivienda por encima de la inflación (BBVA Research, 2026).

En suma, **el mercado de la vivienda en España se encuentra actualmente en una fase de fuerte tensión alcista explicada por la interacción entre una demanda robusta y una oferta insuficiente.** La novedad del episodio actual frente al ciclo previo a 2008 reside en que el principal cuello de botella parece localizarse en la capacidad de acumulación de capital residencial, especialmente cuando esta se mide por persona en edad de trabajar. La inversión en vivienda, aunque se ha recuperado, solo recientemente ha superado el nivel prepandemia en términos por PET, lo que indica que durante buena parte del período no compensó el fuerte crecimiento de la población. En este contexto, **una corrección duradera de las presiones sobre el precio relativo de la vivienda exige actuar sobre los determinantes estructurales de la oferta,** además de seguir vigilando la evolución de la demanda y de las condiciones financieras.

5. El problema de la vivienda en el contexto europeo

La sección de comparación internacional en el Observatorio sobre el Ciclo Económico en España, como es habitual, se centra en el tema específico que se aborda con detalle en el cuerpo central del Observatorio, en esta ocasión la vivienda, con la selección de cinco variables que nos permiten introducir reflexiones relevantes y adicionales.

Recordemos que la referencia para la comparación es un conjunto de países, con perfiles macroeconómicos e institucionales sólidos, que denotamos como UE8: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Países Bajos y Suecia, que se ponderan para definir la UE8 según sus respectivos pesos en términos de PIB en Paridad de Poder Adquisitivo. El ejercicio comparativo se desarrolla a lo largo de la pasada década y media, diferenciando tres subperíodos: los años de la crisis iniciada con la Gran Recesión y extendida por los problemas de deuda soberana de la periferia de la Eurozona (2008-2013), que en España coinciden precisamente con la abrupta reversión del boom inmobiliario de la década precedente; el período de moderado crecimiento posterior, previo a la pandemia derivada de la COVID-19 (2014-2019); y los años posteriores, caracterizados por sucesivos shocks adversos, tensiones geopolíticas e intensas políticas compensatorias de gestión de la demanda (2020-2025).

Como es habitual, las cinco variables se han seleccionado entre las proporcionadas con

acceso libre por instituciones públicas y privadas de reconocida solvencia. Las variables consideradas son las siguientes:

- **Precio de compraventa de la vivienda** (PR.VIV.), reflejando el coste, relativo al año 2007, que supone la adquisición de una vivienda. Refleja la interacción entre oferta y demanda de vivienda.
- **Ratio precio de la vivienda-renta de las economías domésticas** (PR.RENTA), indicando el esfuerzo en términos de su renta anual, y con relación al requerido en el año 2007, que supone para una familia la adquisición de una vivienda, indicador que precisa el anterior al poner el coste de compra de la casa en relación con la evolución de la renta para adquirirla.
- **Construcción residencial** (CONS.RES.): revelando cuál es la intensidad de la actividad económica (en términos de porcentaje del PIB) dedicada a la construcción de viviendas residenciales, determinando su oferta.
- **Endeudamiento** (ENDEUDAM.): mostrando el grado de apalancamiento de las economías domésticas (como porcentaje del PIB), elemento muy relevante en su capacidad para adquirir viviendas, y factor de seguimiento de las autoridades macroprudenciales.
- **Ratio precio-alquiler de la vivienda** (PR.ALQ.): recogiendo el coste relativo de la adquisición de la vivienda respecto al importe anual del alquiler de la misma, en comparación con el del año 2007, una evolución que incide en la elección entre compra y alquiler por parte de las economías domésticas.

Como es norma en la sección de comparación internacional de los pasados Observatorios del Ciclo, acompañamos las reflexiones sobre los resultados más significativos con una aproximación gráfica que facilita una mejor visión general de la evolución, absoluta y relativa a la UE-8, de la economía española. Recordemos que, en cada análisis, las cinco variables correspondientes al mismo aparecen situadas en los radios del pentágono. En cada caso, valores más exteriores implican mejores resultados, al contrario que los valores más cercanos al origen. Ello implica que áreas mayores suponen una situación más favorable para la zona económica considerada. Nótese que, en esta ocasión, se han asumido como “mejores resultados” valores que podrían entenderse de forma opuesta según las circunstancias, pero que son consistentes con la problemática actual de la vivienda en España: así, **se considera “mejor” un mayor esfuerzo dedicado a la construcción de viviendas** y **una mayor ratio precio-alquiler**. De manera menos discutible, la representación gráfica asume también como “mejores” **un menor endeudamiento de las familias**, **un menor precio de transacción de las viviendas** y una **menor ratio precio-renta** de las economías domésticas.

Para facilitar la comparación entre los gráficos de períodos sucesivos, los valores extremos de cada radio del pentágono se han hecho corresponder al dato más favorable y el dato más desfavorable de cada variable, para cualquiera de las dos áreas que se comparan y en cualquiera de los períodos. De esta forma, no solo se puede comparar España con la UE8 en cada momento del tiempo, sino la evolución absoluta de cada uno de los dos espacios económicos y la evolución relativa entre ellos.

A continuación, se presenta un análisis sobre la evolución en el período 2008-2025 de las variables seleccionadas, tanto para la economía española como para el conjunto de la UE8 (véase el Gráfico 17)[1]. La correcta interpretación de los resultados debe tomar en consideración que el período analizado (elegido para mantener la consistencia con anteriores ediciones de la comparación internacional de este Observatorio) se inicia justo en el momento de la implosión de un prolongado período, de más de una década, de exuberancia inmobiliaria en la economía española, que no tuvo lugar (o lo hizo con mucha menor intensidad y duración) en ninguno de los países que conforman la UE8.

Las implicaciones del específico momento del tiempo en el que se inicia nuestro análisis se perciben con especial nitidez al observar la evolución del **precio de compraventa de la vivienda**. Así, **en el primer subperíodo (2008-2013)**, corrigiendo los excesos anteriores, **el precio de la vivienda en España cae de manera ininterrumpida (a un ritmo del 5,7% anual)**, **mientras crece, muy levemente, en la UE8**. En la siguiente etapa, incluso con una recuperación en los precios (menos marcada que en los países que nos sirven de referencia), el coste de la vivienda en España sigue siendo inferior al del año final del boom inmobiliario. **Esta situación solo se invierte en los dos últimos años (en 2025 el precio es ya un 20% superior al del año 2007)**, pero para el conjunto del tercer subperíodo **el aumento del precio de la vivienda en España casi duplica (5.9% frente a 3.2% anual) al de la UE8**, introduciendo, por vez primera en casi dos décadas, una modesta presión al alza sobre los precios en términos reales[2].

La **ratio entre el precio de la vivienda y la renta de las economías domésticas** reproduce con bastante fidelidad las reflexiones introducidas para la variable anterior. El esfuerzo que deben realizar las familias para adquirir una vivienda, **cuando se compara con el año 2007, disminuyó en el primer subperíodo de nuestro análisis, tanto para España como, en menor medida, para la UE8**. **Para nuestros socios, ya desde mediados de la pasada década la tendencia se revierte, mientras en el caso español sigue reduciéndose la ratio precio-renta en el subperíodo 2014-2019**. Incluso con un aumento más acusado en España que en la UE8 en los últimos años, **el esfuerzo de las familias (en términos de su renta) de la adquisición de una vivienda en España sigue siendo, al final del período, alrededor de un 20% inferior al experimentado en 2007, frente a un moderado aumento en el caso de la UE8**. Nuevamente, debe subrayarse que el año de referencia para España es el del momento final del boom inmobiliario, pero, incluso con ello, la evolución de este factor ofrece una nota favorable para la demanda de viviendas[3].

El **peso de la construcción residencial sobre el PIB** mantiene una apreciable estabilidad a lo largo de los tres subperíodos en la UE8, con valores situados entre el 5,4% y el 6,4% para todos los años, con la excepción de los inmediatamente posteriores a la pandemia, con una cierta elevación ya revertida en 2024 y 2025. Por el contrario, España, que partía en 2007 de un peso de la construcción de viviendas de más del 11% del PIB, experimentó una caída continuada de ese valor hasta un mínimo del 4% en los años centrales de la pasada década.

1 Para un mayor detalle, ver los datos disponibles (y utilizados) en la segunda tabla del anexo 2 de este documento.
2 Pero incluso esa diferencia lo es en términos nominales.
3 De acuerdo con los datos ofrecidos por Numbeo (ver en https://www.numbeo.com/cost-of-living/), la ratio precio-renta se reduce en España de 10.9 a 8.5 entre 2009 y 2025, mientras aumenta de 6.6 a 9.0 para la UE8.

Aunque la recuperación de la actividad en España ha sido mayor que en la UE8 entre el segundo y el tercer subperíodos, el peso de la construcción residencial en el PIB todavía ha sido entre 2020 y 2025 tres décimas inferior (en promedio anual) a la ponderada de nuestros socios. El contraste entre estas cifras y la **evolución de la población en esa misma etapa, con un incremento del 5,1% en España, frente al 2,3% en el conjunto de la UE8**, es notable, y sugiere una insuficiente respuesta de la oferta de viviendas al número potencial de demandantes de las mismas en España.

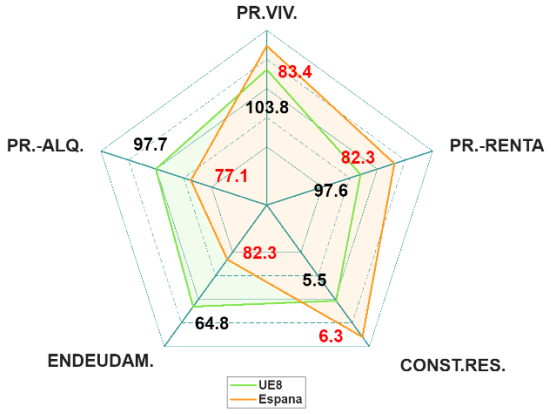
También el **endeudamiento de las economías domésticas** ha evolucionado de manera particularmente favorable en España en el período considerado, lo que supone, de nuevo, un factor clave de soporte de la demanda de viviendas. Así, **el apalancamiento de las familias (como porcentaje del PIB) se ha reducido en 30 puntos porcentuales entre el subperíodo 2008-2013 y el 2020-2025, frente a una estabilidad absoluta en el caso de la UE8** (64.8%, 64.0%, 64.7% en las tres etapas sujetas a análisis). Esto supone que las familias españolas pasan de estar notablemente más endeudadas que las de los socios considerados (y solamente por debajo de las cifras de Dinamarca y Países Bajos) a presentar un nivel de deuda apreciablemente inferior (y solo superior al austríaco en el conjunto de la UE8).

Finalmente, la **ratio entre el precio de compraventa y el coste del alquiler de la vivienda**, tomando como referencia la del año 2007, ha seguido en España una trayectoria similar a la de su numerador, con un considerable descenso hasta mediados de la pasada década, cuando la caída en el precio de la misma la hace relativamente más asequible que el alquiler. Desde 2015, la tendencia se invierte, hasta situarse a mediados de 2025 en una ratio similar a la de partida (2007), de tal manera que **en los últimos años la compra se encarece de manera significativa con relación al alquiler**, pese a las tensiones que (centradas en las principales ciudades) se manifiestan en esa segunda opción de acceso a la vivienda. En la UE8 la trayectoria es pausada y homogénea al alza, con un progresivo encarecimiento de la adquisición de viviendas respecto al alquiler de las mismas.

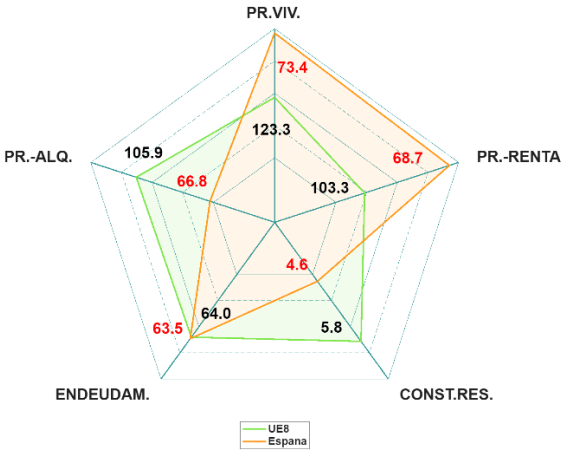
En síntesis, nuestro análisis revela un comportamiento de varios factores que favorecen un aumento de la demanda de viviendas. Primero, una relación entre el coste de la vivienda (de por sí, todavía menor en términos reales al del año 2007) y la renta disponible de las familias casi veinte puntos inferior a la del tramo final del pasado boom inmobiliario. Aun aceptando que el esfuerzo en esos años previos a la crisis era difícilmente asumible, la situación actual parece positiva. Adicionalmente, la fuerte reducción en el endeudamiento de las familias españolas, que pasan de presentar una deuda claramente superior a una muy inferior al promedio ponderado de la UE8, constituye otro pilar de sustento de la demanda inmobiliaria. Por el contrario, por el lado de la oferta, el esfuerzo realizado en construcción residencial aparenta ser insuficiente (y se encuentra estancado por debajo del 6% del PIB) para responder a la presión de la demanda, en especial con una población que crece a un ritmo que más que duplica el de nuestros socios de la UE8. Con este desequilibrio, no sorprende que, mientras en la UE8 encontramos precios inmobiliarios levemente inferiores en los tres primeros trimestres de 2025 respecto a los de 2022, en España el crecimiento medio anual de los precios de la vivienda en el trienio se sitúe en el 7,5%.

GRÁFICO 18. PIB POR PET, PRODUCTIVIDAD POR HORA TRABAJADA, HORAS POR EMPLEADO, TASA DE EMPLEO Y TASA DE ACTIVIDAD: ESPAÑA Y UE8

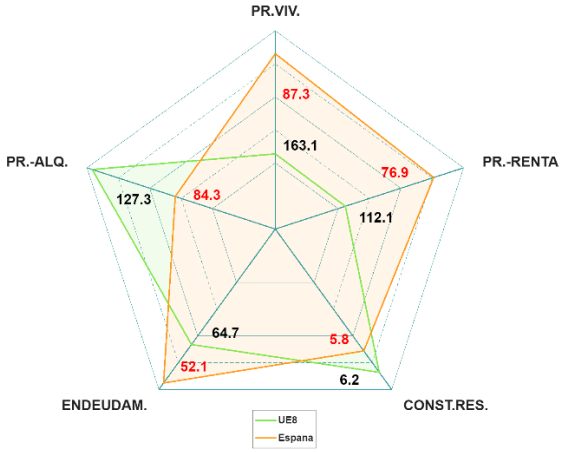
Periodo 2008-2013



Periodo 2014-2019



Periodo 2020-2025



Fuente: Elaboración propia

Anexo 1

Perturbaciones de oferta

1. Perturbación tecnológica debido a perturbaciones que afectan a la productividad total de los factores.
2. Perturbación sobre los márgenes salariales por perturbaciones que afectan el poder de mercado de los trabajadores.
3. Perturbación sobre los márgenes de precios por perturbaciones en el poder de mercado de los productores de bienes.
4. Perturbación sobre el diferencial en la fijación de los tipos de interés de préstamos a empresas.
5. Perturbación sobre el diferencial en fijación de los tipos de interés de préstamos a hogares.
6. Perturbación sobre el diferencial en la fijación de los tipos de interés de los depósitos de los hogares.
7. Perturbación sobre la eficiencia en que los nuevos bienes de inversión son transformados en capital residencial.
8. Perturbación sobre el capital bancario (en la transformación del beneficio a capital financiero)
9. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor trabajo.
10. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor capital..

Perturbaciones de demanda

11. Perturbación al precio de la vivienda, que tienen su origen en perturbaciones relacionadas con la demanda de vivienda.
12. Perturbación a la demanda de bienes de consumo, originado por cambios en las expectativas sobre la situación económica o en la tasa de descuento temporal de los hogares.
13. Perturbación al gasto público debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
14. Perturbación a la inversión pública debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
15. Perturbación de política monetaria, debido a perturbaciones que afectan al tipo de interés de referencia fijado por el BCE (política monetaria convencional).

16. Perturbación a las importaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de la demanda de importaciones al tipo de cambio real y a la renta
17. Observatorio sobre el ciclo económico en España 16 abril 2026 p.19
18. Perturbación a las exportaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de las exportaciones al tipo de cambio real y a la renta del resto del mundo.
19. Perturbación a la prima de riesgo, originado por perturbaciones que afectan al modo en el que el tipo de interés de mercado sufre variaciones debido al comportamiento de la deuda exterior neta.
20. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava el consumo.

Perturbaciones de crédito

21. Perturbación al crédito a las empresas, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de las empresas.
22. Perturbación al crédito a los hogares, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de los hogares.

Anexo 2

1. Economías integrantes de la UE-8 y ponderaciones (según PIB a PPA)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Austria	4,6	4,6	4,6	4,5	4,6	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,5	4,6	4,5	4,5	4,4
Bélgica	5,4	565	5,6	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,4	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	5,8	5,8	5,8
Dinamarca	3,0	3,0	3,0	2,9	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,2	3,1	3,2	3,2	3,3
Finlandia	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	2,5	2,4	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,4
Francia	28,8	29,2	28,9	28,8	28,8	28,9	28,7	28,6	28,3	28,2	28,2	29,0	28,5	28,6	29,1	29,3	29,3	29,3
Alemania	41,5	41,0	41,4	41,9	41,9	41,9	42,1	42,1	42,3	42,4	42,3	41,5	41,6	41,0	40,3	40,0	40,0	39,8
P. Bajos	935	9,4	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,1	9,1	9,2	9,1	9,3	9,5	9,7	9,7	9,7	9,8
Suecia	4,6	4,6	4,7	4,7	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,1	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0

2. Variables seleccionadas

Variable / Índice	Descripción	Fuentes originales
Precio de la vivienda (PR.VIV.)	Precio de compraventa de la vivienda (mediana) en términos nominales, con índice 2007 = 100	OCDE
Ratio precio-renta (PR.RENTA)	Relación entre las medianas del precio de la vivienda y la renta de las economías domésticas, con índice 2007 = 100	OCDE
Ratio precio-alquiler (PR.ALQ.)	Relación entre las medianas del precio de la vivienda y el coste anual del alquiler, con índice 2007 = 100	OCDE
Construcción residencial (CONS.RES.)	Porcentaje del PIB destinado a la construcción residencial	Eurostat
Endeudamiento (ENDEUDAM.)	Deuda consolidada de las economías domésticas (incluyendo instituciones sin ánimo de lucro al servicio de las mismas) como porcentaje del PIB	Eurostat

Notas: 1.- El período utilizado para las cuatro primeras variables abarca los años 2008 a 2025 (promediando para las tres primeras los valores de los tres primeros trimestres en el año 2025). Para la variable “endeudamiento”, el período es 2008-2024

Bibliografía

Albonico, A., Calès, L., Cardani, R., Croitorov, O., Ferroni, F., Giovannini, M., ... y Ratto, M. (2017): "The Global Multi-Country Model (GM): An Estimated DSGE Model for the Euro Area Countries (No. 2017-10)." Joint Research Centre, European Commission. https://goo.gl/fGNhbU

Barlevy, G.; Faberman, R. J.; Hobijn, B.; y A. Sahin (2023): "The Shifting Reasons for Beveridge-Curve Shifts", WP 2023-38, Federal Reserve Bank of Chicago.

BBVA Research (2026): "Perspectivas y rentabilidad del sector inmobiliario", marzo.

Boscá, J. E., Doménech R., Ferri J., Méndez, R. y Rubio-Ramírez, J. (2020): ""Financial and Fiscal Shocks in the Great Recession and Recovery of the Spanish Economy." *European Economic Review*, 1*27*, 103469.

Cardoso, M., Doménech, R. y Lores, F. (2026): "Rentabilidad e inversión en el sector de la construcción en España", *Información Comercial Española*, nº 942, 51-68.

García-Santana, M., Moral-Benito, E., Pijoan-Mas, J., y Ramos, R. (2020): "Growing like spain: 1995–2007". *International Economic Review*, *61*(1), 383-416.

Kollmann, R, B. Pataracchia, R. Raciborski, M Ratto, W. Röger y L. Vogel, L. (2016), "The Post-Crisis Slump in the Euro Area and the US: Evidence from an Estimated Three-Region DSGE Model", *European Economic Review* 88, 21-41.

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web www.bbvaresearch.com.