

El desempeño de la productividad en España y sus causas

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

Mensajes principales

- La economía española completó su **recuperación tras la pandemia** en el 2T2025, con el PIB por persona en edad de trabajar (PIB por PET) situándose un **0,3 pp por encima de su tendencia**, lo que confirma el retorno a su crecimiento potencial histórico, cercano al 1 % anual.
- El crecimiento reciente se apoya en los **factores de demanda y crédito**, que en el 2T2025 explican **1,8 pp del avance interanual del PIB por PET**, mientras que los **shocks de oferta restan 1,1 pp**.
- Dentro de la oferta, los **márgenes salariales (0,9 pp) y los diferenciales de tipos de interés en la generación de crédito (0,2 pp)** son los únicos factores con aportaciones positivas, compensadas por la **caída del capital residencial (-1,2 pp)** y la **debilidad de la productividad total de los factores**.
- Los **shocks de consumo y demanda de vivienda son el principal motor del crecimiento**, contribuyendo con **1,9 pp** al PIB en el 2T2025, impulsados por la fuerte demanda de vivienda y el crédito a empresas.
- El **mercado laboral muestra un tensionamiento elevado**, con la tasa de desempleo en **10,6%** y la de vacantes estabilizada en torno al **0,6%**. La relación vacantes/desempleo (**5,6 %**) supera claramente el **nivel prepandemia (3,4%)**.
- En términos contables, **el crecimiento del PIB por PET en la primera mitad de 2025 se explica por la productividad**, ya que las horas trabajadas por persona apenas aportan, lo que refleja una mejora en la eficiencia del empleo.
- La **participación de los salarios en la renta nacional crece hasta el 53,8%**, al tiempo que la tasa de desempleo se reduce, consolidando un mercado laboral más equilibrado que en la etapa anterior a la pandemia.
- La **productividad por hora trabajada aumenta solo un 3% desde 2019**, mientras que la **productividad por ocupado y por empleado equivalente a tiempo completo (ETC)** se mantiene estancada o por debajo de los niveles prepandemia, reflejando debilidades estructurales persistentes.
- Desde 2020, el **crecimiento de la productividad por ETC se sitúa 28 puntos por debajo de su tendencia histórica**, debido a perturbaciones negativas tanto de oferta como de demanda. Destacan los efectos adversos del **comercio exterior** y la **política monetaria**, parcialmente compensados por el crédito bancario.

- Las perturbaciones de demanda han lastrado la productividad en los últimos trimestres, mientras que las de oferta han mostrado alternancia; la PTF y los márgenes de precios y salarios explican el reciente retroceso.
- En comparación con la UE8, la brecha del PIB por PET de España aumenta hasta 33 puntos porcentuales, impulsada por un rezago persistente en la productividad por hora trabajada y en la tasa de actividad.
- Reducir las horas trabajadas sin mejorar el nivel de ocupación y la eficiencia aumentaría la brecha con Europa, dado que España sólo compensaría parcialmente su menor productividad y empleo con un mayor número de horas por trabajador.

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 de **la revisión publicada por el INE el pasado 26 de septiembre**. 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.

Las previsiones de las principales instituciones de análisis económico estiman **el crecimiento real del PIB** agregado de nuestra economía para **2025** en un rango que varía **entre un 2,6 y un 3 por cien**, convirtiéndonos en una de las economías desarrolladas más dinámicas. Sin embargo, esta imagen se ve matizada cuando se consideran **otros aspectos** que, aunque no son predominantes en el debate público, sí **son relevantes en términos de bienestar presente y futuro**.

En este Observatorio se constata que, si se tiene en cuenta el notable crecimiento experimentado por la población en edad de trabajar, se observa que el comportamiento del PIB per cápita y del PIB por persona en edad de trabajar ha sido mucho más modesto que el del PIB agregado. En particular, **el crecimiento del PIB per cápita ha sido aproximadamente la mitad que la del PIB agregado desde finales de 2019**, y la evolución del PIB por población en edad de trabajar (PET) ha tardado cinco años en recuperar el nivel que correspondería a su senda de largo plazo tras la crisis de la COVID. Esto evidencia que **España ha sido una de las economías europeas a las que más tiempo le ha costado la recuperación**.

En esta edición del Observatorio, aparte de las secciones habituales, **ponemos el foco en la productividad por empleado equivalente a tiempo completo**. Mostraremos cuáles son los factores que subyacen a la evolución a largo plazo de la productividad, distinguiendo cuatro subperiodos desde principios de la década de los 90 hasta la actualidad. Veremos que las perturbaciones de oferta han detraído **crecimiento económico** en los últimos ocho trimestres, y que éste se ha apoyado, sobre todo, en perturbaciones que **tiene su origen en el lado de la demanda agregada**, lo que **no es un modelo de crecimiento sostenible a largo plazo**, pese a las notables tasas de crecimiento del PIB agregado de los dos últimos años. Respecto

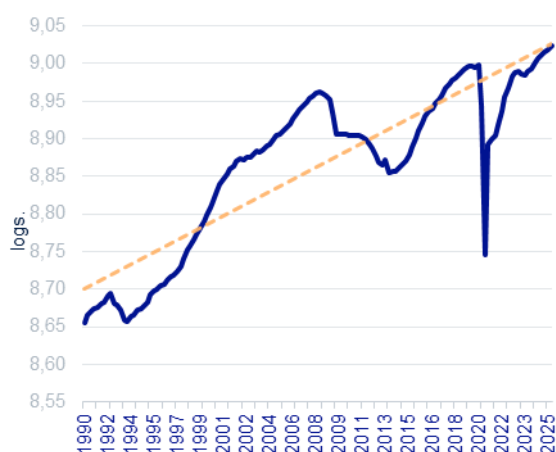
a los resultados de la anterior edición de este Observatorio, **la productividad total de los factores (PTF) lleva dos trimestres consecutivos contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB por PET y a la productividad del trabajo por empleo equivalente a tiempo completo (ETC), reavivando viejos problemas enquistados relacionados con una asignación de los factores poco eficiente.**

En la sección de comparación internacional se descompone contablemente el PIB por PET, y se evidencia que **España muestra una brecha negativa con respecto a las principales economías europeas en todos los componentes**, excepto en las horas por trabajador. En España trabajar más horas compensa parcialmente la brecha en el resto de componentes y evita que el PIB por empleo ETC sea significativamente menor.

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 primero 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, 2T1990-2T2025



Logaritmos.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

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



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 volver a acercarse 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 con respecto a la tendencia ha ido desapareciendo, situándose el PIB por PET observado 0,3 pp por encima de la tendencia en el 2T2025.** Dado que la divergencia entre el PIB por PET y su nivel potencial se ha acabado cerrando en los últimos dos trimestres, 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 tasa de crecimiento interanual entre 0,7 y 0,9 pp inferior a la tasa de crecimiento tendencial, la vuelta desde entonces a tasas de crecimiento superiores a la tendencial (entre 0,4 y 1,2 pp) parece apuntar a que el ciclo expansivo que se inició en el 2T2021 podría no haber concluido todavía.**

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 2 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, compensando 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). Los dos primeros trimestres de 2025 revelan, no obstante, que los factores de demanda y crédito han vuelto a ganar un protagonismo creciente, compensando la también creciente contribución negativa al crecimiento de las perturbaciones de oferta. De esta forma, **la tasa de crecimiento anual positiva (al situarse por encima de su media tendencial) del PIB por**

PET observada en el segundo trimestre de 2025 viene explicada exclusivamente por perturbaciones del lado de la demanda agregada. En concreto, los shocks de oferta detraerían alrededor de 1,1 pp del crecimiento interanual observado en el 2T2025, explicando las perturbaciones de demanda 1,8 pp. del crecimiento. En relación con las restricciones de oferta agregada, Biljanovska (2025) señala que la inversión total en España sigue débil pese al repunte del PIB, y que la incertidumbre de política económica y las restricciones financieras en pymes y empresas jóvenes limitan la recuperación del capital productivo.

Como se aprecia en el **Gráfico 4**, de los 0,7 pp de crecimiento interanual por encima del promedio muestral del PIB por PET **en el segundo trimestre de 2025**, por el lado de la oferta únicamente los márgenes salariales (0,9 pp) y los diferenciales de tipos de interés en la generación de crédito (0,2 pp) han contribuido positivamente a ese crecimiento. Esa contribución se ha visto claramente compensada por **los shocks al capital residencial (-1,2 pp), cuya contribución negativa al crecimiento va ganando peso desde hace casi dos 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 0,4 pp de crecimiento, tanto de los márgenes de precios, como de la imposición al capital y al trabajo y, también, de las perturbaciones a la productividad total de los factores (PTF)**. Esta es sin duda una mala noticia, ya que en trimestres anteriores parecía que la PTF había empezado a aportar al crecimiento y esta tendencia se ha truncado en los dos últimos trimestres.

GRÁFICO 3. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2023-2T2025

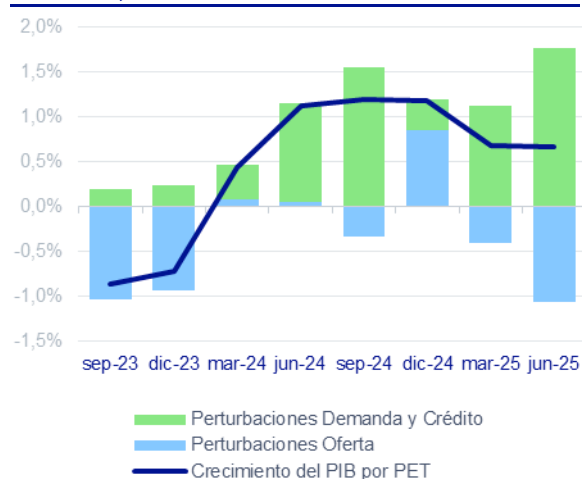
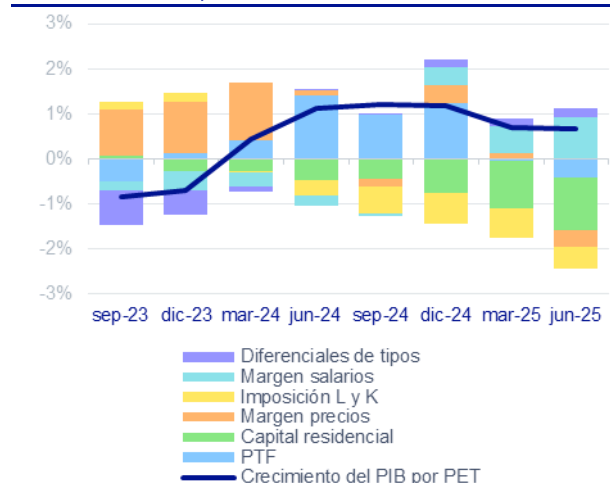


GRÁFICO 4. CONTRIBUCIONES DE LA COMPETENCIA EN MERCADOS, EL CAPITAL RESIDENCIAL, LA IMPOSICIÓN SOBRE TRABAJO Y CAPITAL, Y DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, 3T2023-2T2025



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 2T2025. 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 1,9 pp al crecimiento anual del PIB por PET, debido exclusivamente al tirón del shock sobre la vivienda**. También los *shocks* al crédito bancario, debido exclusivamente al **shock sobre el crédito a empresas, está impulsando 0,7 pp el crecimiento**. Finalmente, los shocks a la inversión pública y a los impuestos del consumo han contribuido positivamente al crecimiento con 0,2 pp. Por el lado negativo, los **shocks del sector exterior y los de política monetaria han detraído aproximadamente 0,6 y 0,5 pp, respectivamente, de crecimiento anual entre 2T2025 y 2T2024**.

El **Gráfico 6** amplía la representación gráfica de las contribuciones procedentes del consumo y la inversión públicas, por un lado, y de los ingresos públicos por el otro. **En agregado, la contribución del sector público ha sido ligeramente negativa (-0.25 pp) en 2T2025**. **En el lado positivo están únicamente los shocks a la inversión pública que han contribuido positivamente al crecimiento con 0,4 pp**, mientras que los shocks al consumo público han restado 0,15 pp y **los shocks a las distintas figuras impositivas han contribuido negativamente con 0,5 pp (destacando los ingresos del capital, que son responsables de restar 0,4 pp de crecimiento)**. Debemos destacar, como en Observatorios anteriores, la elevada incertidumbre a la que están sujetos en los últimos años los observables sobre ingreso y gastos del sector público, consecuencia de importantes revisiones y desfases en la información necesaria para elaborar las series. De hecho, según Biljanovska (2025) la ejecución de los fondos europeos *Next Generation EU* no ha impulsado aún la inversión agregada, por retrasos en su ejecución y dificultades en su clasificación contable.

GRÁFICO 5. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB DE LOS DISTINTOS FACTORES DE DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2023-2T2025

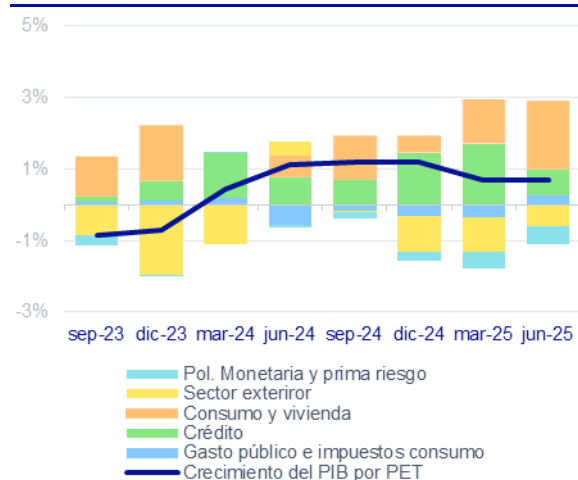
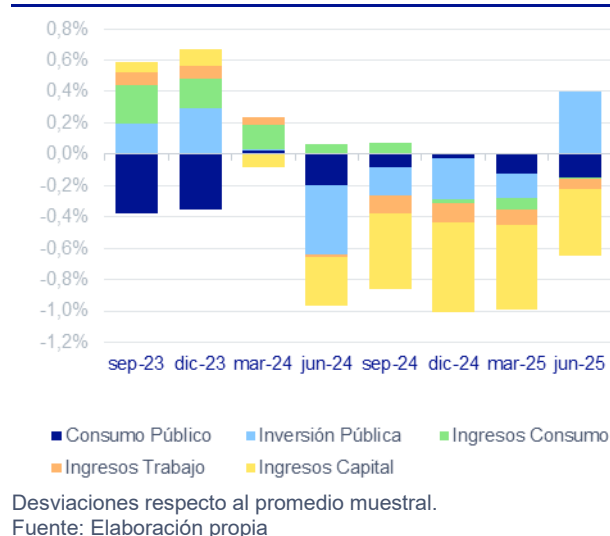


GRÁFICO 6. CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET DE LOS COMPONENTES DEL GASTO Y LOS INGRESOS PÚBLICOS, 3T2023-2T2025



3. El mercado de trabajo: desempleo y vacantes

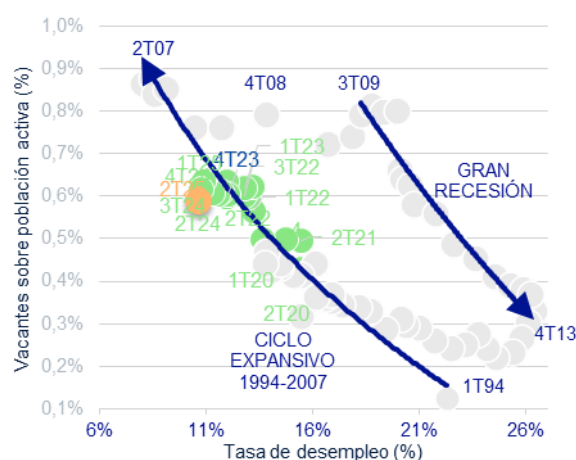
El **Gráfico 7 muestra el comportamiento de las tasas de desempleo y de vacantes** en la economía española desde el primer trimestre de 1980 hasta el segundo trimestre de 2025. Corregida de factores estacionales, la tasa de desempleo se situó en 2T2025 en el 10,6%. Tendríamos que remontarnos hasta los primeros trimestres de la Gran Recesión, concretamente entre 2T2008 y 3T2008, para encontrar en España una tasa de desempleo tan baja. Por su parte, la tasa de vacantes experimentó una recuperación todavía más rápida, cruzando el nivel prepandemia en el segundo trimestre de 2021. Desde entonces, y hasta el segundo trimestre de 2022 en pleno ciclo expansivo, la tasa de vacantes creció ininterrumpidamente hasta situarse en el entorno del 0,60%. **Desde finales de 2022 y hasta la actualidad, la tasa de vacantes ha oscilado entre 0,60 y 0,63, situándose en 2T2025 de nuevo en el 0,60%.** El indicador de **tensionamiento del mercado de trabajo en España, definido como las vacantes entre el desempleo, parece haberse estabilizado en el entorno del 5,6% (cuando era 3,4% en el cuarto trimestre de 2019)**, aunque con una tasa de desempleo significativamente inferior al trimestre anterior a la pandemia. De hecho, el segundo trimestre de 2025, **el tensionamiento en el mercado de trabajo muestra un mejor comportamiento que durante el periodo expansivo anterior a la Gran Recesión donde alcanzó valores cercanos al 11%).** La variable de tensionamiento se relaciona con los márgenes salariales. En los tres últimos trimestres de nuestra muestra, la contribución de los shocks a los márgenes salariales tiene un impacto positivo sobre el PIB por PET (0,9 pp en 2T2025). Habrá que prestar atención en los próximos trimestres a la evolución de la variable de tensionamiento del mercado de trabajo y a cómo se traslada este fenómeno a los márgenes salariales.

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

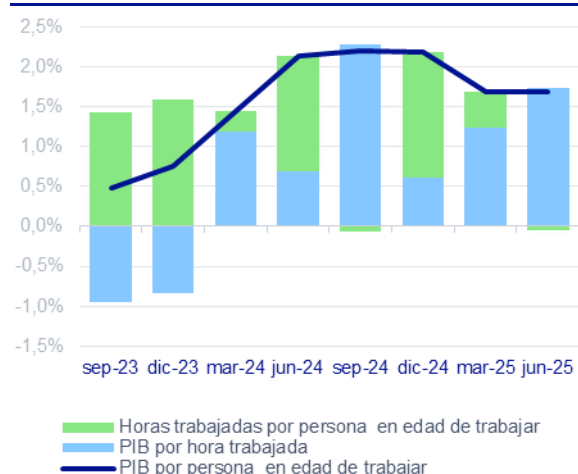
La curva de Beveridge (Gráfico 8) permite estudiar la relación entre vacantes y desempleo desde otra óptica. Los desplazamientos a lo largo de la curva, como entre 2010 y 2013, son principalmente resultado del ciclo económico. Sin embargo el desplazamiento hacia el exterior observado entre 2007 y 2009, coincidiendo con la Gran Recesión, puede interpretarse como un aumento del desajuste en el mercado de trabajo y una menor eficiencia

en el emparejamiento de desempleados y vacantes debido a una **reducción en la eficiencia de la asignación entre empleadores que buscan trabajadores y las habilidades específicas que poseen los trabajadores**, a una reducción en la intensidad del esfuerzo de búsqueda de los empleadores, o a un aumento en porcentaje de desempleados de larga duración, con **mayores dificultades para dejar el desempleo** (Barlevy, Faberman, Hobbijn y Sahin, 2023).

Durante la recuperación de la Gran Recesión entre 2013 y 2019, la curva de Beveridge deshizo el camino realizado durante la crisis, con desplazamientos hacia el origen de esta curva y aumentos de la relación vacantes/desempleados, de modo que, en el último trimestre de 2019, la ratio entre vacantes y desempleo se situaba en un nivel consistente con el ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.

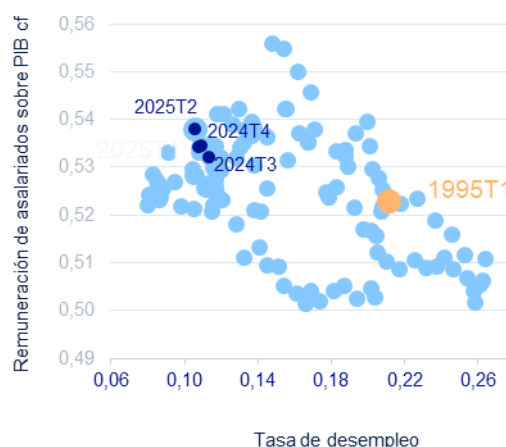
Durante la crisis de la Covid, la relación entre las tasas de vacantes y desempleo no se alejó de la curva de Beveridge inicial, a diferencia de lo observado en Estados Unidos, donde los procesos de recontractación, abandonos de puestos de trabajo, y reubicación de trabajadores supuso un fuerte desplazamiento hacia la derecha de la curva de Beveridge (Barlevy, Faberman, Hobbijn y Sahin, 2023). **Desde 2024 y hasta el segundo trimestre de 2025 la relación entre vacantes y desempleo se sitúa ligeramente a la izquierda de la curva de Beveridge del ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.** Tal y como comentábamos anteriormente, **entre finales de 2022 y la actualidad, la tasa de vacantes ha oscilado entre 0,60 y 0,63**, lo que podría indicar que, aunque elevadas, las tensiones del mercado de trabajo no están aumentando.

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

El **Gráfico 9** descompone la variación interanual del PIB por PET, en PIB por horas trabajadas (productividad) y el número de horas trabajadas por PET. Se trata de una descomposición contable no basada en perturbaciones estructurales. Desde el primer trimestre de 2024 hasta el segundo de 2025 la productividad por hora trabajada ha explicado una parte importante de la tasa de crecimiento del PIB por PET, lo que, sin duda, es una buena noticia para la economía española. De hecho, atendiendo al **crecimiento interanual de 2T2025 comprobamos que los 1,7 pp de crecimiento del PIB por PET se explican enteramente por la productividad, mientras que las horas por PET han tenido una mínima aportación negativa.**

El **Gráfico 10** muestra la **remuneración de los asalariados sobre el PIB al coste de los factores y su relación con la tasa de desempleo**. En la serie histórica utilizada, que empieza en el 1T1995, la remuneración de los asalariados sobre PIB ha variado entre el 50% y el 56%, con el grueso de los trimestres comprendido entre el 52 y el 54%. En el último trimestre de 2019 anterior a la pandemia de la Covid, la participación de los salarios en la renta agregada fue del 52,1%, con una tasa de desempleo del 13,8%. **Desde el último trimestre de 2023, la participación de los salarios ha ido creciendo, lenta pero sostenidamente, trimestre a trimestre desde el 52,3% hasta situarse en el 53,8% en 2T2025, al mismo tiempo que la tasa de desempleo se ha ido reduciendo del 11,8% al 10,3%.** No obstante, hay que destacar que la última revisión de la Contabilidad Nacional ha reducido en prácticamente un punto la participación de los salarios en la renta nacional (por ejemplo, del 54,3% al 53,4% en 1T2025).

4. Evolución de la productividad en España

La productividad en España ha tenido un comportamiento decepcionante, en términos generales, desde mediados de la década de los 90. Sin aumentos sostenidos de la productividad, es difícil que el crecimiento económico se mantenga elevado en el tiempo. En estas circunstancias las sociedades experimentan un estancamiento en la renta de los ciudadanos y su calidad de vida.

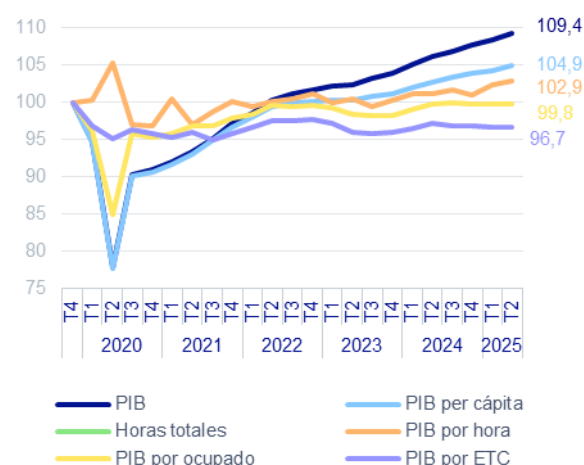
El **Gráfico 11** representa la evolución del PIB desde el 4T2019, el periodo anterior a que la pandemia azotara las economías. El periodo de notable y continuado crecimiento de la renta agregada a partir del 4T2020 tiene su reflejo en un **PIB que en el 2T2025 era un 9,4 por cien superior al de 4T2019**. Sin embargo, el crecimiento del PIB agregado puede ocultar debilidades que se observan cuando corregimos dicho crecimiento por ciertas variables. La primera y más obvia es la población, pues el crecimiento del PIB ha coincidido con un importante auge de la población inmigrante. Cuando se realiza esta corrección, se deduce un crecimiento en el **PIB per cápita que es aproximadamente la mitad del crecimiento en el PIB agregado**, lo que nos acerca, en términos de crecimiento del PIB per cápita en los últimos tres años, a otras economías europeas que no han experimentado un aumento de la población tan acusado.

Corrigiendo el PIB por el total de horas trabajadas, se obtiene el PIB por hora trabajada, que es una medida de la productividad del trabajo. La productividad media por hora trabajada ha

aumentado menos de un 3 por cien desde el 4T2019, lo que equivale a una media de medio punto porcentual anual. Según el informe del FMI “Spain’s Productivity Gap vis-à-vis Europe and the United States: Diagnosis and Remedies” (2025), la brecha de renta per cápita con Europa y EE. UU. se explica sobre todo por un déficit de productividad total de los factores y menor innovación. De hecho, si en lugar de las horas utilizamos el número de ocupados para corregir el PIB el resultado es más decepcionante, pues esta dimensión de la productividad (el PIB por ocupado) se situó en el 2T2025 al mismo nivel que hace 22 trimestres. **Este desempeño del PIB por ocupado respecto del PIB por hora trabajada está relacionado con un aumento mayor de los ocupados que de las horas trabajadas, posiblemente influido por el aumento en los contratos fijos discontinuos y otras modalidades de contratos a tiempo parcial.**

Para homogeneizar los ocupados que trabajan un número de horas muy distinto, la última serie del Gráfico 11 corrige por el nivel de empleo equivalente a tiempo completo (ETC), que es una medida que convierte el número total de horas trabajadas (por empleados a tiempo completo y parcial) en el número de trabajadores que habrían sido necesarios si todos trabajaran a jornada completa estándar. **La productividad medida en términos ETC está un 3,3% por debajo de la de 4T2019.**

GRÁFICO 11. PIB, PIB PER CÁPITA Y PRODUCTIVIDAD, 42019-2T2025



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

CUADRO 1. DIFERENCIAL DE CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD POR ETC Y FACTORES DETERMINANTES POR SUBPERIODOS

	1992-07	2008-13	2014-19	2020-25
Productividad por ETC	0,64	36,39	-8,53	-28,50
Oferta	-34,81	43,68	-4,06	-4,80
Demanda	35,45	-7,28	-4,47	-23,70
PTF	-16,59	30,53	-14,28	0,34
Construcción	-10,30	4,44	4,35	1,51
Competencia	-1,22	9,93	-3,02	-5,69
Crédito	-7,71	-10,13	7,34	10,50
Monetaria y prima riesgo	7,35	-7,44	8,07	-7,98
Comercio exterior	22,19	0,49	-12,51	-19,16
Consumo y vivienda	11,31	1,36	-10,50	-2,18
Política fiscal	-4,32	-1,77	11,93	-5,83

Desviaciones porcentuales acumuladas con respecto a la tendencia del subperiodo.

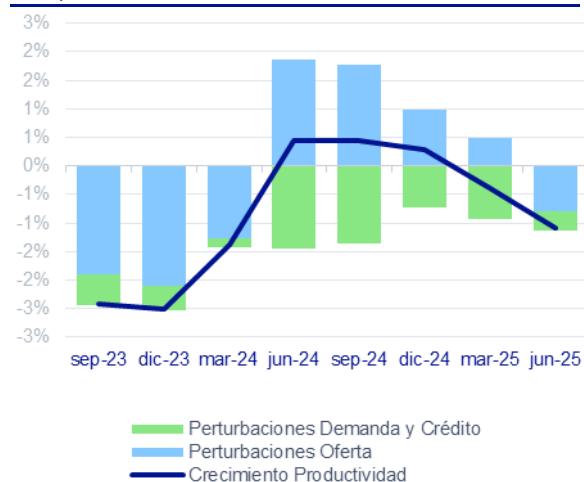
Fuente: Elaboración propia

El **Cuadro 1** indaga en los factores que se encuentran detrás del comportamiento de la productividad por ETC, utilizando una subdivisión por subperiodos consistente con la de la Sección 5 de este Observatorio. En la primera fila se muestra el diferencial de crecimiento acumulado de la productividad por ETC en cada subperiodo con respecto a la tasa de crecimiento media del periodo global (1992-2025). El subperiodo **1992-2007 se puede considerar un periodo de crecimiento “normal” de la productividad** (siendo dicha normalidad una medida relativa, pues se refiere a la desviación respecto a la tasa de crecimiento promedio a largo plazo de la productividad por ETC en España). El periodo de la crisis financiera **2008-2013** es atípico por mostrar un **crecimiento relativo de la productividad por ETC muy positivo debido en parte a una destrucción de empleo muy**

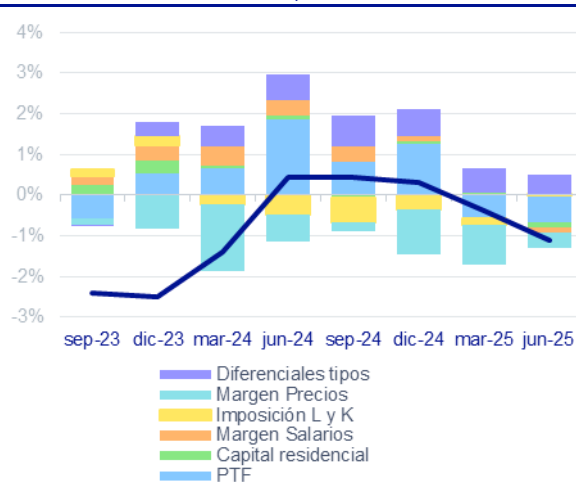
superior a la caída de la actividad. En particular, durante dicho periodo la productividad creció 36 puntos porcentuales más de los que hubiera correspondido a la evolución “normal” de la productividad en España. Desde 2014, el comportamiento de la productividad por ETC ha estado por debajo de la tendencia, destacando de modo negativo **la recuperación post-pandemia**, con un **crecimiento agregado de la productividad 28 puntos porcentuales por debajo del tendencial.**

La segunda y tercera fila del Cuadro 1 muestra la contribución durante los subperiodos de los shocks de oferta y los de demanda y crédito. Si en los subperiodos previos y coincidente con la Gran Recesión, los shocks de oferta y de demanda actuaban en direcciones opuestas, se observa que **tras el año 2014 las perturbaciones de oferta y demanda se refuerzan** para explicar el pobre desempeño de la productividad por ETC, siendo **llamativo el fuerte peso de los shocks de demanda tras la crisis de la COVID.**

El resto de las filas del Cuadro 1 muestran la contribución particular de una serie de shocks detrás de los que hemos llamado shocks de oferta y demanda. En cada subperiodo se ha destacado el tipo de perturbaciones que más han sumado y restado al crecimiento de la productividad. **Antes de la crisis financiera**, las **perturbaciones a la PTF** tuvieron una importancia destacada **frenando el crecimiento de la productividad**, seguramente reflejando un fenómeno de **mala asignación de los recursos, como demostraron García-Santana et al. (2019).** La crisis financiera supuso una caída acusada de la actividad económica y del empleo, lo que coincidió con una mejora de la productividad (en parte por un efecto composición), que en nuestra economía, lamentablemente, se ha comportado de forma contracíclica muy frecuentemente. Sin embargo, el profundo shock al crédito supuso un lastre para el crecimiento de la productividad. En cambio, nuestro modelo identifica a la PTF como principal responsable de la mejoría en el comportamiento de la productividad. **La crisis financiera, como uno de los pocos elementos positivos, revirtió la mala asignación de recursos del periodo anterior, mejorando el comportamiento de la productividad.** Durante el **periodo de recuperación posterior a la crisis financiera y de deuda soberana**, las **políticas de ingresos y gastos público**, que se vieron guiadas por criterios de consolidación fiscal, fueron el **principal soporte de la productividad**, con una contribución de 12 puntos porcentuales a su crecimiento durante el periodo 2014-2019. **Tras la crisis epidémica el comercio exterior es el principal responsable del mal comportamiento de la productividad**, resultado muy condicionado por los trimestres más duros de la pandemia. El **crédito bancario**, por el contrario, ha sido el principal factor que **ha impedido que la caída relativa en la productividad por ETC no haya sido mucho mayor.** **La PTF muestra una contribución nula. De acuerdo a IMF (2025b), el tejido empresarial español muestra poca rotación y escasez de empresas jóvenes de alto crecimiento (“gazelles”), lo que limita la reasignación eficiente de recursos, y afecta negativamente al crecimiento de la PTF.**

GRÁFICO 12. TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUALES DE LA PRODUCTIVIDAD POR ETC, 3T2023-2T2025

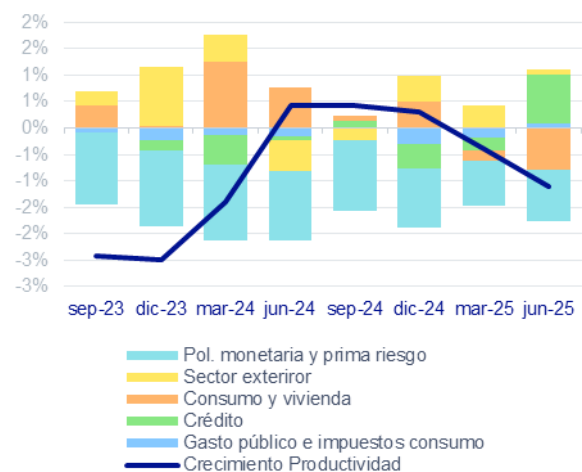
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 13. CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA A LA PRODUCTIVIDAD POR ETC, 3T2023-2T2025

Desviaciones respecto al promedio muestral..
Fuente: Elaboración propia

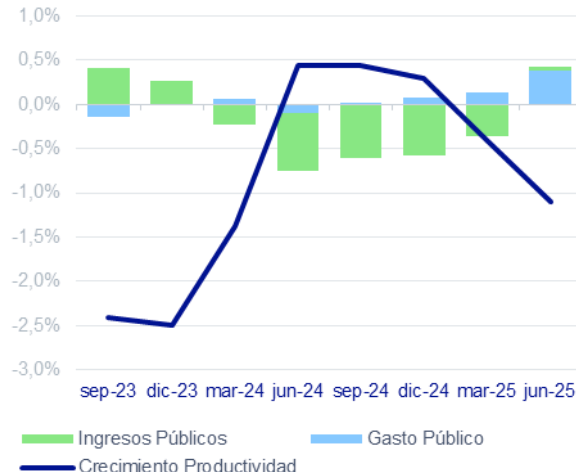
El **Gráfico 12 ilustra que**, pese a un repunte en el crecimiento de la productividad durante algunos trimestres del año 2024, su comportamiento desde el 3T2023 ha sido en términos generales negativo. La descomposición de shocks confirma, en línea con los resultados del Cuadro 1, que los de demanda han contribuido de forma continuada a restar crecimiento a la productividad por ETC, mientras que la contribución de las perturbaciones de oferta ha fluctuado más a lo largo de los últimos tres años, con alternancia de contribuciones positivas y negativas. **Justamente el último trimestre disponible supone un punto de inflexión** con lo que había sido la pauta en los cuatro trimestres anteriores, **y las perturbaciones de oferta pasan a contribuir de forma negativa**. El **Gráfico 13** confirma que son la **PTF los márgenes de precios y salarios los principales responsables** de este resultado. Según el **Gráfico 14**, **la política monetaria y la prima de riesgo** son los principales factores que **restan dinamismo a la productividad** en los últimos tres años, mientras que las **perturbaciones del sector exterior durante este periodo** se erigen como uno de los **determinantes más estables del empuje a la productividad por el lado de la demanda**. Este resultado puede indicar que nuestra economía ha aprovechado la mejora en la balanza de bienes y servicios para mejorar su productividad, tal vez por un cambio en la composición de nuestras importaciones y exportaciones hacia bienes y servicios con mayor valor añadido. El **Gráfico 15** refleja que la **política fiscal** no ha mostrado un comportamiento uniforme en cuanto a su impacto sobre la productividad en los últimos tres años, y su **contribución es muy reducida en comparación a otros periodos anteriores**.

GRÁFICO 14. CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE DEMANDA A LA PRODUCTIVIDAD POR ETC, 3T2023-2T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

GRÁFICO 15. CONTRIBUCIONES DE INGRESOS Y GASTOS PÚBLICOS A LA PRODUCTIVIDAD POR ETC, 3T2023-2T2025



Desviaciones respecto al promedio muestral..
Fuente: Elaboración propia

5. PIB por PET y sus determinantes de la economía europea en el contexto europeo

La sección de comparación internacional en el Observatorio sobre el Ciclo Económico en España, como es habitual, centra su atención en el tema específico que se aborda con detalle en el cuerpo central del Observatorio, en este caso los diferentes componentes que explican el diferencial en el Producto Interior Bruto por Persona en Edad de Trabajar (PIB/PET) entre España y el grupo de países de referencia.

La comparación se realiza respecto a un conjunto de países con perfiles macroeconómicos e institucionales sólidos, que denotamos como UE8: Alemania, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Francia, Países Bajos y Suecia. 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); el período de moderado **crecimiento posterior** (2014-2019); y el **pasado quinquenio** (2020-2024), definido por la acumulación de shocks adversos, en especial la pandemia derivada de la COVID-19, la invasión de Ucrania, las repercusiones económicas de las crecientes tensiones geopolíticas y el peor brote inflacionista en medio siglo, obligando a la reversión de las intensas políticas macroeconómicas expansivas articuladas en respuesta a los citados shocks.

Para este análisis empleamos la clásica **descomposición del crecimiento económico**, en la cual el PIB/PET se explica por la contribución de cuatro variables¹: la **productividad por hora trabajada** (PIB/HOR); el **número de horas trabajadas por ocupado** (HOR/OCUP); la **tasa**

1: Los datos para el conjunto de las variables empleadas provienen de la OCDE. Los correspondientes al PIB/PET y la PIB/HOR se miden en dólares constantes de 2020 en paridad de poder adquisitivo. Por otra parte, las cifras de empleados, activos y personas en edad de trabajar se corresponden con un rango de edad entre 15 y 64 años. Los países que componen la UE8 se detallan en el Anexo 2.

de empleo, o ratio entre ocupados y personas activas en la economía (OCUP/PA); y, finalmente, **la tasa de actividad**, o porcentaje de la población en edad de trabajar que tiene empleo o lo busca activamente (PA/PET).

Como realizamos en la sección de comparación internacional de los recientes Observatorios del Ciclo, acompañamos las reflexiones sobre los resultados más significativos del indicador con un gráfico (**Gráfico 18**) en tres paneles, correspondientes a los tres subperiodos de interés antes señalados. Con los mismos se facilita una mejor visión general de la evolución, absoluta y relativa a la UE-8, de la economía española. Las cinco variables (PIB/PET y sus cuatro factores explicativos) 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. Por tanto, áreas mayores suponen una situación más favorable para la zona económica considerada. 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.

El análisis no permite extraer conclusiones especialmente favorables para la economía española, ni en términos de la situación actual ni en lo relativo a la evolución en el conjunto del período considerado. En efecto, **la distancia del PIB/PET español respecto al de la UE8 se ha elevado desde los 28 puntos porcentuales en el primer subperiodo hasta los 33 en el pasado quinquenio**. Ese diferencial adverso mimetiza al que ha existido, entonces y en la actualidad, en la variable de mayor trascendencia en el medio y largo plazo para el crecimiento económico, la productividad del trabajo. Así, **la distancia en términos de PIB/HOR aumentó en 5.5 puntos porcentuales** entre el primero y el tercero de los subperíodos definidos. En ambos casos (PIB/PET y PIB/HOR) la atonía en el crecimiento es remarcable y preocupante, a escala europea y más aún a para España, dado el retraso ya existente en el punto de partida. Shibata (2025) enfatiza como una causa probable de este pobre desempeño que el gasto en I+D de las empresas españolas es muy inferior al europeo y al estadounidense (1,4 % del PIB frente a 2,1 % y 3 %).

Con la eficiencia en la producción ofreciendo tan pobres resultados, el siguiente factor de generación de crecimiento económico deviene del número de personas contribuyendo al mismo. El comportamiento de las dos variables vinculadas a este factor es muy diferente. Así, la ratio entre ocupados y activos mejora tanto en la UE8 como en España, siendo más intenso ese avance en el caso de la economía española (en otros términos, la reducción de la tasa de desempleo ha sido más acusada). No obstante, como bien puede observarse en el **Gráfico 18**, incluso con esa mejoría relativa, la tasa OCUP/PA se sitúa, como promedio del quinquenio 2020-2024, diez puntos porcentuales por debajo en el caso español respecto a la UE8. Mientras tanto, **la tasa de actividad** (PA/PET) nos muestra otro factor preocupante para la economía española, dado que la ratio se mantiene al mismo nivel en la tercera y en la primera de las tres etapas de nuestro análisis, lo que contrasta con el crecimiento de más de un 3% en el conjunto de la UE8. Esto implica que **el retraso español en el pasado quinquenio en esta variable ha aumentado hasta los 9 puntos porcentuales**.

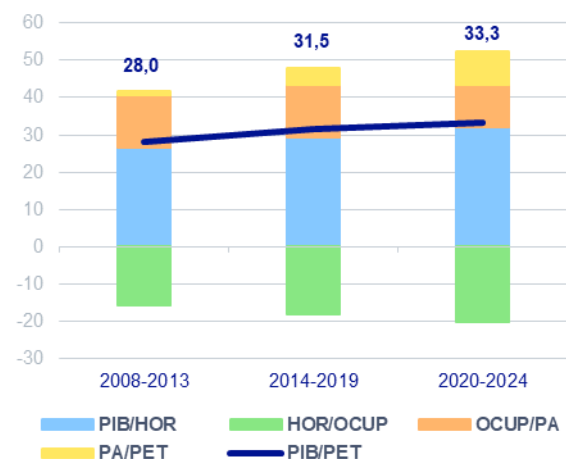
El adagio señala que, para aumentar al PIB, o se trabaja mejor, o trabaja más gente... o quien trabaja lo hace más horas. En España, analizado todo lo anterior, ha primado el tercer factor para reducir la distancia con la UE8. Así ocurría en el primer subperíodo (cerrando la brecha en el PIB/PET en 15.6 puntos porcentuales) y más aún lo hace en el más reciente (más de 20 puntos porcentuales), dado **que la reducción de horas trabajadas por ocupado (HOR/OCUP) ha sido mayor en la UE8 que en España en la pasada década y media.**

Dado que es éste el único efecto compensador del que goza la economía española, **una apuesta por reducir la horas trabajadas sin abordar los problemas estructurales** que, desde hace décadas, sitúan a España lejos de los valores de nuestros socios europeos tanto en eficiencia como en ocupación laborales, **comprometería seriamente el crecimiento económico** del país (entre otras variables) y nos alejaría todavía más en términos de PIB/PET de la UE8. La puesta en práctica de esta estrategia, que carece de fundamentación empírica sólida de que reducir el número de horas trabajadas *per se* aumenta tanto la participación en el mercado laboral como la productividad por hora trabajada, no resulta adecuada para reducir la brecha de la economía española respecto a las más desarrolladas de Europa en términos de PIB por persona en edad de trabajar.

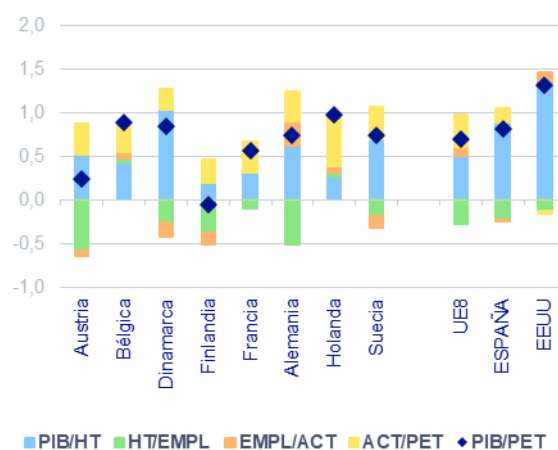
Además de la información contenida en los habituales pentágonos (**Gráfico 18**) que presentamos en esta sección del Observatorio, el **Gráfico 16** sintetiza el conjunto de las reflexiones realizadas, mostrando la descomposición del diferencial en el PIB/PET entre la UE8 y España, con la distancia explicada por la productividad por hora trabajada y la tasa de actividad (de manera positiva – es decir, mostrando una peor situación de la economía española – y creciente) y la tasa de empleo (también de manera positiva, pero decreciente, por la mayor reducción del paro en España). Mientras tanto, la diferencia en horas trabajadas reduce la brecha, y lo hace en mayor medida en el tercer subperíodo que en el primero.

Ciertamente, podría plantearse la disyuntiva, al tratarse de un análisis comparativo, de si el peor desempeño relativo, en situación y en evolución, de la economía española se debe a un comportamiento propio a o a uno singularmente favorable de la referencia de comparación, la UE8, en relación a otras economías. El **Gráfico 17** ayuda a despejar esa duda. En el mismo se presenta la evolución del PIB/PET y sus componentes, en el período 2008-2024². Además de los resultados para España y la UE8, se incorporan los de las ocho economías que constituyen nuestro bloque de referencia, y Estados Unidos. En todos los casos, **el PIB/PET para los países europeos ha estado aumentando a una tasa inferior al 1% anual desde la Gran Recesión, frente al 1.3% en Estados Unidos.**

2: Nótese que el período es el mismo que el resto del análisis, pero la evolución se calcula como la variación media anual entre el primer año y el último, no tomando como referencia los tres subperíodos que hemos definido con anterioridad. La diferencia más significativa de este diferente cómputo es que el crecimiento del PIB/HOR (y, con ello, del PIB/PET) de España en este caso es superior a la media del UE8, mientras es inferior cuando calculamos el cambio entre el primero y el tercero de los citados subperíodos.

GRÁFICO 16. DIFERENCIAL EN EL PIB/PET ENTRE LA UE8 Y ESPAÑA: TOTAL Y FACTORES EXPLICATIVOS (%)

Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE

GRÁFICO 17. EVOLUCIÓN DEL PIB/PET Y SUS COMPONENTES (% DE VARIACIÓN INTERANUAL, 2008-2024)

Fuente: Elaboración propia con datos de la OCDE

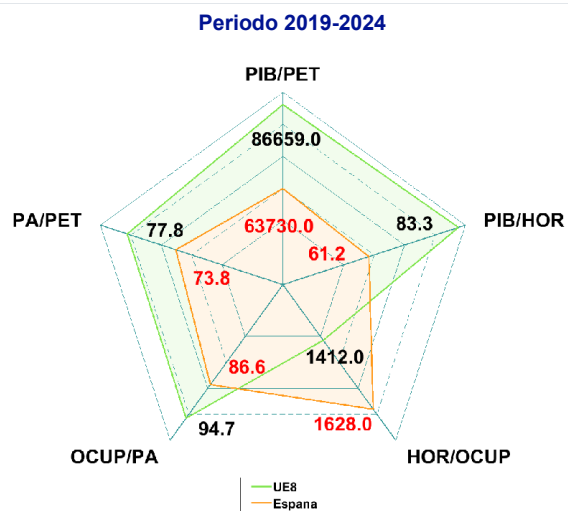
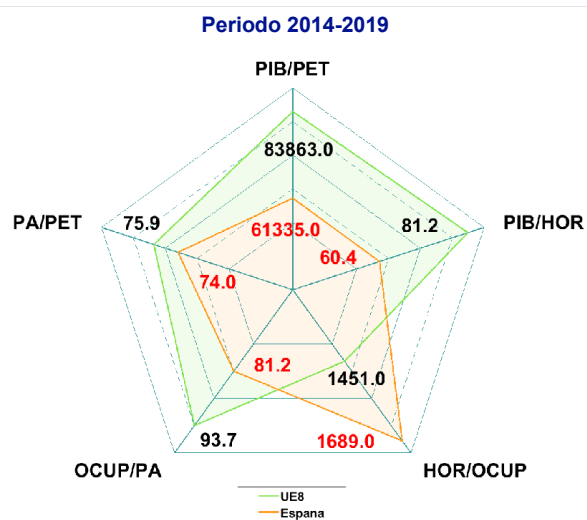
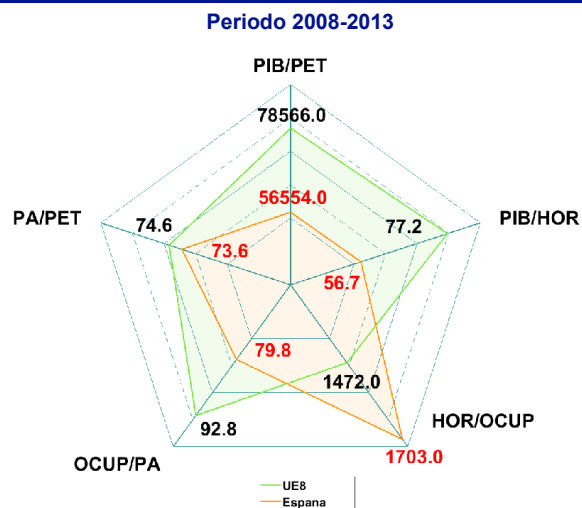
La ralentización se atribuye al **escaso crecimiento de la productividad, que oscila entre apenas dos décimas (Finlandia, Holanda) y un 1% anual (Dinamarca)**. Estas cifras quedan **muy por debajo del 1,35% de la economía estadounidense**, a pesar de que incluso en esta última el avance de la productividad se consideraba tan limitado que dio pie a ideas como el "estancamiento secular" o "el fin del crecimiento", en la década posterior a la crisis financiera de 2008. Las horas trabajadas han seguido reduciéndose, más en la UE8 y España que en Estados Unidos. Las tasas de empleo se han mantenido relativamente estables, aunque en promedio con una modesta mejora a ambos lados del Atlántico3.

En consecuencia, entre 2008 y 2024 solo hay un determinante del PIB/PET que haya contribuido a un mayor crecimiento del mismo en la UE8 que en Estados Unidos, el porcentaje de activos respecto a la población en edad de trabajar (en verde en el **Gráfico 17.**), que ha crecido 4.5 puntos porcentuales en la UE8 entre 2008 y 2024, mientras descendía cuatro décimas en Estados Unidos. En España, sin embargo, ese aumento no alcanza los dos puntos porcentuales.

En definitiva, **el peor comportamiento relativo del PIB/PET de la economía española en relación al de la UE8**, cimentado en especial en el bajo crecimiento de la productividad por hora trabajada, **no se deriva de una evolución particularmente favorable de nuestro espacio de referencia** que, de hecho, experimenta sus propios problemas significativos en esta crucial variable, como ha puesto de manifiesto el informe Draghi (2024). El diferencial negativo (de 30.5 puntos porcentuales en el último año, 2024) de España denota, por el contrario, los problemas de productividad que constituyen una debilidad estructural propia.

3: Para España, la variación es negativa, porque el año de partida en este caso, 2008, coincide con la menor tasa de paro de las últimas cuatro décadas y media. Ya se ha señalado con anterioridad que la ratio OCUP/PA del último quinquenio es superior a la del primer subperíodo completo.

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



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 doméstica.

17. 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.
18. 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.
19. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava el consumo.

Perturbaciones de crédito

20. Perturbación al crédito a las empresas, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de las empresas.
21. 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
Austria	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5	4,5	4,6	4,5
Bélgica	5,4	5,5	5,5	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,6	5,6	5,7
Dinamarca	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,2
Finlandia	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Francia	29,3	29,8	29,5	29,3	29,0	29,3	29,0	28,9	28,7	28,5	28,6	28,7	27,9	28,3	28,3	28,5
Alemania	40,6	40,0	40,5	40,9	40,9	40,8	41,5	41,4	41,7	41,9	41,7	41,5	42,0	41,3	41,0	40,8
P. Bajos	9,5	9,6	9,4	9,3	9,3	9,3	9,1	9,1	8,9	9,0	9,1	9,1	9,2	9,3	9,5	9,5
Suecia	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0	5,1	5,1	5,2	5,3	5,3	5,3

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.

Biljanovska, N. (2025): "Post-Pandemic Investment in Spain: Assessing the Sluggish Recovery." SIP/2025/76. FMI

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*, 127, 103469.

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.

Shibata, I. (2025): "Spain's Productivity Gap Vis-à-Vis Europe and the United States: Diagnosis and Remedies." SIP/2025/077. FMI

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.bbvarresearch.com.