

# 306

mayo-junio 2025  
(nueva época)

**Cuadernos  
de Información  
Económica**

Economía española  
y guerra comercial

Economía de EE. UU.

Deuda soberana:  
EE. UU. y eurozona

Banca española  
y europea

Exposición  
de la banca:  
riesgo soberano

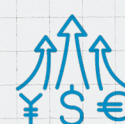
Defensa: fusiones  
y adquisiciones

Dinámica  
presupuestaria  
prorrogada

Presión fiscal

 **funcas**

## Teoría y práctica de una guerra arancelaria



**Director**

Francisco Rodríguez Fernández

**Consejo de redacción**

Carlos Ocaña Pérez de Tudela

Santiago Carbó Valverde

M<sup>a</sup> Jesús Fernández Sánchez

Juan José Ganuza

Raymond Torres

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

**Patronato****Presidente**

Isidro Fainé Casas

**Vicepresidente**

Antonio Jesús Romero Mora

**Secretario**

Fernando Conlledo Lantero

Antón Joseba Arriola Boneta

Manuel Azuaga Moreno

Carlos Egea Krauel

Miguel Ángel Escotet Álvarez

Amado Franco Lahoz

Pedro Antonio Merino García

Antonio Pulido Gutiérrez

Victorio Valle Sánchez

**Edita:**

Funcas

Caballero de Gracia, 28.

28013 Madrid

**Impresión:**

Cecabank

**Depósito Legal:**

M-402 - 1987

**ISSN edición impresa:**

1132 - 9386

**ISSN edición digital:**

2254-3422

**© Funcas**

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



# 306

mayo-junio 2025

(nueva época)

## Cuadernos de Información Económica

Teoría y práctica  
de una guerra  
arancelaria





## Pág. V

Carta de la redacción

### EFFECTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS DE LA INCETIDUMBRE COMERCIAL



01

Pág. 8

La economía española ante la guerra comercial

**Raymond Torres, María Jesús Fernández y Fernando Gómez Díaz**



02

Pág. 20

Perspectivas económicas de EE. UU. tras la llegada de la nueva Administración

**Peter Jarrett**



03

Pág. 34

Tensiones en los mercados de deuda soberana de EE. UU. y la eurozona

**Santiago Carbó Valverde y Francisco Rodríguez Fernández**

### ENTORNO BANCARIO Y EMPRESARIAL



04

Pág. 32

Banca española y europea: mejoras en su valoración

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



05

Pág. 52

La exposición de la banca española al riesgo soberano: una comparativa europea

**Joaquín Maudos**



06

Pág. 60

Fusiones y adquisiciones en Defensa: un cambio de paradigma para Europa

**Pablo Guijarro Segado y Pilar Gómez Estefanía**

### PRESUPUESTOS Y FISCALIDAD EN ESPAÑA



07

Pág. 72

Una dinámica presupuestaria prorrogada

**Santiago Lago Peñas**



08

Pág. 82

Aumento de la presión fiscal en los principales impuestos: IRPF en el punto de mira

**Desiderio Romero-Jordán**





# Carta de la Redacción

En 1930, la aprobación del arancel Smoot-Hawley por parte de Estados Unidos marcó el inicio de una espiral proteccionista que agravó la Gran Depresión. Un siglo después, la historia no se repite, pero resuenan ecos de disrupciones comerciales, ahora con nuevos matices estratégicos. Los aranceles, las tensiones geopolíticas y las rivalidades tecnológicas están reconfigurando los flujos económicos globales. La política comercial, cuyos efectos son siempre difíciles de predecir, se encuentra hoy supeditada a objetivos de seguridad nacional, liderazgo tecnológico o primacía política. La teoría económica observa, pero no siempre prescribe; y cuando lo intenta, a menudo es ignorada. Nos adentramos, así, en una nueva era de incertidumbre para el comercio internacional.

Este número de *Cuadernos de Información Económica* propone una lectura multidimensional de esta transformación. Abre con el artículo de RAYMOND TORRES, MARÍA JESÚS FERNÁNDEZ y FERNANDO GÓMEZ DÍAZ, quienes analizan el impacto de la guerra comercial global sobre la economía española, identificando los canales de transmisión más relevantes: deterioro de las exportaciones, freno inversor y desvío de flujos financieros. Los autores advierten que, aunque España ha mostrado una notable resiliencia macroeconómica, su vulnerabilidad externa y la dependencia de la demanda europea pueden amplificar los efectos de una prolongación del conflicto comercial, especialmente en un contexto de menor crecimiento en Francia y Alemania.

En una línea complementaria, PETER JARRETT, anterior responsable de país de EE. UU. en la

OCDE, examina las perspectivas de la economía estadounidense tras el retorno de Donald Trump a la presidencia, destacando el giro hacia políticas comerciales agresivas y su posible coste para el crecimiento a medio plazo. Su análisis subraya que, pese a un mercado laboral aún fuerte y un consumo robusto, las tensiones externas y el riesgo de represalias arancelarias pueden afectar tanto a la inflación como a la inversión, al tiempo que generan distorsiones en las cadenas de suministro globales.

El artículo de SANTIAGO CARBÓ VALVERDE y FRANCISCO RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ aborda los efectos financieros de este nuevo orden, analizando las tensiones en los mercados de deuda soberana en EE. UU. y la eurozona. Los autores destacan cómo la creciente politización de la política monetaria y fiscal genera movimientos abruptos en los rendimientos, con implicaciones para la estabilidad financiera global. Además, alertan sobre los efectos de segundo orden de esta inestabilidad, incluyendo un posible endurecimiento de las condiciones financieras para los estados más endeudados, lo que puede limitar su capacidad de respuesta ante futuras crisis.

En el ámbito financiero y empresarial, MARTA ALBERNI, ÁNGEL BERGES y LUCÍA IBÁÑEZ observan una mejora relativa en la valoración de la banca española y europea, aunque advierten sobre los límites de este avance en un entorno de desaceleración económica y elevada exigencia regulatoria. A través de un análisis comparado, muestran cómo las entidades significativas y menos significativas enfrentan presiones distintas en cuanto a costes operativos, digitalización y rentabilidad, reflejando una recuperación

desigual que puede condicionar el desempeño futuro del sector.

En paralelo, JOAQUÍN MAUDOS examina la exposición de la banca española al riesgo soberano, comparándola con la de otras economías del entorno europeo, y alertando sobre las implicaciones para la estabilidad del sistema financiero. Su estudio pone de relieve que, a pesar de una aparente reducción del riesgo país en términos agregados, el peso de la deuda pública en los balances bancarios españoles sigue siendo elevado, lo que supone una fuente de vulnerabilidad en caso de tensiones fiscales o repuntes abruptos en las primas de riesgo.

El artículo de PABLO GUIJARRO SEGADO y PILAR GÓMEZ ESTEFANÍA introduce un ángulo clave: el auge de las fusiones y adquisiciones en el sector de defensa europeo como respuesta a la creciente presión geoestratégica. La consolidación empresarial, más allá de su lógica financiera, se convierte en herramienta de autonomía estratégica. Europa, impulsada por iniciativas como *ReArm Europe*, se ve forzada a repensar su arquitectura industrial de seguridad. Los autores analizan casos concretos y muestran cómo la inversión en capacidades duales y la integración de la cadena de valor defensiva son ahora prioridades políticas y económicas ineludibles.

En el plano fiscal, SANTIAGO LAGO PEÑAS analiza la dinámica presupuestaria española bajo un

régimen de prórroga, marcada por la inercia del gasto y las tensiones derivadas de un entorno internacional más incierto. Su artículo señala que, pese a un cierre de ejercicio en 2024 más favorable de lo previsto, las perspectivas para 2025 y siguientes se complican por la presión del nuevo marco fiscal europeo, las demandas en defensa derivadas del contexto internacional y la incertidumbre sobre la continuidad de los fondos europeos *NGEU*.

A esto se suma la advertencia de DESIDERIO ROMERO-JORDÁN, quien documenta el fuerte aumento de la presión fiscal, especialmente en el IRPF, como consecuencia de la falta de indexación y del efecto inflacionario. Su análisis revela un aumento recaudatorio silencioso que afecta con mayor intensidad a las rentas medias. A través de una exhaustiva comparación histórica, el autor muestra cómo, en términos reales, los hogares pagan más impuestos que en 2008 pese a tener menos renta disponible.

En conjunto, este número ofrece una mirada crítica a una coyuntura en la que los aranceles no son ya una anomalía, sino parte de una estrategia deliberada. La política comercial se ha convertido más que nunca en política de poder, y con ello, las decisiones económicas adquieren una lógica más imprevisible, menos cooperativa y más confrontativa. Comprender este nuevo terreno requiere recuperar la economía política en su sentido más pleno... y un análisis económico pausado.





# 01

**Raymond Torres**

**María Jesús Fernández**

**Fernando Gómez Díaz**

Funcas



# La economía española ante la guerra comercial

Las medidas tarifarias decretadas por Washington el pasado 2 de abril abren un periodo de gran incertidumbre para la economía mundial, al tiempo que marcan un punto de inflexión para el sistema multilateral. Si bien el impacto directo de los aranceles sobre la economía española es relativamente limitado, con una pérdida estimada del PIB de entre 2 y 3 décimas, el coste se concentra en unos pocos sectores. Además, los impactos indirectos son cuantitativamente mayores. Uno, porque los países más afectados por los aranceles, como China, intentarán compensar la pérdida de cuota de mercado en EE. UU. con una ofensiva comercial en otros destinos, intensificando las importaciones. Dos, y sobre todo, porque los efectos recesivos sobre EE. UU., los mercados financieros y, particularmente, la inversión, una variable estrechamente relacionada con las exportaciones, serán los más relevantes a medida que se prolonga el vaivén de medidas, contramedidas y amenazas de retorsión. Bajo supuestos relativamente benévolos, la economía española crecería un 2,3 % este año, tres décimas menos de lo anticipado antes del inicio de la guerra comercial, y un 1,6 % en 2026, cuatro décimas menos.



## Introducción

Desde el regreso de Donald Trump a la presidencia de EE. UU., se ha abierto un periodo de inestabilidad del sistema multilateral cuyas implicaciones se examinan en el presente artículo. El pasado 2 de abril, llamado día de la liberación, el ejecutivo norteamericano decretó medidas arancelarias de gran calado, dejando la puerta abierta a restricciones adicionales (los llamados aranceles recíprocos). Desde entonces se han encadenado los anuncios y contra anuncios, así como acuerdos puntuales con Reino Unido y China, sin despejar las incertidumbres.

Para la economía española, el punto de partida es relativamente favorable gracias a la inercia expansiva de los últimos años. El PIB creció un 3,2 % en 2024, sensiblemente por encima de la media europea, y por encima de lo que se esperaba al inicio del ejercicio, en buena medida por la aportación del sector exterior. El crecimiento prosiguió en el inicio de este año, con un avance del PIB del 0,6 % en el primer trimestre (antes del día de la liberación), tan solo una décima porcentual menos que en los dos trimestres anteriores. Sin embargo, este resultado puede deberse en parte a un repunte transitorio de las exportaciones, las empresas anticipando sus envíos antes del anuncio de las medidas proteccionistas. Se anticipa que la guerra comercial incida con más nitidez en los próximos meses, tal y como se desprende del ejercicio de previsiones que se presenta a continuación.

## La escalada arancelaria y su impacto previsto en 2025-2026

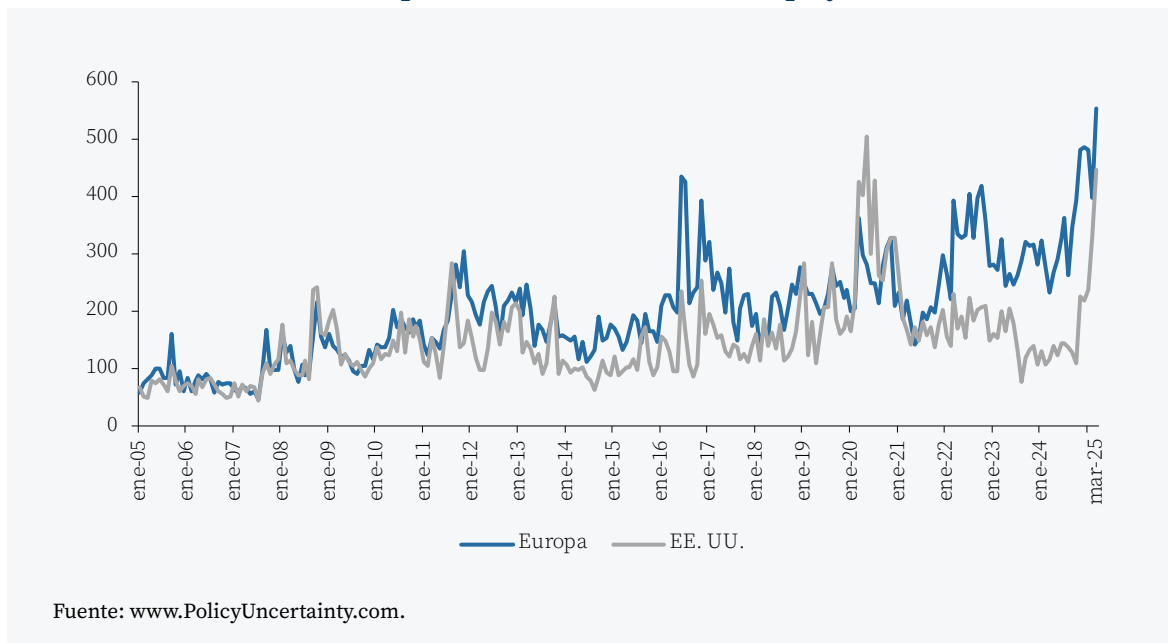
El endurecimiento de los aranceles impuestos por Estados Unidos a sus importaciones de bienes,

particularmente las que proceden de China, junto con la multiplicación de medidas unilaterales contrarias a las reglas establecidas en los tratados de comercio, han abierto un periodo de inestabilidad en las relaciones económicas internacionales. Además de un arancel universal del 10 % y de aranceles del 25 % para determinados productos como el acero, el aluminio y los automóviles, el ejecutivo norteamericano ha anunciado los llamados aranceles recíprocos, que consisten en gravámenes de gran calado específicos para cada socio comercial. Estos aranceles recíprocos se encuentran suspendidos hasta inicios de julio, y su activación depende del resultado de las negociaciones comerciales en curso. Se desconoce la magnitud de la respuesta de la Unión Europea en caso de aplicación de estos aranceles, más allá de algunas medidas sectoriales y de alcance limitado que ya han entrado en vigor. Todo ello conduce a un grado elevado de incertidumbre sobre el futuro de la política económica, tanto en Europa como en EE. UU. (gráfico 1), que se refleja en la volatilidad de los mercados financieros, cuyas fluctuaciones obedecen al vaivén de medidas anunciadas por el ejecutivo norteamericano.

En teoría, una elevación generalizada de tarifas aduaneras produce tres efectos. En primer lugar, las exportaciones se ven afectadas por la pérdida de competitividad con respecto a la producción interna, exenta de aranceles. Así pues, un arancel del 10 % podría generar una reducción del volumen exportado directamente a EE. UU. del 10 %. Esto es bajo la hipótesis de un traslado completo del arancel al precio final (véase Amiti *et al.*, 2019), y de una elasticidad de la demanda con respecto al precio final de uno<sup>1</sup>, en línea con lo observado en el episodio de proteccionismo durante el primer mandato de Trump.

1 El arancel del 35 % impuesto en 2018 a las importaciones de aceitunas españolas generó una reducción equivalente del volumen de envíos, consistente con una elasticidad unitaria.

Gráfico 1

**Índice de incertidumbre de política económica en Europa y EE. UU.**

En segundo lugar, se intensifica la competencia procedente de China, un país que soporta un arancel más elevado para sus envíos hacia EE. UU. y que está intentando compensar mediante una intensificación de sus ventas en Europa. En tercer lugar, el propio clima de incertidumbre que se cierne sobre las reglas comerciales es perjudicial para la inversión en el corto plazo. En el caso de España, la inversión en bienes de equipo está empíricamente correlacionada con las exportaciones de bienes.

Además de estos postulados teóricos, es necesario precisar la magnitud de los aranceles a que se enfrentará la economía española en los próximos años, antes de realizar una previsión de su impacto. Para ello, se parte de la hipótesis –relativamente benévola– de que los mercados financieros limitarán el alcance del giro proteccionista, obligando a negociar y suavizar algunas de las medidas ya anunciadas por los EE. UU. En

concreto, las previsiones no contemplan la aplicación de los aranceles recíprocos a Europa. En el caso de China, se parte también del supuesto de una perpetuación del recién sellado acuerdo comercial, que supone una suavización de la política arancelaria con respecto a los primeros anuncios y exenciones para los productos que resultan imprescindibles para el funcionamiento de la economía americana, lo que permitiría evitar una recesión.

Esta hipótesis es coherente con la evolución reciente de la política arancelaria que se ha ido adaptando a los vaivenes de los mercados y la economía en general. La actividad se ha desacelerado abruptamente, y se enfrenta a un deterioro de la confianza tanto de los consumidores, por los riesgos de subida de precios, como de las empresas que afrontan costes de producción más elevados. Muchos analistas apuntan a un riesgo de recesión, motivo por el cual los

mercados financieros están en alerta, obligando a sucesivas rectificaciones (como en el caso de la suspensión de los aranceles recíprocos, mencionada más arriba).

Incluso bajo este supuesto relativamente benévolo, las previsiones incorporan la desaceleración económica con una pérdida de ritmo de un punto porcentual de la economía norteamericana, en línea con la contracción del PIB registrado en el primer trimestre y las tendencias más recientes basadas en el modelo *GDPnow* de la Reserva Federal de Atlanta, contribuyendo también a una ralentización del comercio internacional<sup>2</sup>.

|  
*Se anticipa una pérdida de ritmo  
 de un punto porcentual de la economía  
 norteamericana, en línea  
 con la contracción del PIB registrado  
 en el primer trimestre y las tendencias  
 más recientes*  
 |

En el plano interno, el ritmo expansivo que mantiene la economía española podría dar una falsa sensación de desacoplamiento. No obstante, a efectos de estas previsiones, se parte de dos hipótesis. En primer lugar, las exportaciones españolas a EE. UU. se enfrentan a una pérdida de competitividad del 20 %, cifra que procede de la superposición del arancel universal del 10 %<sup>3</sup> y de la apreciación del euro frente al dólar, también en el entorno del 10 %. En segundo lugar, las previsiones se hacen bajo el supuesto de no entrada en vigor de los aranceles recíprocos, al

tiempo que excluyen la posibilidad de fuertes represalias europeas.

Finalmente, ante la ofensiva comercial en Europa de China para intentar compensar la pérdida de cuota del mercado norteamericano, se hace el supuesto de un incremento de la elasticidad de importaciones desde el 0,8 en 2024 hasta el 1,2 durante el periodo de previsión, coincidiendo este último valor con la media histórica.

Bajo estos supuestos, se estima que la economía española crecerá un 2,3 % este año, una décima menos que en la previsión de Funcas de enero, y un 1,6 % el que viene, cuatro décimas menos (cuadro 1). El cierre del último ejercicio, junto con un comportamiento de la economía en el primer tramo del año mejor de lo que se esperaba en las previsiones en enero, hubieran conducido a un ajuste al alza del PIB de dos décimas. Este efecto de arrastre o inercia expansiva, sin embargo, ha sido neutralizado por la entrada en vigor de los aranceles. Con todo, se estima que la guerra comercial restará tres décimas de crecimiento este año y cuatro adicionales el que viene (gráfico 2).

Casi la mitad de la desaceleración de la actividad se debería al impacto directo de los aranceles en las exportaciones (2,5 décimas)<sup>4</sup>, y, el resto (4,5 décimas), a la ralentización de la economía norteamericana y sus derivadas en el comercio internacional, particularmente en los mercados europeos.

El crecimiento será menos equilibrado que en años anteriores, ya que procederá solo de la demanda interna, cuya aportación será de 2,6

2 Para un análisis de la evolución reciente de la economía de Estados Unidos, véase Jarrett (2025).

3 Si bien algunos sectores, como el farmacéutico, están de momento exentos, otros como el acero, el aluminio y el automóvil se enfrentan a un gravamen específico. Por otra parte, la Administración Trump ha anunciado que la exención de las importaciones de productos farmacéuticos a efectos del arancel universal es provisional.

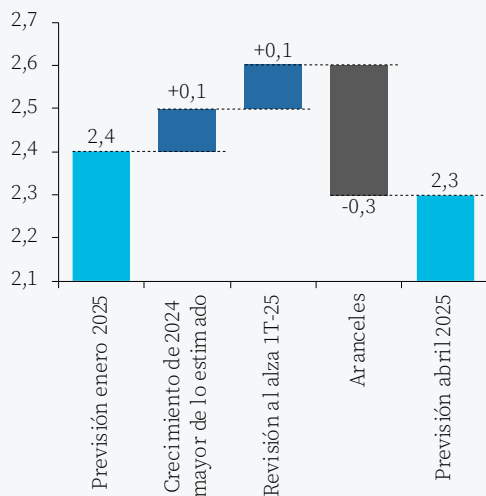
4 Para esta estimación, véase Funcas (2025).



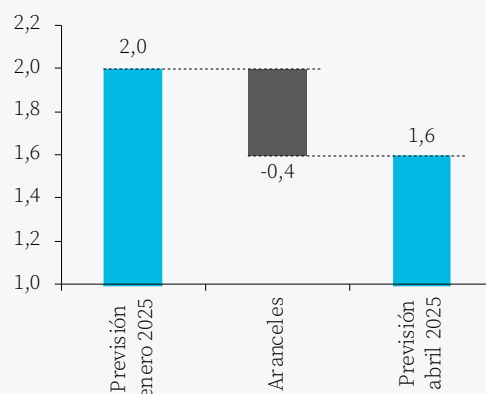
Gráfico 2

**Previsión de Funcas de crecimiento del PIB (escenario central)**

a) 2025



b) 2026



Fuente: Funcas.

puntos en 2025 y 1,9 en 2026 (valores una décima por encima de la previsión de enero). El sector exterior, por su parte, restará tres décimas tanto en 2025 como en 2026 (respectivamente una décima menos y tres décimas menos que en la anterior previsión).

Dentro de la demanda interna destaca el fuerte avance del consumo, contrastando con la debilidad de la inversión, particularmente en el segmento de bienes de equipo, el más sensible al deterioro del entorno internacional (gráfico 3). El consumo privado crecerá a un ritmo elevado, sostenido por el incremento de la renta disponible de los hogares y el desembolso de una parte del ahorro acumulado en los dos últimos años. Se espera también un aumento adicional del consumo público, aunque menos vigoroso que en ejercicios anteriores por la situación de prórroga presupuestaria y el sistema de entregas a cuenta a las administraciones territoriales:

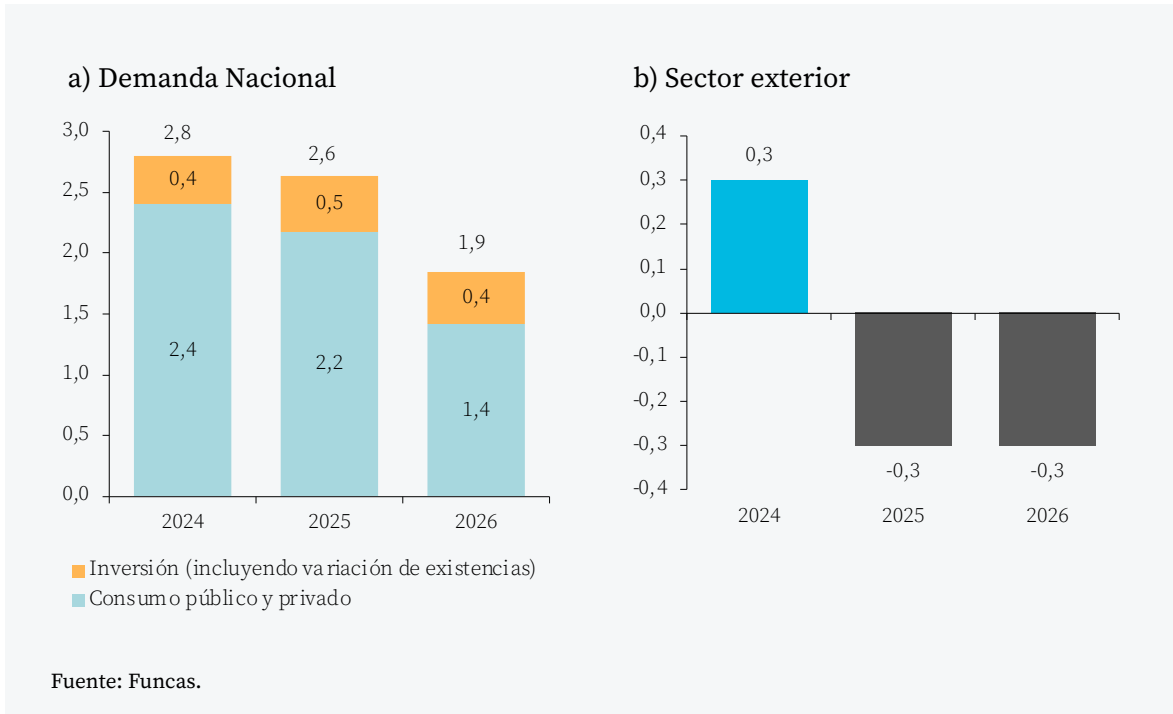
este año las compensaciones en virtud de dicho sistema serán relativamente limitadas, aportando menos laxitud al gasto autonómico que en ejercicios anteriores. Además, es previsible una cierta recuperación de la inversión residencial, en un entorno de fuerte demanda de vivienda.

La escalada proteccionista hará mella en las exportaciones, sobre todo de bienes, lastradas por la elevación de los aranceles. Las exportaciones de servicios no turísticos perderán algo de vigor, en consonancia con la desaceleración de los mercados internacionales. Y el turismo crecerá menos que en años anteriores, habida cuenta de los fenómenos de saturación que se han registrado durante la temporada veraniega. Pese a ello, se alcanzaría un récord de afluencia de viajeros extranjeros. Por otra parte, como ya se ha mencionado, se prevé una evolución de las importaciones más acorde con la elasticidad

## Gráfico 3

**Contribución al crecimiento del PIB de España**

Puntos porcentuales



histórica, contribuyendo también a la detracción de actividad del sector exterior.

*La reducción de la inflación debería afianzarse, como consecuencia de la moderación de los precios de los productos importados. Esto se explica principalmente por la apreciación del euro, el abaratamiento de los hidrocarburos y la mayor entrada de productos importados*

Salvo eventos inesperados, la reducción de la inflación debería afianzarse, como consecuencia de la moderación de los precios de los productos importados. Esto se explica principalmente por

la apreciación del euro, el abaratamiento de los hidrocarburos y la mayor entrada de productos importados, en un contexto de competencia exacerbada por el cierre de facto del mercado norteamericano a las exportaciones procedentes de Asia. Por otra parte, el fin de las reducciones de IVA sobre los alimentos ha tenido un impacto ligeramente más acentuado de lo anticipado en las previsiones de enero. Con todo, se espera un incremento del IPC del 2,3 % para 2025 (en media anual) y del 1,9 % en 2026, valores cercanos a la anterior previsión. Conviene, sin embargo, señalar que las eventuales represalias de la Unión Europea podrían alterar la senda de desinflación. De momento, este escenario es coherente con un recorte de tipos por parte del BCE, de modo que el euríbor a un año bajaría hasta el 2 % a finales de año y el 1,75 % en 2026.

El mercado laboral seguirá expandiéndose, si bien a un ritmo inferior que en el periodo reciente. Se anticipa la creación de 360.000 empleos netos anuales durante el bienio 2025-2026, frente a un promedio de 550.000 en los dos últimos años (en términos de *EPA*). También se prevé una desaceleración de la población activa, ya que la escasez de vivienda actuará como cuello de botella para la inmigración y la incorporación de nueva fuerza laboral en general. La tasa de paro descenderá hasta el 10 % en 2026, cinco décimas menos que en la anterior previsión (en parte por el buen cierre de 2024, que todavía se desconocía en la ronda de enero).

Tras un superávit histórico en el pasado ejercicio, el saldo por cuenta corriente se contraerá durante el periodo de previsión, si bien todavía se mantendrá en terreno positivo. Este resultado se explica por la fuerte ralentización del volumen de exportaciones y por el repunte del volumen de importaciones. El excedente exterior bajará hasta el 2,3 % en 2026, es decir, 1,2 puntos por debajo de la anterior previsión, todavía un nivel sólido.

Las previsiones de déficit público han sufrido pocas modificaciones. El agujero presupuestario descenderá hasta el 2,9 % en 2025, y tres décimas menos sin contar los efectos de la Dana. Para el año que viene se anticipa un déficit prácticamente igual, del 2,8 %. Ante la persistencia del desequilibrio y la desaceleración de la economía, la deuda pública todavía rondará el 100 % del PIB, dejando poco margen de maniobra ante futuros *shocks*. Esta situación, junto con los planes de gasto en defensa en toda Europa, se reflejan en el rendimiento de los bonos de deuda pública –al alza frente a la previsión de enero–.

## Riesgos de un escenario de incertidumbre persistente

Las previsiones anteriores, que apuntan a un impacto relativamente limitado del *shock* comercial, se basan en que el gobierno americano no aplique en su totalidad las medidas proteccionistas y las nuevas reglas comerciales se definan en un periodo breve, dando fin a la inestabilidad actual. Aunque deseable, no es seguro que esto ocurra. En particular, es posible imaginar un escenario distinto, en que la situación de incertidumbre –con continuos anuncios, contra anuncios y rectificaciones (como se ha venido produciendo estos días)– se mantenga durante el horizonte de previsión (2025-2026) o, incluso que los aranceles recíprocos se activen. Todo ello impactaría directamente en la economía, generando un clima de incertidumbre muy adverso para las decisiones de inversión.

Es difícil estimar el efecto sobre la inversión derivado de la persistencia de un elevado grado de incertidumbre, ya que el impacto de esta variable, probablemente, no es lineal, sino que se incrementa en momentos de tensión extraordinaria, y no existen precedentes comparables a la situación actual en la historia económica reciente<sup>5</sup>. Pese a ello, las siguientes líneas intentan aproximar el orden de magnitud del impacto que tendría un escenario como este.

Si tomamos como referencia el comportamiento de la inversión en un momento de gran incertidumbre como fue la crisis de la deuda, en países europeos no afectados por una crisis financiera como la vivida en España, así como el comportamiento en aquella ocasión de otras variables

<sup>5</sup> Conforme a los índices de incertidumbre, esta alcanzó niveles máximos en España durante la crisis de la deuda de 2012 y en 2020. Pero fueron situaciones de una naturaleza diferente, y existieron otros factores adicionales al de la incertidumbre actuando sobre la inversión –la paralización de los flujos de crédito por la crisis financiera y el elevado endeudamiento de las empresas en 2012– que no están presentes en la coyuntura actual.

que pueden verse afectadas por la incertidumbre global –como, por ejemplo, las exportaciones españolas de servicios turísticos–, sumado al efecto multiplicador sobre el empleo y el consumo, así como un cierto impacto sobre otras variables como la inflación –a la baja–, se puede estimar un impacto sobre el PIB de tres décimas porcentuales este año y dos décimas el año próximo. Es decir, la repercusión de la incertidumbre sobre el PIB por la vía de la inversión se concentraría en la segunda mitad de este año. Dicho impacto se añadiría al ya incorporado en el escenario central de previsiones, derivado exclusivamente de la reducción de las exportaciones por efecto directo de los aranceles, y que se ha estimado en dos décimas porcentuales este año y cuatro décimas el año próximo. Por otra parte, la repercusión sobre la inversión en construcción, para los impactos estimados, sería irrelevante, ya que esta variable sigue su propia dinámica y, además, los efectos de los cambios en la coyuntura tardan más tiempo en manifestarse.

En un escenario de sostenimiento de los niveles elevados de incertidumbre actuales durante el tiempo suficiente como para impactar en la

inversión, el crecimiento del PIB sería del 2 % en 2025 y del 1,4 % en 2026

Por tanto, como consecuencia de la suma de ambos efectos, en un escenario de sostenimiento de los niveles elevados de incertidumbre actuales durante el tiempo suficiente como para impactar en la inversión, el crecimiento del PIB sería del 2 % en 2025 y del 1,4 % en 2026, con tasas de crecimiento intertrimestrales negativas en los dos últimos trimestres de 2025.

Finalmente, el deterioro podría ser aún más profundo, particularmente si EE. UU. entrara en recesión y la inflación repuntara con intensidad, mermando el poder adquisitivo de las familias. Este escenario, claramente indeseable para todos y cada uno de los países, depende de que se produzcan reacciones en cascada entre el desplome de la confianza, las decisiones de consumo e inversión, y el hundimiento de los mercados financieros, con salidas de capitales hacia destinos percibidos como menos hostiles (el tan temido “momento Liz Truss”). Semejante círculo vicioso nos parece poco probable, pero, de generarse, sería difícil de revertir.

## Referencias

- AMITI, M., REDDING, S. J., y WEINSTEIN, D. E. (2019). The Impacts of 2018 Tariffs on Prices and Welfare. *Journal of Economic Perspectives*, Volume 33, Number 4—Fall 2019.
- FUNCAS. (2025). El impacto en la economía española de los aranceles decretados por EE. UU. Madrid: Funcas. <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2025/04/Nota-aranceles.pdf>
- JARRETT, P. (2025). Perspectivas económicas de EE. UU. tras la llegada de la nueva Administración. Madrid: Funcas. <https://www.funcas.es/articulos/perspectivas-economicas-de-ee-uu-tras-la-llegada-de-la-nueva-administracion/>

## Cuadro 1

**Previsiones económicas para España 2025-2026**

Variación anual en porcentaje, salvo indicación en contrario

	Datos observados				Previsiones Funcas		Variación de las previsiones <sup>[a]</sup>	
	Media 2008-2013	Media 2014-2019	Media 2020-2023	2024	2025	2026	2025	2026
<b>PIB y agregados, precios constantes</b>								
PIB	-1,3	2,6	0,9	3,2	2,3	1,6	-0,1	-0,4
Consumo final hogares e ISFLSH	-2,1	2,2	0,1	2,9	3,1	2,0	0,1	0,4
Consumo final administraciones públicas	0,6	1,2	3,2	4,1	2,2	1,5	-0,2	0,0
Formación bruta de capital fijo	-7,5	5,0	-0,4	3,0	2,5	2,2	0,4	-1,0
Construcción	-10,5	5,2	-0,8	3,5	2,9	2,7	-0,1	-0,3
Equipo y otros productos	-2,9	4,7	0,1	2,4	2,1	1,6	0,9	-1,7
Exportación bienes y servicios	1,6	4,0	1,6	3,1	1,7	1,1	-0,7	-2,1
Importación bienes y servicios	-4,4	4,4	1,3	2,4	2,9	2,1	-0,6	-0,9
Demanda nacional (aportación en puntos porcentuales)	-3,1	2,6	0,9	2,8	2,6	1,9	0,0	0,1
Saldo exterior (aportación en puntos porcentuales)	1,8	0,0	0,0	0,3	-0,3	-0,3	-0,1	-0,5
PIB precios corrientes: - miles de mill. de euros	--	--	--	1591,6	1666,7	1721,7	--	--
- % variación	-0,8	3,4	4,6	6,2	4,7	3,3	0,0	-0,7
<b>Inflación, empleo y paro</b>								
Deflactor del PIB	0,5	0,8	3,6	3,0	2,3	1,7	0,1	-0,2
Deflactor del consumo de los hogares	1,7	0,7	3,5	4,1	2,3	1,8	-0,3	-0,1
Remuneración por asalariado e.t.c	2,4	1,2	3,3	4,7	2,9	2,1	0,0	0,1
Empleo (EPA)	-3,0	2,4	1,7	2,2	2,1	1,2	0,4	0,2
Tasa de paro (EPA, % de la pob. activa)	20,2	18,8	13,9	11,3	10,5	10,0	-0,4	-0,5
<b>Equilibrios financieros (porcentaje del PIB)</b>								
Tasa de ahorro nacional	19,0	21,9	22,7	23,5	23,4	23,1	0,1	-1,0
Tasa de inversión nacional	21,8	19,6	21,5	20,5	20,6	20,8	0,2	0,2
Saldo cta. cte. frente al resto del mundo	-2,8	2,3	1,1	3,0	2,8	2,3	-0,1	-1,2
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de la nación	-2,4	2,7	2,0	4,2	3,9	3,3	0,1	-0,7
Cap. (+) o nec. (-) de financiación de las AA.PP.	-9,0	-4,0	-6,2	-3,2	-2,9	-2,8	0,0	0,1
Deuda pública según PDE	68,7	101,3	112,4	101,8	100,0	99,8	-0,7	-0,1
<b>Otras variables</b>								
PIB real per cápita	-1,8	2,4	0,2	2,2	1,6	1,1	-0,1	-0,4
PIB Eurozona	-0,3	1,9	0,9	0,8	0,7	1,0	-0,5	-0,5
Tasa de ahorro hogares (% de la RDB)	9,3	7,2	13,2	13,6	12,0	11,5	-0,2	-0,4
Deuda bruta hogares (% de la RDB)	127,7	100,5	83,4	67,7	66,1	64,7	0,4	0,4
Deuda bruta consolidada soc. no financ. (% del PIB)	112,4	84,7	78,4	63,5	61,9	60,5	-0,6	-0,3
EURIBOR 12 meses (% media anual)	1,90	0,01	1,04	3,27	2,03	1,75	-0,67	-0,50
Rendimiento deuda pública 10 años (% media anual)	4,74	1,58	1,60	3,15	3,21	3,12	0,01	0,30

[a] Variación en puntos porcentuales entre las previsiones actuales y las anteriores.

Fuentes: 2008-2024: INE y BE; Previsiones 2025-2026: Funcas.

## Cuadro 2

**Previsiones trimestrales para la economía española 2025-2026**

Variación en porcentaje, salvo indicación en contrario

							Aportación al crecimiento del PIB				
		PIB	Consumo privado	Consumo público	FBCF	Export.	Import.	Demanda nacional	Saldo exterior	Empleo (EPA)	Tasa de paro
2018		2,4	1,7	2,1	6,5	1,7	3,9	3,0	-0,6	2,7	15,3
2019		2,0	1,1	2,2	4,9	2,3	1,3	1,6	0,4	2,3	14,1
2020		-10,9	-12,1	3,5	-8,9	-20,1	-15,1	-8,8	-2,2	-2,9	15,5
2021		6,7	7,1	3,6	2,6	13,4	15,0	6,9	-0,3	3,3	14,9
2022		6,2	4,8	0,6	3,3	14,3	7,7	3,9	2,3	3,6	13,0
2023		2,7	1,8	5,2	2,1	2,8	0,3	1,7	1,0	3,1	12,2
2024		3,2	2,9	4,1	3,0	3,1	2,4	2,8	0,3	2,2	11,3
2025		2,3	3,1	2,2	2,5	1,7	2,9	2,6	-0,3	2,1	10,5
2026		1,6	2,0	1,5	2,2	1,1	2,1	1,9	-0,3	1,2	10,0
Variación trimestral, en %											Tasa de paro
2023	I	0,7	1,2	1,1	3,9	1,0	2,3	0,9	-0,3	1,2	13,4
	II	0,2	0,8	1,8	0,0	-0,4	0,4	0,6	-0,3	1,4	11,7
	III	0,7	0,8	1,5	-0,5	-1,5	-1,4	0,7	0,0	0,6	11,9
	IV	0,7	0,2	0,6	1,2	1,6	1,1	0,5	0,2	0,4	11,8
2024	I	1,0	0,4	0,9	1,5	2,1	1,0	0,5	0,5	0,5	12,3
	II	0,8	1,1	0,3	0,7	0,5	0,5	0,8	0,0	0,4	11,3
	III	0,8	1,2	2,3	-1,3	0,4	1,0	0,9	-0,2	0,4	11,2
	IV	0,8	1,0	0,3	3,5	0,1	1,4	-0,1	0,9	0,8	10,6
2025	I	0,7	0,8	0,2	-0,4	0,9	0,3	0,4	0,3	0,7	11,1
	II	0,4	0,4	0,3	0,6	0,3	0,5	0,4	0,0	0,4	10,1
	III	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,7	0,4	-0,1	0,2	10,4
	IV	0,2	0,4	0,3	1,0	-0,1	0,7	0,5	-0,3	0,2	10,2
Variación interanual, en %											
2023	I	3,9	1,7	3,4	1,9	9,0	1,8	1,2	2,7	2,2	--
	II	2,4	1,0	6,0	1,7	1,8	-1,5	1,1	1,3	3,2	--
	III	2,2	1,4	6,4	0,3	0,0	-1,3	1,6	0,5	3,4	--
	IV	2,3	3,0	5,0	4,7	0,7	2,3	2,8	-0,4	3,6	--
2024	I	2,6	2,2	4,9	2,3	1,8	1,0	2,3	0,3	3,0	--
	II	3,2	2,6	3,4	3,0	2,7	1,1	2,5	0,7	2,0	--
	III	3,3	3,0	4,2	2,2	4,7	3,7	2,8	0,5	1,8	--
	IV	3,4	3,8	4,0	4,5	3,2	4,0	3,6	-0,2	2,2	--
2025	I	3,1	4,2	3,3	2,4	2,0	3,3	3,4	-0,4	2,3	--
	II	2,6	3,5	3,3	2,3	1,8	3,2	3,0	-0,4	2,3	--
	III	2,1	2,7	1,3	3,9	1,7	2,9	2,4	-0,3	2,1	--
	IV	1,5	2,1	1,2	1,4	1,5	2,2	1,7	-0,2	1,5	--

Fuentes: previsiones de Funcas (zona sombreada).





# 02

**Peter Jarrett\***

\* El autor fue jefe de la oficina de país de Estados Unidos en la OCDE. Las opiniones expresadas son suyas y de ninguna manera representan las de la OCDE. Desea agradecer a Paul Horne y Geoff Barnard por sus útiles comentarios sobre una versión anterior, aunque cualquier error restante es su propia responsabilidad.



## Perspectivas económicas de EE. UU. tras la llegada de la nueva Administración

Hasta finales del año pasado, la economía de EE. UU. mostraba un desempeño sólido, con crecimiento robusto, inflación moderada y bajo desempleo. Sin embargo, las recientes políticas de la nueva Administración han provocado un fuerte *shock* negativo. Los nuevos aranceles reducen los ingresos de los hogares, el consumo, la inversión y los márgenes empresariales, afectando también a la innovación a largo plazo. La incertidumbre ha crecido por el modo errático de aplicar estas medidas, impactando negativamente en la inversión y en el consumo de bienes duraderos. Además, decisiones como la posible imposición a tenedores extranjeros de bonos, la deportación de inmigrantes, los despidos en el gobierno, la erosión del Estado de derecho y las tensiones con aliados han deteriorado el clima económico y la confianza global. Todo ello ha provocado reacciones negativas en los mercados financieros y un aumento del riesgo de estanflación, o incluso de una crisis más grave si no se corrige el rumbo actual.

## Los resultados económicos de los últimos años han sido ejemplares

La economía estadounidense ha disfrutado de una racha de buenos resultados en los últimos años en comparación con sus pares de los países desarrollados. El PIB real creció un 2,8 % en 2024, frente a una media no ponderada de solo el 0,7 % del resto de los países del G7. La producción se expandió un 2,3 % en el último trimestre del año. La tasa de paro era reducida en términos históricos, situándose en el 4,1 % a finales de año. El empleo no agrícola aumentaba rápidamente. Los mercados financieros mostraban solidez (aunque no efervescencia), y los balances de los hogares eran en general sostenibles, salvo para los segmentos de ingresos medios y bajos, más vulnerables al encarecimiento de los costes de financiación (Jefferson, 2025).

A pesar de que los tipos de interés eran más elevados que en años anteriores, el servicio de la deuda de los hogares se mantuvo en niveles reducidos, debido a que el servicio de la deuda hipotecaria seguía siendo modesto (gracias a los bajos tipos hipotecarios de años anteriores). En contraste, el crédito renovable se encareció notablemente: la morosidad en tarjetas de crédito se disparó a finales de 2024, especialmente entre prestatarios de alto riesgo vinculados a entidades bancarias de menor tamaño.

La inflación fue moderada, alcanzando el 2,4 % en el cuarto trimestre, medida por el índice de precios de los gastos de consumo personal (PCE), solo ligeramente por encima del objetivo oficial del 2 % de la Reserva Federal. Sin embargo, este comportamiento se vio frenado por la evolución de los precios de los alimentos y la energía: en términos subyacentes, la inflación alcanzó el 2,7 % a finales de año. En todo caso, se trata de resultados relativamente positivos en comparación con el resto del mundo.

## Las debilidades estructurales de la economía estadounidense persisten

Sin embargo, los desequilibrios macroeconómicos no se han superado. Los dos más destacados son los comúnmente conocidos como los “déficits gemelos”: desequilibrios en la cuenta corriente externa y en las cuentas gubernamentales.

*Los desequilibrios macroeconómicos no se han superado. Los dos más destacados son los comúnmente conocidos como los “déficits gemelos”: desequilibrios en la cuenta corriente externa y en las cuentas gubernamentales*

Por su parte, el Gobierno federal ha incurrido en grandes déficits en los últimos años. En 2024, el déficit combinado para todos los niveles (no solo para la administración federal, al que a menudo se hace referencia en el debate interno) fue del 7,5 % del PIB, en comparación con solo el 4,6 % para el país promedio de la OCDE y superado solo por Israel entre los países miembros de la OCDE. El déficit federal acumulado de 12 meses alcanzó los 2,1 billones de dólares en enero de 2025, poco más del 7 % del PIB. Por supuesto, no es que el Gobierno de Estados Unidos gaste más que la mayoría en relación con el PIB, más bien, los ingresos fiscales –definidos en un sentido amplio– representan solo alrededor de una cuarta parte del PIB, mientras que en el resto de la OCDE representan más de un tercio. De hecho, el gasto público podría tener que aumentar en respuesta a las mayores necesidades de la población envejecida. Sin embargo, los poderosos grupos de presión que promueven la reducción de impuestos mantienen su posición predominante.

La concatenación de déficits presupuestarios ha dado lugar a una deuda bruta acumulada del

gobierno general del 122 % del PIB (alrededor del 100 % del PIB solo para el gobierno federal), frente a menos del 100 % en 2011, y la mayor de la OCDE después de Japón, Italia y Grecia. Esto se refleja en los onerosos pagos de intereses, que alcanzaron el 4,2 % del PIB en términos netos el año pasado y los máximos de la OCDE, representando alrededor del 10,5 % de los desembolsos totales del gobierno y el 13,0 % de los ingresos totales.

Antes de cualquier cambio por parte de la nueva Administración, la Oficina de Presupuesto del Congreso, no partidista, predijo que, sin cambios en las políticas, la deuda federal en manos del público aumentaría a más del 118 % del PIB durante la próxima década y para 2025 hasta el 156 % (CBO, 2025b), antes de que se pusiera en marcha una espiral de deuda. También describió cuatro escenarios diferentes en los que los resultados macroeconómicos podrían ser peores, cada uno de los cuales agregaría cientos de miles de millones de dólares a los déficits acumulados de una década (CBO, 2025a). Además, la extensión de todas las medidas fiscales y de subsidios que expiran, como pretende hacer el Congreso, costaría entre 4 y 5 billones de dólares adicionales durante la próxima década, aumentando la deuda del 118 % al 133 % del PIB. Parte de esto podría compensarse por una “retroalimentación dinámica” de la producción adicional y los ingresos gubernamentales obtenidos por la reducción de impuestos. No obstante, según la mayoría de los expertos independientes, como el Comité para un Presupuesto Federal Responsable, el efecto positivo en los ingresos sería mucho menor que los 2,6 billones de dólares de gasto en diez años asumidos por el Congreso. Ahora bien, los cambios que está llevando a cabo la nueva Administración podrían tener un impacto enorme. En primer lugar, habrá ingresos sustanciales por la introducción de aranceles mucho más altos, que se analizan a continuación. Además, la reducción

de la Administración pública federal implementada por el Departamento de Eficiencia Gubernamental generará un ahorro considerable en remuneraciones y pensiones. Sin embargo, un menor número de personal en el Servicio de Impuestos Internos podría conducir a una menor capacidad de recaudación y de hacer cumplir las obligaciones tributarias, lo que podría derivar en un aumento del fraude. Según el Laboratorio de Presupuestario de la Universidad de Yale (2025b), los efectos netos de reducir a la mitad los niveles de personal podrían ascender a una pérdida presupuestaria de 350.000 millones de dólares en una década por el efecto de la reducción de la capacidad, y una pérdida adicional de ingresos de 2 billones de dólares por incumplimiento.

El déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos, que se había estabilizado en 2022-2023 en torno al billón de dólares, volvió a aumentar en 2024, alcanzando los 1,13 billones de dólares en el año (3,9 % del PIB, frente al 3,3 % de 2023); en el segundo semestre del año, el déficit había superado el umbral del 4 % del PIB. La evolución económica, más robusta que la de los socios comerciales, combinada con el empeoramiento de la competitividad derivado de la persistente fortaleza del dólar, ha impulsado un incremento de las importaciones. Sin embargo, a un nivel más fundamental, tal vez sea más adecuado interpretar el déficit como un reflejo del insuficiente ahorro interno –especialmente público y de los hogares–, que representa solamente el 17 % del PIB, casi 8 puntos porcentuales menos que en 1965. Ello se explica, en parte, porque el consumo privado supone más de dos tercios del PIB, unos 10 puntos porcentuales más que en el resto del mundo. Alternativamente, puede verse como la contrapartida del superávit de la cuenta de capital de los Estados Unidos (ya que la balanza de pagos total debe ser necesariamente cero) y ese superávit en cierta medida es la implicación

de que el dólar de los EE. UU. sea la moneda de reserva mundial.

Además, la posición neta negativa de inversión internacional (PII)<sup>1</sup> que ha resultado de los déficits externos crónicos ha llevado a un déficit en la renta primaria (esencialmente la renta de inversión). El PII alcanzó los -23,6 billones de dólares a finales del tercer trimestre de 2024, aproximadamente el doble de su nivel observado durante la pandemia de COVID-19 en 2020. Esto representó el 80,3 % del PIB. Un pasivo externo tan elevado implica que es crucial que los Estados Unidos mantengan la liquidez, la integridad institucional y el imperio de la ley (véase más abajo) para evitar cualquier ajuste sustancial de la cartera por parte de los inversores extranjeros, lo que daría lugar a una desaceleración de las entradas de capital para financiar los déficits gemelos y, por lo tanto, a mayores costes de financiación para los prestatarios de todo tipo (potencialmente mucho más elevados). Este proceso parece estar en marcha.

A pesar de la creciente gravedad del problema del déficit gemelo, aunque China se ha estado diversificando para alejarse de las tenencias directas de deuda del Tesoro estadounidense a principios de 2025 no había señales de pérdida de confianza por parte de los inversores en los activos en dólares estadounidenses. El tipo de cambio efectivo del dólar se apreció bruscamente en el transcurso del cuarto trimestre y en las primeras semanas de 2025, una ganancia total de entre el 7 % y el 9 % en términos efectivos, dependiendo de si se utiliza una definición estrecha o amplia. La fortaleza del dólar probablemente se deba a su *convenience yield*, que debería prevenir una venta masiva mientras la confianza en las instituciones

estadounidenses siga estando ampliamente extendida (Subacchi y van den Noord, 2025). El índice S&P500 de renta variable estadounidense subió alrededor de una cuarta parte en 2024, fácilmente el mejor resultado entre las economías avanzadas, y la relación precio-beneficio ajustada cíclicamente, según Shiller aumentó un 17 % hasta convertirse en la tercera más alta registrada. Los rendimientos de los bonos del Tesoro de EE. UU. experimentaron altibajos durante el año, a tenor de las expectativas del mercado acerca de la futura evolución de la tasa de los fondos federales. No obstante, la tendencia de finales de año fue claramente al alza, a pesar de los recortes de la Fed de dicha tasa. Además del aumento de las primas por plazo, esto se debió por completo al aumento de los rendimientos reales de los bonos del Tesoro: a largo plazo pasaron del 1,8 % en el momento de la reunión de la Fed de septiembre hasta alcanzar un máximo cercano al 2,6 % a mediados de enero.

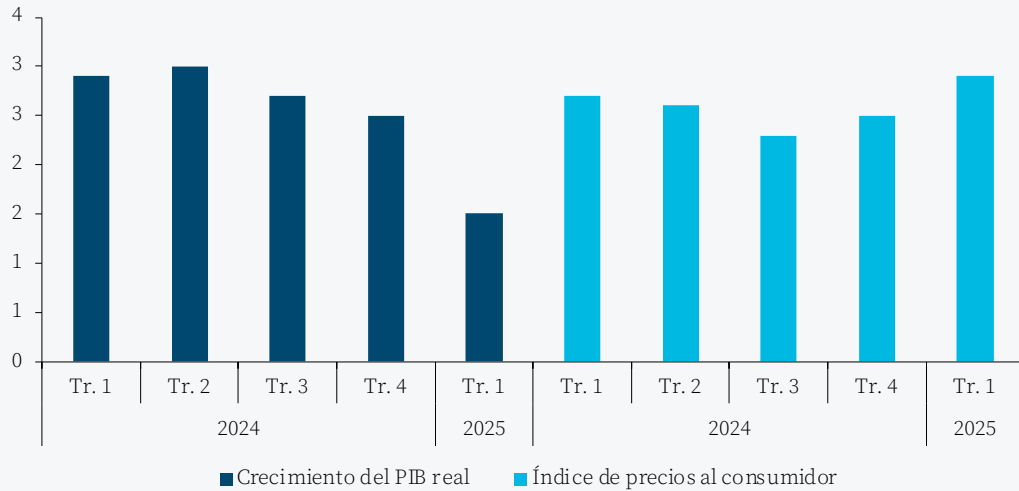
### **En resumen, las perspectivas para los próximos años parecían boyantes al inicio de 2025...**

Los sistemas económicos suelen mostrar una gran inercia: el mejor predictor suele ser la continuación de las tendencias previas. En ausencia de *shocks* económicos importantes (como cambios de política, desastres naturales o cambios en los mercados mundiales de productos básicos clave por razones geopolíticas o de otro tipo), los indicadores a comienzo de año apuntaban a un crecimiento superior al 2 % anual, un desempleo reducido, una inflación cercana al objetivo del 2 %, un déficit fiscal persistentemente elevado, un dólar fuerte y un déficit externo moderado.

1 El PII se mide como la diferencia entre los activos y pasivos financieros extranjeros de los residentes en los EE. UU. valorados a los tipos de cambio del mercado.

Gráfico 1

## El crecimiento se ha frenado abruptamente y la inflación sube



Nota: La estimación del crecimiento del PIB real para el primer trimestre de 2025 se basa en el modelo *GDPNow* del Banco de la Reserva Federal de Atlanta. El dato correspondiente al primer trimestre de 2025 se calcula utilizando el promedio geométrico del índice de precios al consumidor de enero y febrero, ya que la cifra de marzo no estaba disponible en el momento de la publicación.

Fuentes: Crecimiento del PIB real hasta el cuarto trimestre de 2024 y el índice de precios al consumidor (Bureau of Economic Analysis) y la estimación de crecimiento del PIB real para el primer trimestre de 2025 (Banco de la Reserva Federal de Atlanta).

### ...pero los datos más recientes apuntan a un fuerte deterioro

Desde principios de 2025, se han ido acumulando indicios de un fuerte deterioro de la actividad y de los mercados financieros. Por ejemplo, el modelo *GDPNow* del Banco de la Reserva Federal de Atlanta predijo a finales de enero un crecimiento en el primer trimestre de hasta el 4 % (en términos anuales ajustados estacionalmente), pero la previsión se desplomó al -2,4 % en el momento de escribir, o un -0,3 % en términos ajustados por los intercambios de oro (gráfico 1). Y según la encuesta de YouGov, la proporción de encuestados que percibía un deterioro de la economía aumentó del 36 % el 21 de enero al 51 % a finales de marzo.

Desde principios de 2025, se han ido acumulando indicios de un fuerte deterioro de la actividad y de los mercados financieros

Los mercados financieros estadounidenses han seguido un patrón similar. Después de ganar alrededor de un 25 % en 2024, los precios de las acciones alcanzaron máximos a mediados de enero, antes de experimentar una fuerte caída a partir del 19 de febrero, esporádicamente en marzo y de nuevo de manera abrupta a raíz de la imposición de aranceles a principios de abril. Por el contrario, hasta el anuncio de las

medidas sobre política comercial en abril, los índices de renta variable del Reino Unido y la Unión Europea (UE) habían subido debido a las diferentes trayectorias de las primas de riesgo (Avalos *et al.*, 2025). La volatilidad general, medida por el índice CBOE VIX, aumentó desde menos de 15 el 14 de febrero, a más de 48 (la tercera más alta en sus más de 20 años de historia) el 8 de abril. No son solo los aranceles: las tensiones geopolíticas (especialmente en Ucrania y Oriente Medio), las persistentes interrupciones de la cadena de suministro y otras medidas de la nueva Administración también han disparado la volatilidad de los mercados (Britton, 2025).

El dólar estadounidense comenzó a apreciarse de forma pronunciada en octubre de 2024, alcanzó un máximo en enero y luego ha retrocedido de manera significativa al compás de las preocupaciones sobre el crecimiento interno (BPI, 2025) y del retraso en las bajadas masivas de impuestos prometidas en la campaña electoral. El dólar cayó con especial fuerza tras el anuncio de los nuevos aranceles a principios de abril (gráficos 2 y 3). Los rendimientos de los bonos del Tesoro a diez años habían subido desde el mínimo del 3,6 % a mediados de septiembre y alcanzaron un máximo el 13 de enero del 4,8 % antes de caer por debajo del 4,0 %, también tras los nuevos anuncios de aranceles. Posteriormente, aumentaron repentinamente ante el riesgo de guerra comercial con China, país que podría estar vendiendo parte de su abultada cartera de bonos del Tesoro, según algunos analistas. Diversos indicadores de las expectativas de inflación indican que estas fluctuaciones se debieron en gran medida a los rendimientos reales, atribuibles a unas expectativas de producción más débiles, relacionadas principalmente con la política comercial (véase infra). Los rendimientos de los valores del Tesoro protegidos contra la inflación cayeron unos 50 puntos básicos en las siete semanas hasta principios de marzo.

Por el lado del consumo, las cifras apuntan a una caída del gasto del 0,5 % en enero en términos reales, por el fuerte descenso de la compra de bienes, mientras que los servicios se mantuvieron prácticamente planos. Las cifras más completas de ventas minoristas del primer trimestre muestran una disminución moderada, de alrededor del 1,4 % a tasas anuales. La *Encuesta de consumidores* de la Universidad de Michigan apunta a una clara estanflación. Su índice de confianza del consumidor se ha desplomado un 22 % desde diciembre (gráfico 4). Inicialmente, esa caída se limitó a demócratas e independientes, pero en marzo la debilidad se extendió a los republicanos. El deterioro de las condiciones económicas actuales percibidas fue más moderado, pero las expectativas para el futuro han caído en picado en múltiples dimensiones económicas.

Además de su pesimismo sobre la actividad, los encuestados también se muestran preocupados con la inflación. Las expectativas a un año vista repuntaron al 4,9 %, encadenando así el tercer incremento considerable consecutivo, mientras que las expectativas a largo plazo aumentaron en 0,4 puntos porcentuales hasta el 3,9 %, la mayor variación mensual desde 1993. Por otra parte, las expectativas basadas en el mercado apuntan en la misma dirección, si bien de forma más moderada. Asimismo, las estimaciones del Banco de la Reserva Federal de Cleveland alcanzaron un máximo del 2,5 % en febrero, frente al 2,1 % de octubre.

Un escenario de estanflación también se desprende del indicador de confianza del consumidor del Conference Board, que tanto en febrero como en marzo registró caídas muy pronunciadas, alcanzando el nivel más bajo en 12 años. El indicador refleja un fuerte aumento en las expectativas de inflación hasta el 6,2 %. La implicación es que los hogares podrían



Gráfico 2

## Indicadores financieros relevantes

Enero de 2024=100

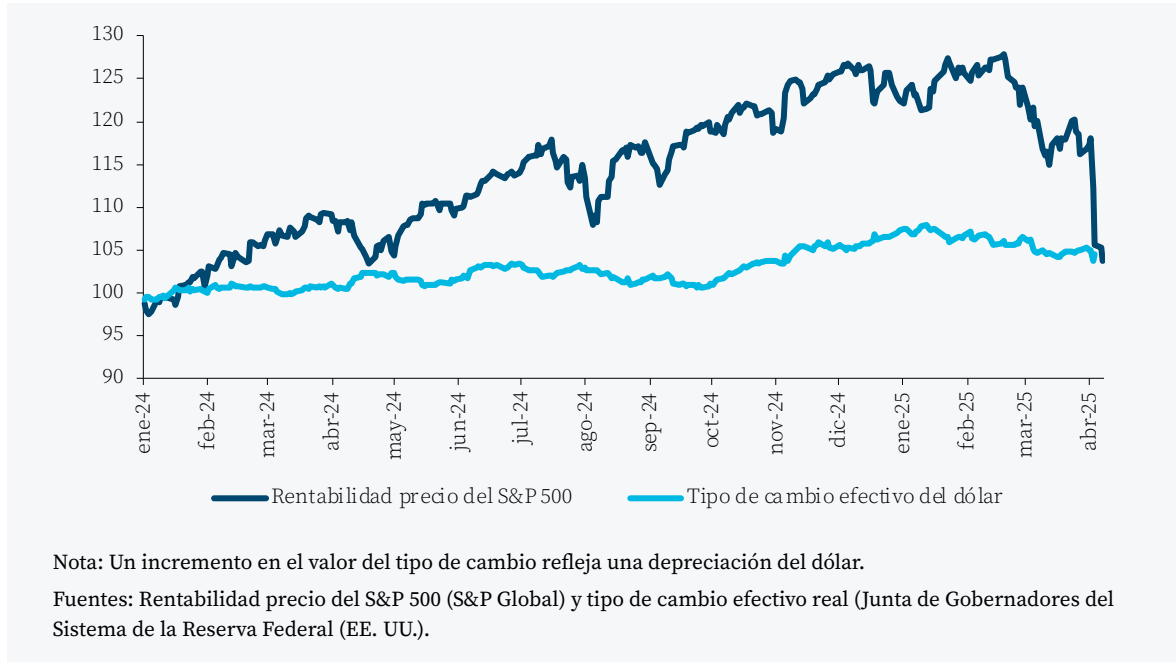
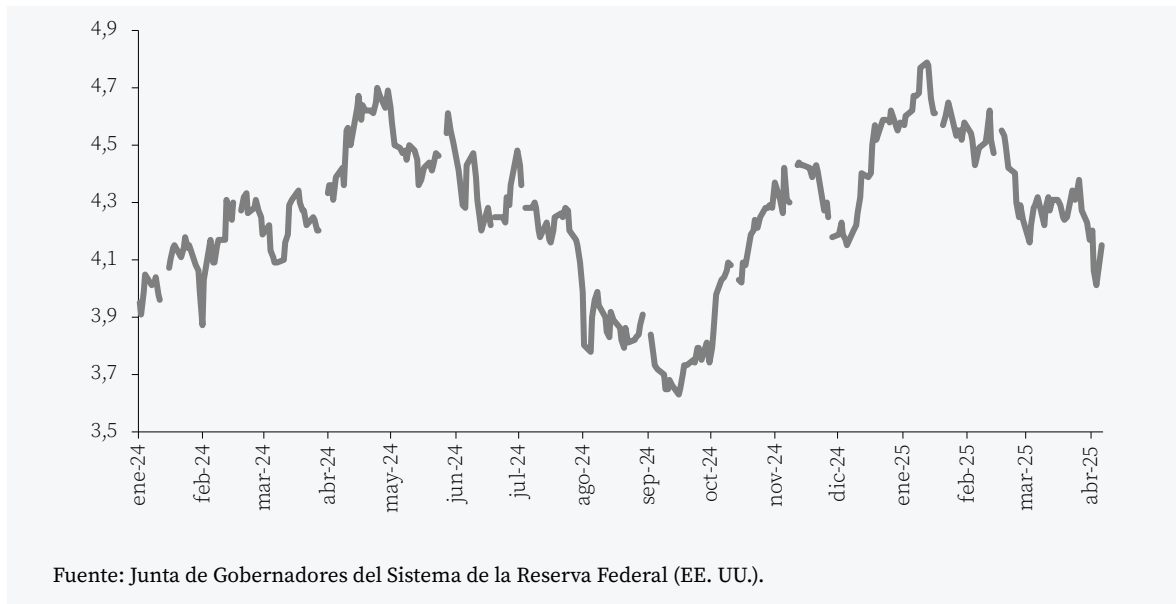


Gráfico 3

## Evolución del tipo de interés de los bonos del tesoro

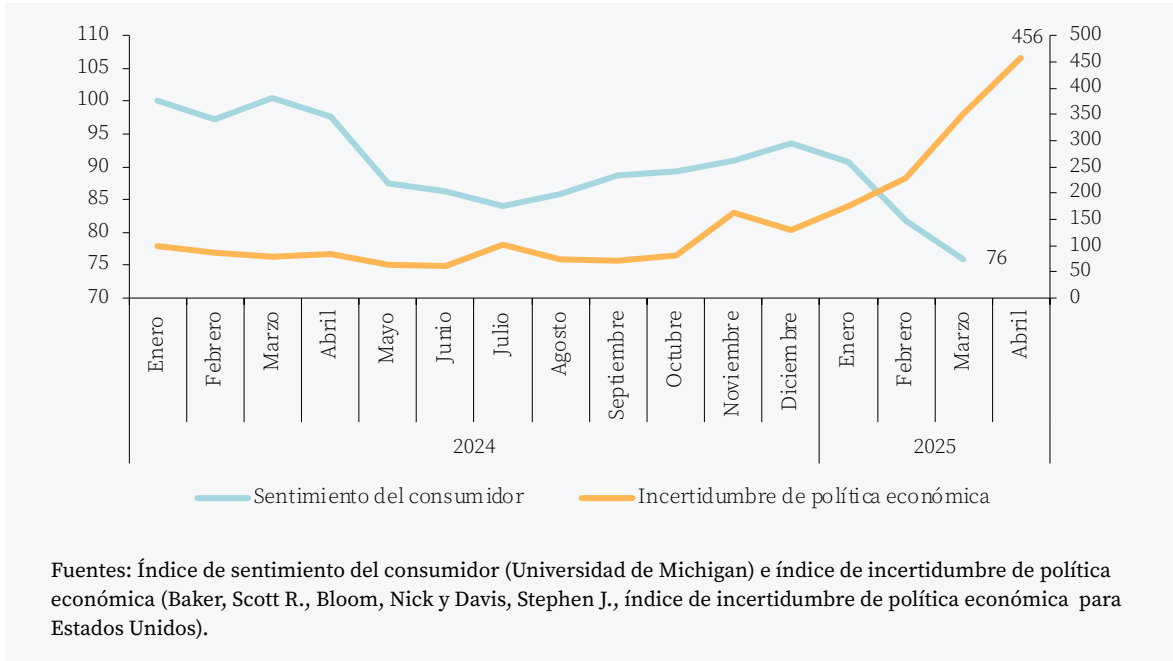
Porcentaje



## Gráfico 4

## La incertidumbre aumenta de forma notable, al tiempo que la confianza desciende drásticamente

Enero de 2024=100



preferir posponer las compras discrecionales, elevando su capacidad de ahorro.

Algunos indicadores del sector empresarial también se han debilitado. Por ejemplo, el índice PMI para el sector manufacturero retrocedió de 50,9 en enero a 49,0 en marzo, liderado por fuertes caídas en los nuevos pedidos y el empleo, mientras que las percepciones de precios aumentaron a 69,4, 14 puntos porcentuales más. Por otro lado, el índice paralelo de servicios se fortaleció en febrero y solo cayó en marzo, pero también en este sector las expectativas en términos de precios se orientan fuertemente al alza. La producción industrial ha resistido mejor gracias a la fortaleza de los servicios públicos (un 7,2 % más en enero) debido a un clima inusualmente frío, mientras que la moderada fortaleza de las

manufacturas se debió fundamentalmente al sector automovilístico. El mercado laboral ha perdido vigor. La creación de empleo no agrícola se ha desacelerado desde 323.000 en diciembre y un promedio de 168.000 en los últimos 12 meses, a un promedio de solo 114.000 en enero y febrero, si bien los datos de marzo apuntan a una leve recuperación. Quizás más inquietante es el incremento en el número de personas que trabajan a tiempo parcial por razones económicas, que aumentó en 460.000 (más del 10 %) en febrero y en marzo en 475.000 respecto al año anterior. Además, los que no forman parte de la fuerza laboral, pero quieren trabajar, también se han disparado en 490.000 (+9,6 %) en el último año. En consecuencia, la medida más amplia (U6) de la infrautilización de la mano de obra aumentó más de medio punto porcentual, hasta casi

el 8 %, el mayor aumento de la última década fuera del repunte relacionado con el COVID-19 en 2020. Si bien la tasa general de desempleo se ha mantenido relativamente estable, la tasa para los adolescentes ha aumentado en 1,1 puntos porcentuales y para los adultos sin estudios secundarios en 0,8 puntos porcentuales. Estos grupos son a menudo los precursores de futuros cambios en el mercado laboral.

### **Es ampliamente aceptado que la causa del intenso deterioro coyuntural reside en las políticas del gobierno de Estados Unidos**

Basta un razonamiento económico básico para identificar las causas probables del giro de la estanflación. La teoría económica ha admitido durante mucho tiempo el concepto de un arancel óptimo basado en el poder de monopolio del país importador. La imposición de aranceles a un amplio conjunto de productos importados de diferentes países de origen, junto con el endurecimiento del control fronterizo, desvían la demanda hacia la producción nacional, como pretende la administración estadounidense. Según los modelos estándar, una compensación parcial de los efectos de cambio de la demanda proviene de la apreciación del tipo de cambio, que es necesaria para mantener el equilibrio de la balanza de pagos. Los aranceles también pueden aumentar los ingresos del gobierno (alrededor de 3 billones de dólares en la próxima década, según el Laboratorio Presupuestario de Yale [2025a], pero con un impacto muy regresivo en los ingresos de los hogares).

Estados Unidos ya mostraba cierto grado de proteccionismo antes del cambio de administración en 2025, al menos en lo que respecta a sus barreras no arancelarias en 2023. Ese año, la Fundación Tholos lo clasificó en el puesto 24 de 88 países en cuanto a barreras arancelarias,

pero en el último lugar en cuanto a la variedad no arancelaria y en el puesto 65 en el total, frente al 51 del año anterior.

Sin embargo, este año Estados Unidos ha impuesto aranceles amplios (etiquetándolos como “recíprocos”) a las importaciones de mercancías de casi todos sus socios comerciales, así como al acero y el aluminio y a los vehículos de motor de cualquier origen. Estos aranceles, incluso si se calcularan de manera óptima, implicarían una grave contracción a corto plazo de los ingresos personales reales, el gasto de los consumidores, los márgenes de beneficio y la inversión empresarial, incluso suponiendo que no hubiera represalias de los socios comerciales. Y, con el tiempo, reducirían los incentivos para innovar, invertir y mejorar la calidad de los productos. Lo más importante es que la forma en que la administración los ideó se basó efectivamente en los déficits comerciales bilaterales, lo que carece de cualquier fundamento lógico. Por lo tanto, no es de extrañar que los mercados financieros hayan reaccionado de forma tan violenta ante su anuncio. El temor a tales barreras de costes llevó a muchos productores extranjeros a adelantar su comercio con la economía estadounidense: las importaciones de bienes estadounidenses aumentaron en enero y febrero un 22,5 % con respecto a los niveles del año anterior.

Uno de los principales asesores económicos de la nueva administración había abogado por la aplicación de un arancel amplio del 20 % basado en una comprensión errónea del contexto en el que las ganancias teóricas de ingresos resultantes podrían realizarse en la práctica (Miran, 2024). En particular, esa perspectiva supone que los socios comerciales no tomarían represalias (Rodríguez-Clare y Costinot, 2025), y hasta ahora, solo México y el Reino Unido han optado por responder en ese mismo sentido mientras que Canadá, China y la Unión Europea han

impuesto, o al menos prometido, medidas arancelarias de represalia, lo que reducirá la demanda de producción estadounidense y, por ende, las exportaciones estadounidenses. El aumento del proteccionismo también interferirá con las cadenas de suministro –que en algunos casos establecieron hace décadas y se han ido perfeccionando a lo largo de los años–, especialmente en la producción de vehículos de motor. Asimismo, encarecerá los precios para los compradores estadounidenses, pues los productores extranjeros no estarán dispuestos o no podrán soportar toda la carga de los aranceles sobre sus márgenes y, por lo tanto, aumentarán sus precios de venta en el mercado estadounidense, permitiendo que sus competidores nacionales también aumenten los suyos. Estas tasas de inflación más elevadas también pueden frenar la voluntad de la Reserva Federal de recortar las tasas en el próximo período. Sin embargo, los mercados financieros estaban inicialmente convencidos de los efectos reductores de la demanda de la esperada guerra comercial y de que posteriormente se produjo una avalancha de compra de bonos a largo plazo (véase más arriba).

El resultado del equilibrio general completo, como se observa a menudo en la historia económica, es casi seguro que será una menor producción e ingresos en ambos lados, como se observó a raíz de la infame Ley Arancelaria de 1930 (más conocida como la Tarifa Smoot-Hawley), que contribuyó a la Gran Depresión. En ese momento, Canadá, Cuba, México, Francia, Italia, España, Argentina, Australia, Nueva Zelanda y Suiza implementaron represalias, y como resultado las exportaciones estadounidenses cayeron alrededor de un 30 % (Mitchener *et al.*, 2022).

Recientemente, han aparecido diversas estimaciones de los probables efectos económicos de estos nuevos aranceles implementados por Estados Unidos. Morgan Stanley cuantificó el

impacto como una pérdida del 1 % en el PIB real de Estados Unidos. Meltzer (2025) analizó únicamente los gravados sobre las importaciones canadienses y mexicanas y estimó el impacto en alrededor del -0,3 % en el PIB real de EE. UU. y del +0,8 % en los precios al consumidor. El Laboratorio Presupuestario de la Universidad de Yale (2025a) analizó los aranceles recíprocos y llegó a pérdidas sobre el PIB real del 0,6-1,0 % en 2025 y del 0,3 %-0,6 % a largo plazo, así como un efecto del nivel de precios del 1,7-2,0 %. La renta disponible por hogar cae un 1,1 % para los del decil de ingresos más altos, pero un 3,6 % para el segundo más bajo. La OCDE (2025) cuantificó recientemente un escenario de aranceles adicionales del 10 % sobre todas las importaciones de EE. UU. y (por parte de los socios comerciales) también sobre sus exportaciones. El efecto fue una reducción del PIB real de EE. UU. del 0,7 % en el tercer año y de la inflación en un promedio del 0,7 % anual en el horizonte de tres años.

|  
*Pero más que los efectos predecibles  
 de toda la gama de aranceles  
 estadounidenses, es el proceso intermitente  
 que se ha utilizado para imponerlos en los  
 últimos meses, lo que ha creado una enorme  
 cantidad de incertidumbre tanto para los  
 productores como para los consumidores*  
 |

Pero más que los efectos predecibles de toda la gama de aranceles estadounidenses, es el proceso intermitente que se ha utilizado para imponerlos en los últimos meses, lo que ha creado una enorme cantidad de incertidumbre tanto para los productores como para los consumidores, y esa incertidumbre está teniendo efectos poderosos en la toma de decisiones. El valor de la opción de retrasar cualquier compromiso de compra ha aumentado a medida que se ha ampliado la gama de resultados factibles. Esto,

sin duda, repercutirá en el gasto en inversión en capital fijo, así como en el consumo de bienes duraderos. Del mismo modo, la incertidumbre adicional se ha generado por:

- La posibilidad de alentar (o incluso forzar) a los tenedores extranjeros de letras del Tesoro de EE. UU. por bonos del siglo para reducir la carga de la deuda federal o cobrar una tarifa a los tenedores extranjeros;
- Las deportaciones, tanto de los inmigrantes ilegales como de aquellos que se oponen a las políticas de la administración;
- El despido de un gran número de empleados del gobierno federal y de agencias por el recientemente formado Departamento de Eficiencia Gubernamental;
- El deterioro causado a las percepciones del Estado de derecho, por el cual, el *World Justice Project* había clasificado a Estados Unidos en el puesto 26 en 2024, frente al 20 en 2015 de 142 países, siendo especialmente bajo (36) para la justicia civil;
- Las amenazas territoriales contra los aliados de Estados Unidos, en particular Canadá, Groenlandia y Panamá, que han dado lugar a crecientes boicots contra bienes e incluso servicios estadounidenses (como el turismo).

Todo esto se puede cuantificar mediante el índice de incertidumbre de política económica ([www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)). Este índice se basa en las palabras clave de los artículos de diez periódicos importantes. La lectura promedio de marzo de 446 fue más alta que el pico de la era COVID-19 de 428 en julio de 2020. Pero para el 14 de marzo había aumentado aún más a 469, casi el triple de la cifra de hace un año de 159.

Del mismo modo, su componente de política comercial, que comenzó 2024 en 45, todavía estaba por debajo de 200 en octubre, antes de saltar a 1.400 en noviembre y luego a 1.729 en enero (los últimos datos), un máximo histórico excepto en agosto de 2019 (1947). El 79 % de los encuestados en la *Encuesta de perspectivas del negocio manufacturero* de marzo del Banco de la Reserva Federal de Filadelfia dijo que la incertidumbre estaba actuando como una restricción en la utilización de la capacidad, y el 64 % opinó que esta restricción empeorará en el futuro.

Cualquier nuevo aumento de la incertidumbre política o de sorpresas negativas sobre el crecimiento o la inflación podrían desencadenar una reacción no lineal en los mercados financieros, donde los agentes podrían optar por revalorizar sustancialmente los riesgos, especialmente porque las valoraciones de la renta variable estadounidense siguen siendo muy altas: solo la renta variable india tenía una relación precio-beneficio ajustada cíclicamente más alta a finales de 2024. Esto, a su vez, podría retroalimentar la actividad.

Conviene señalar una serie de riesgos de los mercados financieros. En primer lugar, algunos observadores han señalado la disminución de la demanda oficial extranjera de activos seguros denominados en dólares (especialmente, a la luz de los continuos aumentos del precio del oro que se han producido principalmente en épocas en las que los mercados estadounidenses están cerrados), posiblemente impulsados por preocupaciones geopolíticas, como el miedo a las sanciones y la congelación de activos (Rashad y Rebucci, 2025). En segundo lugar, el crecimiento de la financiación privada en los mercados de valores y crédito, incluida la expansión de las entidades que no cotizan en bolsa, no ha suscitado mucha supervisión regulatoria específica. El resultado es una clara falta de comprensión de las

condiciones fundamentales en estos sectores y de la cantidad de apalancamiento que suponen, lo que aumenta los riesgos para los bancos que les prestan. Esto se discutió explícitamente en el último *informe de Perspectivas Económicas de la OCDE* (n.º 116, recuadro 1.2, diciembre de 2024). En tercer lugar, a la Reserva Federal (2024) también le preocupan el apalancamiento y el crecimiento de los fondos de cobertura y los pasivos no tradicionales de las aseguradoras de vida. Por último, la revista *The Economist* también ha mencionado el gran riesgo de una adopción total de las criptomonedas, cuyo valor a finales de 2024 había alcanzado los 3,9 billones de dólares. Su volatilidad se refleja en la posterior caída de su valor total a 2,65 billones de dólares, pero los riesgos también se derivan del apalancamiento que implican y de su opacidad, especialmente en lo que respecta a las ofertas iniciales de monedas.

### **Las últimas proyecciones de la Reserva Federal son esclarecedoras**

El Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal publica trimestralmente las proyecciones realizadas por sus 19 miembros para los principales indicadores económicos. En su ronda de marzo, la mediana de proyecciones de crecimiento del PIB para los tres próximos años alcanza el 1,75 %, cerca de 0,25 puntos menos que en diciembre (Reserva Federal, 2025). Se prevé que la tasa de paro aumente hasta el 4,4 %, frente al 4,1 % actualmente. La inflación (en términos de PCE) podría alcanzar el 2,7 % este año (frente al 2,5 % previsto en diciembre) antes de volver a caer hasta el 2 % en 2027. El punto medio del rango de tipos de interés de los fondos federales sería del 3,9 % a finales de 2025 (lo que implica dos recortes más de un cuarto de punto este año) y del 3,4 % y el 3,1 % en los dos años siguientes.

Pero quizás lo más revelador es que los miembros más pesimistas del Comité se mostraron mucho más agoreros que en diciembre: las cifras más bajas de crecimiento anual previsto para el periodo 2025-2027 se sitúan entre el 0,6 % y el 1 %, frente al rango de un 1,4 % al 1,6 % de diciembre. Las previsiones más altas de inflación se situaron entre un 2,8 % y el 3,4 %, frente a entre un 2,4 % y el 2,9 % en diciembre. Además, 17 de los 19 panelistas anticipan un grado de incertidumbre más elevado que en los últimos 20 años, en comparación con solo 9 en diciembre. Y, al describir los riesgos para sus proyecciones, 18 de los 19 panelistas consideran que son a la baja en términos de crecimiento (en comparación con solo 5 en diciembre), y al alza para la inflación (15 en diciembre). En suma, se desprende un importante riesgo de estanflación.

### **En resumen**

En un contexto tan incierto y rápidamente cambiante, es difícil ofrecer una visión de las perspectivas económicas que tenga debidamente en cuenta los desequilibrios estructurales, los datos más recientes en un entorno de gran volatilidad e inestabilidad de las políticas anunciadas por la Administración. En este artículo he repasado los factores que deben tenerse en cuenta, pero mi conclusión es que el intervalo de confianza que rodea a cualquier proyección es extraordinariamente amplio en este momento.

A corto plazo, los posibles escenarios varían desde una recesión, posiblemente como resultado de una crisis de los mercados financieros, hasta un crecimiento aún positivo. En cierto sentido, nos encontramos ante un experimento natural que pone de manifiesto el poder de impacto de la incertidumbre en la economía. Es difícil imaginar un conjunto de circunstancias en las que la incertidumbre pueda ser aún mayor.

## Referencias

- AVALOS, F., TODOROV, K., y XIA, D. (2025). US spillovers amid macroeconomic divergence. *Bank for International Settlements. Quarterly Bulletin*. Basel, March.
- BIS. (2025). Overview chapter. *Bank for International Settlements Quarterly Bulletin*. Basel, March.
- BRITTON, P. (2025). Investors should take stock of the shift in volatility. *Financial Times*, 14 March. London.
- BUDGET LAB. (2025a). *The Fiscal, Economic and Distributional Effects of Illustrative 'Reciprocal' Tariffs*. New Haven: Yale University. February.
- BUDGET LAB. (2025b). *The Revenue and Distributional Effects of IRS Funding*. New Haven: Yale University. March.
- CBO. (2025a). *How Changes in Economic Conditions Might Affect the Federal Budget: 2025 to 2035*. Washington, March.
- CBO. (2025b). *The Long-term Budget Outlook: 2025 to 2055*. Washington, March.
- FEDERAL RESERVE. (2024). *Financial Stability Report*. Washington.
- FEDERAL RESERVE. (2025). *Summary of Economic Projections*. Washington, March.
- JEFFERSON, P. (2025). How Healthy are US Households' Balance Sheets? Speech, Board of Governors of the Federal Reserve, 19 February.
- MELTZER, J. (2025). Trump's 25 % tariffs on Canada and Mexico will be a blow to all 3 countries. *Commentary*. Brookings Institution, 3 February.
- MIRAN, S. (2024). *A User's Guide to Restructuring the Global Trading System*, Stamford: Hudson Bay Capital, November.
- MITCHENER, K., O'ROURKE, K., y WANDSCHNEIDER, K. (2022). The Smoot–Hawley Trade War. *Economic Journal*, Vol. 132, No. 647, 2500–33.
- OECD. (2025). *Interim Economic Outlook*. Paris, March.
- RASHAD, A., y REBUCCI, A. (2025). A 'reverse conundrum' and foreign official demand for US Treasuries. *VoxEU Column*, 15 January.
- RODRIGUEZ-CLARE, A., y COSTINOT, A. (2025). 'A very bad idea': Two economists respond to the White House citing them on 20 % tariffs. *UC Berkeley Letters & Science*, 27 January.
- SUBACCHI, P., y VAN DEN NOORD, P. (2025). Will the World Keep Buying US Treasuries? *Project Syndicate*, 28. March.
- THOLOS FOUNDATION. (2023). *International Trade Barrier Index*. Kuala Lumpur, May.



# 03

**Santiago Carbó Valverde**

Universidad de Valencia y Funcas

**Francisco Rodríguez Fernández**

Universidad de Granada y Funcas



## Tensiones en los mercados de deuda soberana de EE. UU. y la eurozona

Se vienen observando recientemente tensiones en los mercados de deuda soberana de EE. UU. y la eurozona, en un contexto marcado por la divergencia entre políticas fiscales y monetarias. En EE. UU., el fuerte déficit fiscal y el aumento de la deuda pública han provocado un repunte abrupto en los rendimientos de los bonos del Tesoro, acentuado por la salida de inversores institucionales tradicionales y la mayor participación de actores sensibles al precio, lo que ha elevado la volatilidad. En paralelo, la eurozona experimenta presiones en sus mercados de deuda a raíz del giro expansivo de la política fiscal alemana, especialmente por el aumento del gasto militar, lo que ha impactado en la rentabilidad del bund y en las primas de riesgo periféricas. El BCE, en fase de recortes de tipos, se enfrenta al dilema de mantener el estímulo sin importar inflación. La combinación de factores ha debilitado los flujos de capital hacia EE. UU., depreciado el dólar y reducida la fragmentación financiera global. El estudio concluye que la falta de coordinación entre políticas económicas podría seguir generando episodios de inestabilidad en los mercados financieros internacionales.

En mayo de 2025, los rendimientos de los bonos del Tesoro estadounidense a 10 años se mantenían por encima del 4,3 %, tras las turbulencias financieras de abril. En la eurozona, el *bund* alemán cotizaba en torno al 2,5 %, tras el impulso fiscal del gobierno alemán, y las primas de riesgo periféricas mostraban un repunte selectivo: la italiana superaba los 100 puntos básicos, mientras la española rondaba los 65 pb. El BCE ha rebajado su tipo de depósito al 2,25 %, acumulando seis recortes desde mediados de 2024. Estas cifras reflejan una nueva fase de volatilidad y fragmentación en los mercados de deuda soberana.

## Introducción

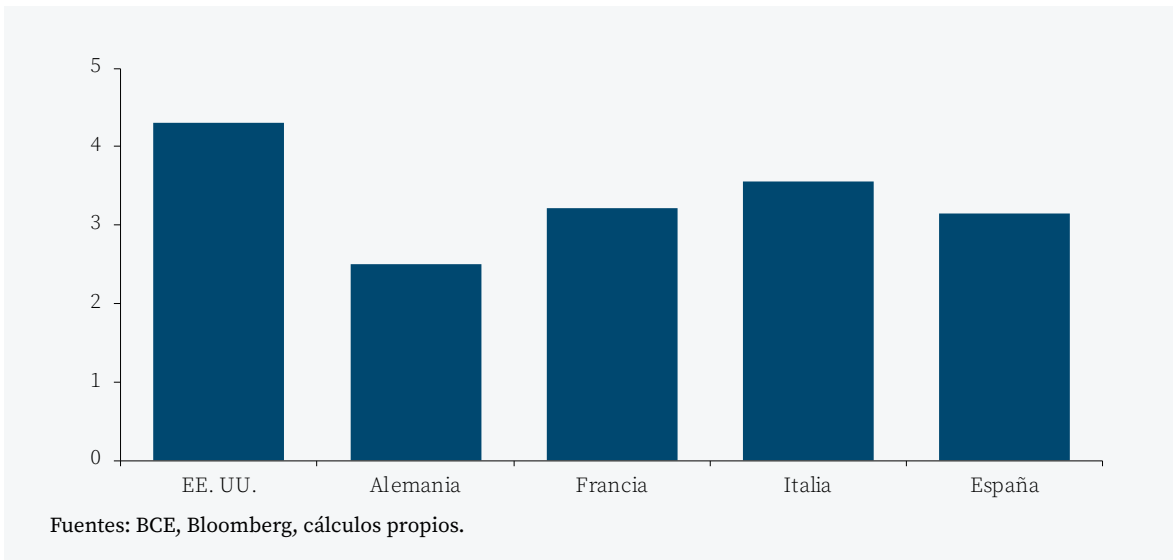
La combinación de decisiones políticas recientes y una inesperada volatilidad han generado tensiones en los mercados de bonos tanto en EE. UU. como en Europa. En EE. UU. se observa

un repunte abrupto de los rendimientos de los *Treasuries*, alimentado por los elevados déficits fiscales y ajustes en la demanda global de deuda pública. Según el *Informe Global de Estabilidad Financiera* del FMI de abril de este año<sup>1</sup>, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales ha incrementado significativamente los riesgos para la estabilidad del sistema. Esta presión se intensificó contundentemente desde los anuncios arancelarios de EE. UU. en abril, generando una notable volatilidad en los mercados de deuda. La prima por plazo ha repuntado, lo que significa que los inversores están exigiendo mayores rendimientos en bonos soberanos tanto en Estados Unidos como la eurozona (gráfico 1), lo que alimenta el riesgo de correcciones abruptas de precios.

Al mismo tiempo, en la eurozona la nueva política fiscal alemana (incluido un histórico incremento del gasto militar) ha empujado al alza las rentabilidades del *bund* alemán, mientras

Gráfico 1

### Rendimientos de bonos soberanos a 10 años (mayo 2025)



1 <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2025/04/22/global-financial-stability-report-april-2025>

el BCE se mantiene en modo de relajación monetaria. En este contexto, la divergencia entre las políticas fiscales y monetarias de las dos regiones había estrechado inicialmente los diferenciales de rentabilidad y ha atraído flujos de capital hacia EE. UU., revalorizando el dólar y presionando la estabilidad financiera global. Sin embargo, en los últimos meses, con la nueva Administración Trump, la incertidumbre ha afectado tanto a esos flujos de capital (con cierto retorno hacia la eurozona) como al valor del dólar. En este sentido, ha habido especulaciones de que la Reserva Federal podría verse obligada a intervenir para estabilizar el mercado de bonos si la tensión persiste.

|  
*El agudo aumento de los rendimientos  
 del Tesoro ha sido impulsado tanto por la  
 expansión fiscal como por dinámicas más  
 técnicas de mercado*  
 |

Algunos analistas destacan que los actuales rendimientos altos de los bonos son, en parte, el resultado de desajustes en los flujos de fondos: la demanda tradicional de bonos por parte de inversores menos sensibles al precio o *price-insensitive* (gobiernos extranjeros, Fed, seguros de vida) ha retrocedido, mientras que ha subido la participación de compradores más sensibles al precio (*hedge funds*, *ETFs*). Algunos, como los *hedge* además muy “apalancados” financiándose con crédito. Esta transición de tenedores de deuda amplifica la volatilidad. De hecho, la denominada prima por plazo (*term premium*) en EE. UU. se ha disparado a su nivel más alto desde 2014, reflejando que los inversores exigen una compensación creciente por el riesgo de duración. En estas condiciones, los principales dealers de bonos del Tesoro estadounidense enfrentan un exceso de oferta sin suficientes compradores automáticos, presionando los tipos al alza.

En resumen, el agudo aumento de los rendimientos del Tesoro ha sido impulsado tanto por la expansión fiscal como por dinámicas más técnicas de mercado. Ya se califica lo sucedido como un éxodo (probablemente temporal y/o parcial) de bonos del Tesoro a más largo plazo, que ya ha impulsado una gran liquidación global de activos supuestamente seguros. En este artículo se repasan estas divergencias entre EE. UU. y la eurozona, haciendo hincapié en sus consecuencias en los mercados financieros, la estabilidad fiscal y el crecimiento económico.

### **Las fuentes de incertidumbre en los mercados de deuda**

La incertidumbre comercial y los grandes cambios en la política alemana provocaron la mayor liquidación en los bonos de EE. UU. y Europa desde, al menos, 2020. Muchos gestores opinan que los fondos apalancados han acelerado la volatilidad en el mercado. En consecuencia, los rendimientos altos están incrementando los costes de financiación del gobierno (tal como apuntaba el secretario del Tesoro Scott Bessent, que insiste en evitar rendimientos excesivamente elevados), y poniendo a prueba la capacidad de la Fed para contener una oleada de ventas forzadas sin desbordar los mercados financieros.

En Europa, la noticia dominante es el viraje fiscal alemán. El gobierno de coalición del país acordó un ambicioso plan de gasto: incluye alrededor de 100.000 millones de euros adicionales para defensa este año (la mayor subida de gasto militar desde la posguerra) y paquetes inversores por varios centenares de miles de millones de euros en infraestructuras, transición ecológica y digitalización. Este impulso fiscal –posible gracias a relajar el tope de deuda constitucional– ha sorprendido a los mercados. En la semana del anuncio previo al acuerdo de coalición, la

rentabilidad del bono alemán a 10 años (*bund*) se disparó unos 50 puntos básicos, borrando varias semanas de descensos previos. El mercado ya “asumía” mayores previsiones de gasto futuro, pero el *shock* fiscal adicional hizo subir notablemente el rendimiento del *bund*. De hecho, entre septiembre y marzo la prima de riesgo del *bund* frente al swap europeo a 6 meses se amplió unos 43 pb, reflejando una visión de mayor inflación futura en Alemania. Este fenómeno tiene varias implicaciones. Por un lado, mayores expectativas de inflación podrían complicar la tarea del BCE: aunque la inflación subyacente de la eurozona ha cedido hacia el 2,2 % y el BCE ha recortado los tipos hasta el 2,25 % en abril (sexta rebaja consecutiva), el repentino aumento del gasto público añade presiones alcistas.

|  
*Algunos analistas advierten que este gasto  
 en defensa alemán (y en general europeo)  
 puede inyectar inflación importada  
 en la eurozona*  
 |

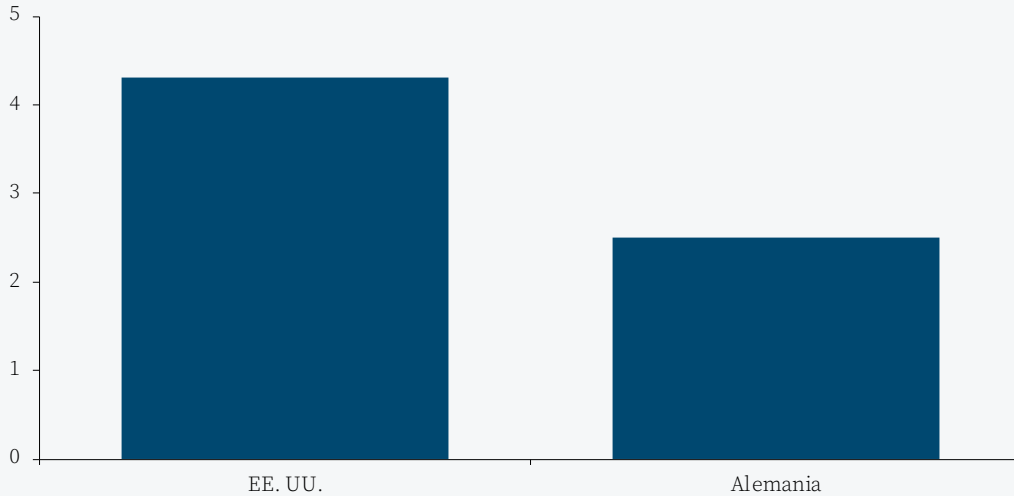
Algunos analistas advierten que este gasto en defensa alemán (y en general europeo) puede inyectar inflación importada en la eurozona. Por un lado, puede impulsar la demanda interna, pero al mismo tiempo aumentar la facturación de energía y materias primas si se financia con endeudamiento. En este contexto, el BCE enfrenta tensiones contradictorias. Por otra parte, quiere sostener la reactivación económica (crecimiento modesto y prolongado) mediante tipos bajos; por otro lado, no quiere que las medidas fiscales “importen inflación” desde fuera, sin la demanda interna suficiente para justificarlo. El BCE no descarta más recortes de tipos, aunque persisten dudas sobre si esta estrategia reactivará la economía sin generar inflación importada. En efecto, el BCE revisó al alza sus proyecciones de inflación para 2025 (hasta el 2,3 %) precisamente

por el efecto del alza de precios de la energía y otros factores externos. Esto ha llevado a un debate interno sobre si pausar los recortes o terminar el ciclo bajista antes de lo previsto.

Por otro lado, la política alemana ha tenido repercusiones en los bonos de otros países de la zona. Los bonos *core* europeos también tendieron al alza, y los países periféricos ven compresión de *spreads* en algunos casos (por ejemplo, tras la confirmación de las notas soberanas por parte de agencias de rating). Sin embargo, los gobiernos con mayor deuda aún afrontan cierta volatilidad. Por ejemplo, en los días posteriores al anuncio de aranceles de EE. UU., la prima de riesgo italiana subió a unos 130 puntos básicos (con su bono a 10 años en torno al 3,97 %).

España mantiene su *spread* en torno a 65 pb (datos de mayo) con respecto al *bund* alemán. Los expertos advierten que la persistente debilidad del crecimiento europeo y la fragmentación institucional (como la paulatina, pero inestable vuelta de las reglas fiscales y el énfasis en consolidación) podrían regresar a primer plano, presionando de nuevo las primas de riesgo. De hecho, la OCDE revisó a la baja sus proyecciones: la eurozona crecería apenas un 1 % en 2025 (frente al 1,3 % previsto en diciembre), y Alemania solamente el 0,4 %. Este entorno de bajo dinamismo limita el espacio para el alivio de deuda por crecimiento, por lo que los inversores exigen una prima de riesgo relativamente alta en los países más endeudados. En suma, el choque entre un mayor gasto público en Alemania y una economía de la eurozona rezagada ha tensionado los mercados de deuda europeos. Los analistas subrayan que, sin un fuerte repunte del crecimiento, la salud fiscal alemana pierde la ventaja que tenía antes (robusta y contracíclica). Mientras tanto, el BCE insiste en que el proceso de desinflación sigue en curso, pero debe monitorizar de cerca los efectos del

Gráfico 2

**Diferencial de rentabilidad: EE. UU. vs Alemania (mayo 2025)**

Fuentes: BCE, Bloomberg, cálculos propios.

rearme en la inflación futura y en la percepción de riesgo de la deuda europea.

### **Divergencia de políticas y repercusiones globales**

La combinación de políticas monetarias (Fed pausada vs. BCE en fase de recorte) y fiscales (EE. UU. expansivo vs. Europa moderada, salvo excepciones) ha profundizado la divergencia económica entre ambas áreas. Como resultado, ha aumentado el diferencial de rentabilidad entre las dos regiones (gráfico 2).

Esta divergencia contribuyó a que el dólar se fortaleciera hace medio año. La mayor rentabilidad de los bonos de EE. UU. atrajo flujos de capital global hacia activos en dólares, en detrimento de otras regiones. Estos flujos, a su vez, encarecieron la financiación en la eurozona (por un tipo de

cambio desfavorable) y aumentaron la prima de riesgo global. Sin embargo, esta tendencia cambió en los últimos meses, en los que las decisiones arancelarias y la falta de referencias sobre las medidas fiscales en Estados Unidos a largo plazo han afectado negativamente al valor del dólar, a pesar del diferencial de tipos de interés entre Estados Unidos y la eurozona. Además, la expectativa de políticas diferentes amplía la volatilidad: los mercados descuentan hoy más recortes de tipos de interés en Europa que en EE. UU. (los mercados descuentan alrededor de 75 pb adicionales en el BCE para 2025 vs. 50 pb en la Fed, que aún no ha bajado tipos este año).

En términos de estabilidad financiera global, la tensión reside en que la deuda estadounidense, históricamente considerada el refugio último, está pagando ahora tipos significativamente superiores a casi todas las grandes economías avanzadas. Esto ha llevado a cuestionar la

“inmunidad” del Tesoro ante potenciales crisis. Al mismo tiempo, la incertidumbre geopolítica y el proteccionismo elevan la volatilidad internacional. En definitiva, la fragmentación geopolítica y el proteccionismo agravan la incertidumbre económica, generando volatilidad en los mercados de bonos y descoordinación en las políticas globales.

|  
*La tensión reside en que la deuda  
estadounidense, históricamente  
considerada el refugio último, está  
pagando ahora tipos significativamente  
superiores a casi todas las grandes  
economías avanzadas*  
|

El *Informe de Estabilidad Financiera Global* del FMI de abril de 2025 advierte que el elevado endeudamiento soberano, tanto en economías avanzadas como emergentes, puede desencadenar episodios de inestabilidad en los mercados de bonos, especialmente si los fondos no bancarios altamente apalancados (parte de la llamada “banca en la sombra”) se ven forzados a deshacer posiciones. Esta vulnerabilidad se vio agravada por la creciente interconexión entre bancos y fondos de inversión, lo que amplificó la transmisión de *shocks*. Conviene asegurar la disponibilidad de mecanismos de liquidez para contener episodios de estrés, sobre todo en los mercados soberanos más vulnerables. El FMI también propone avanzar en la calidad y granularidad de los datos sobre intermediarios no bancarios, para permitir una evaluación más precisa del riesgo sistémico.

En la práctica, los agentes ajustan carteras. Los variados diferenciales internos de la eurozona señalan nuevamente los riesgos de fragmentación: en un entorno de débil crecimiento, una gobernanza fiscal heterogénea puede llevar a

que las primas de riesgo de los países periféricos suban abruptamente en situaciones de tensión. En definitiva, las tensiones actuales en los mercados de deuda soberana reflejan un choque entre contextos muy distintos. En EE. UU., el enorme déficit fiscal y un mercado de bonos cada vez más dependiente de inversores sensibles (fondos apalancados) están elevando los tipos de largo plazo. En Europa, el fuerte giro fiscal alemán ha alterado la percepción de inflación y riesgos en el *bund*, justo cuando la economía de la eurozona demanda aún estímulos monetarios.

Esta heterogeneidad genera interpretaciones y predicciones de distinto signo. Por un lado, si se tiene en cuenta solo el efecto teórico del diferencial, podría concluirse que esta situación refuerza flujos hacia Estados Unidos y ensancha *spreads*, lo que incrementa la fragmentación financiera global. Los inversores siguen de cerca estas dinámicas: los propios estrategas de Wall Street advierten que, en ausencia de normalización de la política global, los mercados podrían seguir ajustándose bruscamente ante cualquier noticia inesperada. Otra interpretación, sin embargo, es que la incertidumbre política y económica en EE. UU., especialmente tras la imposición de aranceles por parte de la administración Trump, ha generado inquietud entre los inversores internacionales. Según el propio FMI, esta incertidumbre ha llevado a una reevaluación de la demanda global por activos denominados en dólares, con una tendencia a la baja en la confianza de los inversores. Además, la depreciación del dólar y la volatilidad en los mercados financieros han afectado negativamente las inversiones extranjeras en EE. UU. En contraste, Europa puede estar ganando atractivo como destino de inversión.

En resumen, aunque EE. UU. estuvo experimentando entradas de capital significativas hasta principios de año, las crecientes incertidumbres y la mejora en las perspectivas de otras regiones



sugieren que este flujo podría no ser sostenible a largo plazo, y que los inversores podrían diversificar sus carteras hacia mercados con fundamentos más sólidos y previsibles.

## Reflexiones finales

Las tensiones recientes en los mercados de deuda soberana ilustran hasta qué punto la coordinación entre políticas fiscales y monetarias es hoy crucial para evitar episodios de inestabilidad financiera. La interacción entre déficits persistentes, agendas fiscales expansivas y ajustes en la estructura de tenedores de deuda está generando un nuevo equilibrio de riesgos, menos anclado en la noción tradicional de refugios seguros. A medida que los inversores globales ajustan sus carteras, no sólo en función de tipos relativos, sino también de la

percepción de gobernabilidad macroeconómica, se amplifica la sensibilidad de los mercados a cualquier signo de disfunción.

A este entorno complejo se suma la fragmentación geopolítica, que refuerza dinámicas centrífugas tanto en la eurozona como en el sistema financiero internacional. La incertidumbre sobre el rumbo fiscal en EE. UU., la reconfiguración de prioridades estratégicas en Europa y la elevada exposición a fondos no bancarios requieren un enfoque más integral de política económica. No basta con estabilizar los tipos o ajustar los diferenciales: resulta indispensable reforzar los mecanismos institucionales que reduzcan el riesgo sistémico ante *shocks* globales. Las tensiones actuales pueden ser, en este sentido, un anticipo de lo que está por venir si no se avanza hacia una gobernanza más coherente.

# 04

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



## Banca española y europea: mejoras en su valoración

La banca española y europea ha sido tradicionalmente valorada por el mercado muy por debajo de su homóloga estadounidense y, sobre todo, muy por debajo de su valor contable. Ese descuento en la valoración respecto del valor en libros (P/B o *price to book* por debajo de 1) ha sido una anomalía durante los años 2022, 2023 y una buena parte del 2024, en la medida en que la banca española y europea alcanzaba niveles de rentabilidad sobre el capital (*ROE*) claramente por encima del coste de capital estimado, tanto por supervisores como por las propias entidades y analistas de mercado. Como factores explicativos de esa anomalía cabía argumentar, bien un coste de capital más elevado que el estimado por el propio sector, o dudas sobre la sostenibilidad de los niveles de *ROE* alcanzados en 2022 y 2023. Esa anomalía ha sido corregida entre los últimos meses del 2024 y primeros del 2025, de tal manera que la mayoría de las entidades españolas y europeas alcanza ya unos niveles de valoración por encima de su valor en libros. En el artículo analizamos la dinámica de valoración en la banca española y europea en contraste con Estados Unidos, y el papel diferencial que la gestión del margen ha tenido en la misma.

## El “rearme europeo” da alas a la valoración de la banca

En la parte final de 2024, y sobre todo en el arranque de 2025, se producía una muy intensa revalorización de la banca europea y española, la cual tenía lugar en un contexto geopolítico altamente incierto que ha condicionado tanto dicha mejora como una posterior corrección. Concretamente, el posicionamiento de la nueva Administración Trump respecto al conflicto en Ucrania y la defensa de Europa ha desencadenado un reposicionamiento estratégico en el continente europeo. Este se articula en torno al programa *ReArm EU* y a la hoja de ruta *Readiness 2030*, con el objetivo de avanzar hacia una mayor autonomía estratégica mediante un impulso coordinado hacia mayores inversiones en defensa, así como un consenso creciente sobre la necesidad de lograr la integración

de los mercados de capitales y aumentar la competitividad.

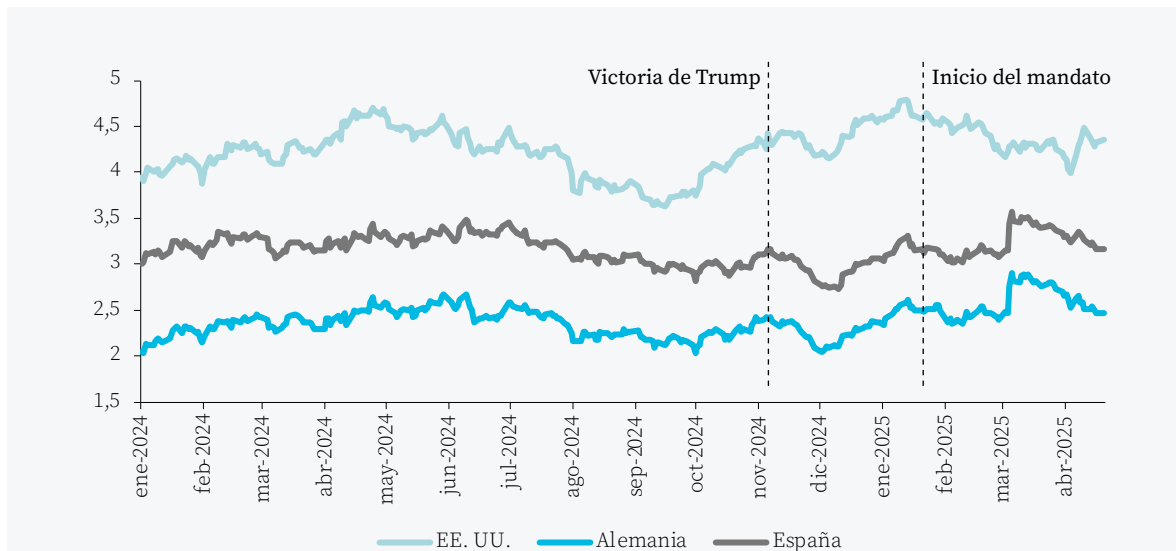
Este entorno daba lugar, en el primer trimestre del año, a una clara divergencia entre Europa y Estados Unidos en los mercados financieros. El repunte de la incertidumbre, el potencial impacto de la Agenda Trump en la economía y la reacción de terceros países, hacía desaparecer el fenómeno *Trump trade* acuñado en 2016. Este fenómeno, asociado a una fuerte rotación de carteras hacia activos estadounidenses, se desvanecía en el primer trimestre de 2025, invirtiendo la tendencia observada en 2024.

Como se observa en el gráfico 1, los tipos soberanos estadounidenses a largo plazo registraron una caída desde el inicio del mandato de Trump, en un contexto donde los mercados comenzaron a descontar un escenario más plausible de

Gráfico 1

### Rentabilidad de la deuda soberana a diez años

Porcentaje



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

desaceleración económica. En contraste, los tipos soberanos español y alemán a diez años intensificaban su repunte ante las expectativas de expansión fiscal impulsadas por el rearme europeo y el estímulo fiscal anunciado por el Gobierno alemán.

Este comportamiento diferencial también se reflejaba en los índices bursátiles, donde el S&P 500 experimentaba una caída desde el inicio del mandato de Trump, mientras que el Eurostoxx y el IBEX mostraban incrementos en su valoración, siendo dicho incremento más pronunciado en el caso español (véase gráfico 2).

Por otra parte, el gráfico 3 muestra cómo, a medida que se ha intensificado la incertidumbre política y económica en EE. UU., el euro ha mostrado una notable resistencia frente al dólar. Este repunte de la divisa europea sugiere que

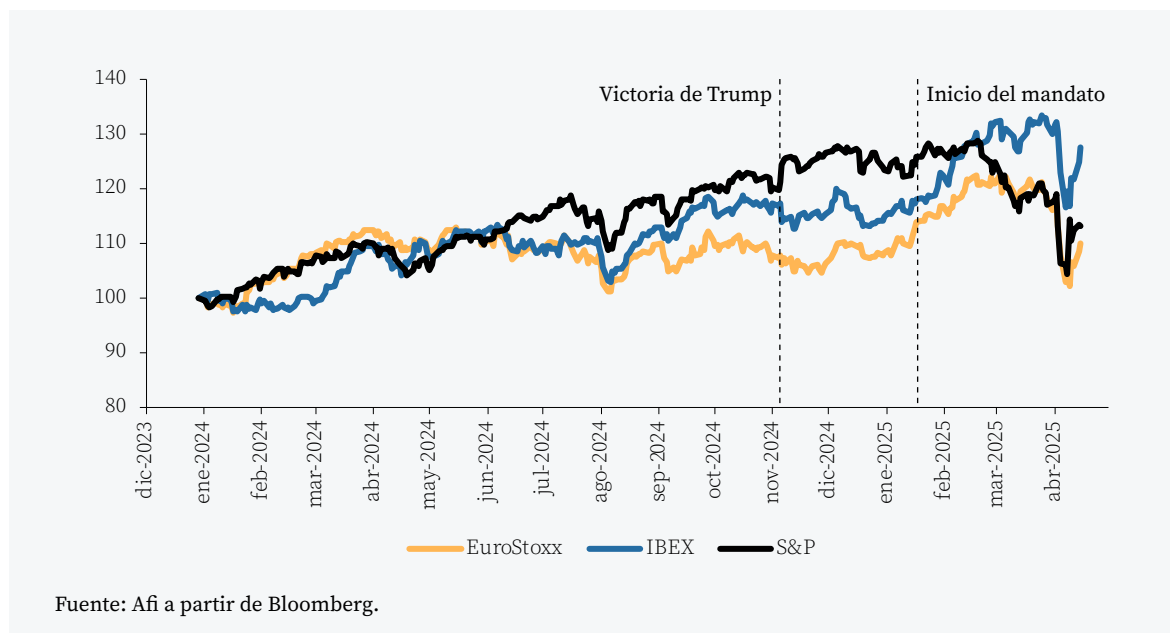
el mercado ya no descuenta con tanta fuerza la hegemonía de la economía estadounidense.

En este contexto de despertar europeo, el sector que registraba un mayor impulso en su valoración era el relacionado con la defensa, favorecido por el programa *ReArm EU*. Muy de cerca le seguía el sector bancario, con una revalorización igualmente destacada, superando significativamente los índices agregados, con un crecimiento incluso todavía más intenso en el caso español. En Europa, a marzo de 2025, el índice bancario había crecido un 85 % desde diciembre de 2021, frente al 22 % del índice general. Este diferencial de crecimiento hasta marzo era aún más acusado en España, donde el índice bancario acumulaba una subida del 143 %, casi triplicando el avance del IBEX, que aumentaba un 51 % en el mismo periodo (véase gráfico 4).

## Gráfico 2

### Evolución de los índices USA – EUR – ESP

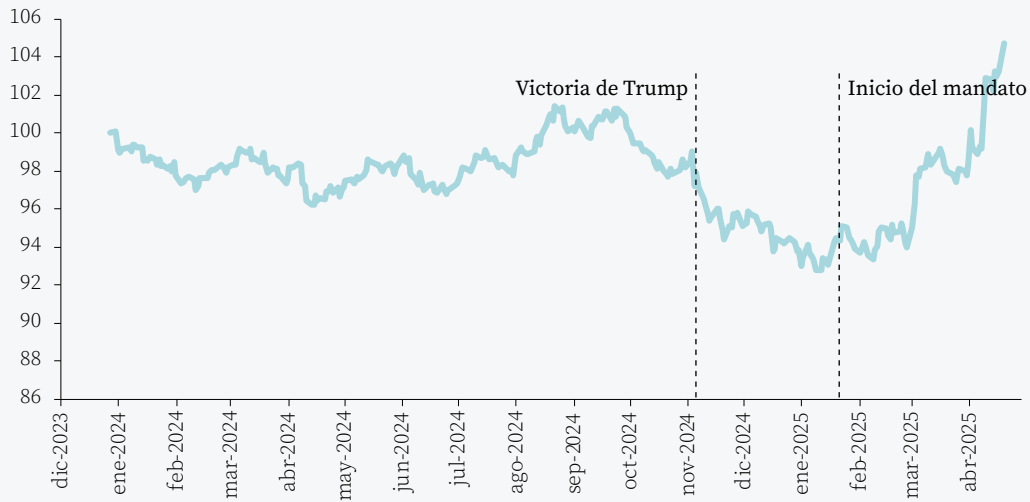
Porcentaje, índice base 100= diciembre 2023



## Gráfico 3

**Evolución del EUR/USD**

Porcentaje, índice base 100= diciembre 2023



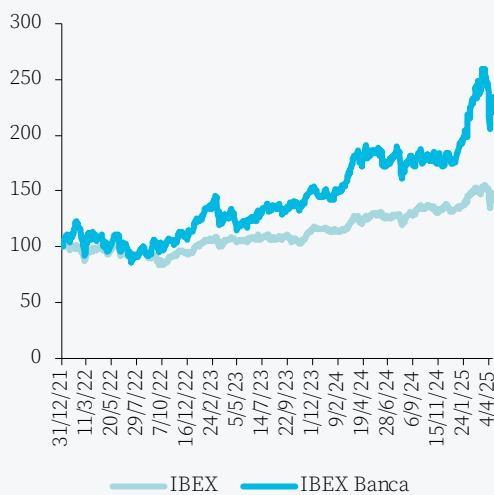
Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

## Gráfico 4

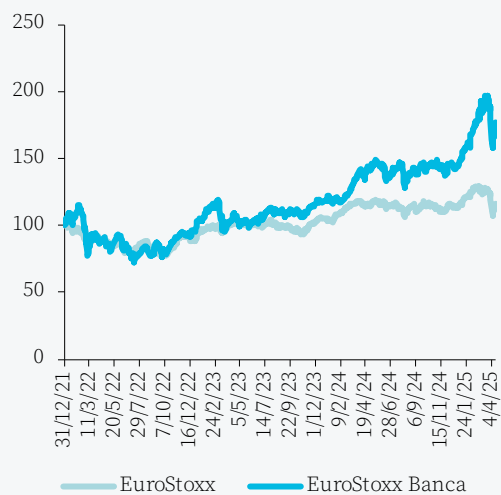
**Índices bursátiles de España y Europa: general vs banca**

Índice base 100=31/12/2021

## a) España



## b) Europa



Fuente: Afi a partir de Bloomberg.

|  
*En Europa, a marzo de 2025, el índice bancario había crecido un 85 % desde diciembre de 2021, frente al 22 % del índice general. Este diferencial de crecimiento hasta marzo era aún más acusado en España, donde el índice bancario acumulaba una subida del 143 %, casi triplicando el avance del IBEX*  
 |

Ese excelente comportamiento, registrado durante el primer trimestre, se veía enfrentado a una muy elevada volatilidad al inicio del mes de abril como consecuencia de la errática comunicación por parte de la Administración estadounidense de sus políticas arancelarias basadas en los déficits bilaterales con los diferentes países, así como de las injerencias sobre la política monetaria y la independencia de su institución responsable, la Reserva Federal (FED). Ambas facetas han incorporado elevadas dosis de volatilidad, no solo en los mercados de renta variable, sino sobre todo en los dos mercados más sensibles desde una perspectiva de estabilidad financiera, como son el mercado de bonos del Tesoro estadounidense, y el de la cotización del dólar. De ambos mercados han emergido dudas sobre su papel como activos de referencia y refugio, y sin duda han sido estas las que han ejercido mayor presión sobre la Administración estadounidense para matizar a la baja sus amenazas arancelarias, y de injerencias sobre la FED; matices que a su vez han permitido superar, al menos de momento, esa extrema volatilidad registrada durante la primera mitad del mes de abril.

### **Banca europea y española: se reduce el descuento frente al valor contable**

Pese al buen comportamiento de la banca europea a lo largo de la última década, en términos

de solvencia, calidad de activos y, más recientemente, de rentabilidad como efectos favorables derivados del desarrollo de la Unión Bancaria, ha persistido durante todo el periodo un descuento en la valoración frente al valor contable. Esa brecha de valoración es seguida con interés, y cierta preocupación, por los reguladores y supervisores, en tanto en cuanto significa que el mercado aplica un importante descuento a los recursos propios contables, que son los que conforman el coeficiente de solvencia regulatorio. Dicho en otras palabras, la solvencia percibida/valorada por el mercado, es sustancialmente más baja que la regulatoria, lo que quiere decir que, en eventos extremos de necesidad de ampliar capital, el coste sería muy elevado en términos de dilución del capital existente.

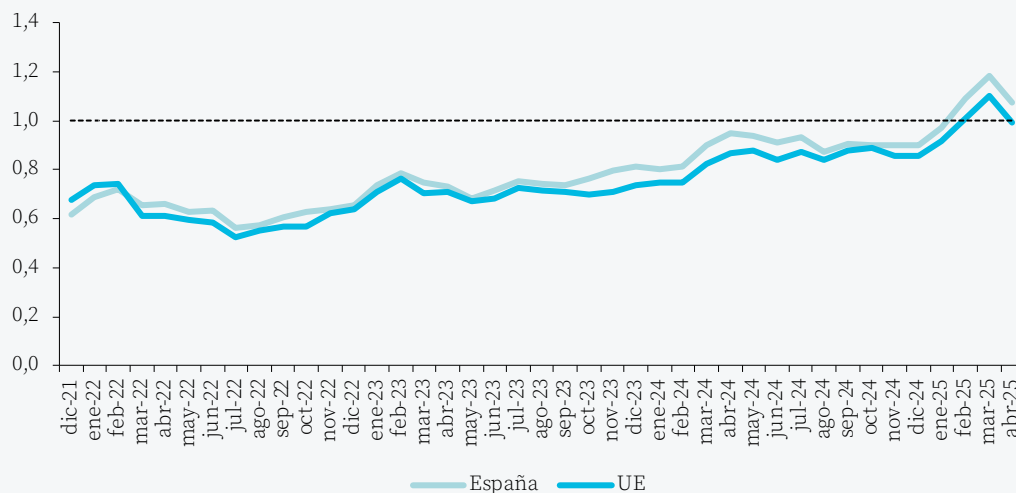
Pues bien, la mejora observada en la valoración de los bancos europeos y españoles entre finales de 2024 y principios de 2025, permitía cerrar la brecha de valoración, acercándose ya, e incluso superando de forma clara en muchas entidades, el valor de 1 para la ratio conocida como *Price-to-book* (*P/B* , ratio entre valor de mercado y valor contable), dejando atrás más de década y media de infravaloración (véase gráfico 5).

### **Banca española y europea frente a la estadounidense: se cierra la brecha de rentabilidad, y sobre todo de margen, pero persiste la de valoración**

Durante el trienio 2022-2024, marcado por el giro de la política monetaria y el fin de una era prolongada de tipos de interés cero o incluso negativos, el margen de intereses se ha consolidado como un motor clave en la recuperación de los beneficios de la banca europea y, especialmente, española, materializándose en un significativo incremento de la rentabilidad.

## Gráfico 5

## Evolución del PBV de la banca española y europea



Nota: Se muestra el PBV y ROE observados a cierre de cada año para una muestra representativa de 25 entidades cotizadas de las principales economías europeas. Para Estados Unidos, se utilizan las 25 entidades cotizadas de mayor tamaño de activos.

Fuente: Afi a partir de S&P Capital IQ.

*El efecto positivo de la subida de tipos en la rentabilidad, materializado desde finales del 2022, ha permitido observar al cierre de 2024 cómo la rentabilidad de toda la banca europea ha mejorado significativamente*

En época de tipos bajos, previos al repunte inflacionista de 2022, el rango de rentabilidad (ROE) en los bancos europeos y españoles se hallaba muy por debajo del observado en los bancos estadounidenses (véase gráfico 6). El efecto positivo de la subida de tipos en la rentabilidad, materializado desde finales del 2022, ha permitido observar al cierre de 2024 cómo la rentabilidad de toda la banca europea ha mejorado significativamente. Como puede observarse en la comparativa del gráfico 6, se ha producido un desplazamiento a

la derecha de la banca europea en términos de ROE –con un desplazamiento más intenso de los bancos españoles–, aproximándose al rango de los bancos estadounidenses (véase gráfico 6b).

Ese desplazamiento (incremento) del ROE en los bancos europeos mimetiza el que se ha producido en el margen de intereses relativizado sobre activos totales medios (ATM), cuyo rango en la banca europea prácticamente iguala ya al de la banca estadounidense (véase gráfico 7b). Esta mejora en el margen de intereses ha sido una tendencia generalizada entre los países europeos, siendo más discreta en sectores bancarios como el francés, el cual se ha mantenido rezagado debido a factores estructurales de este mercado, como la alta proporción de préstamos a tipo fijo y la existencia de productos de ahorro regulados, que han limitado la capacidad de reprecio de los activos y han contribuido a un mayor coste de los depósitos,



Gráfico 6

## ROE (%) y PBV, 2021 y 2024

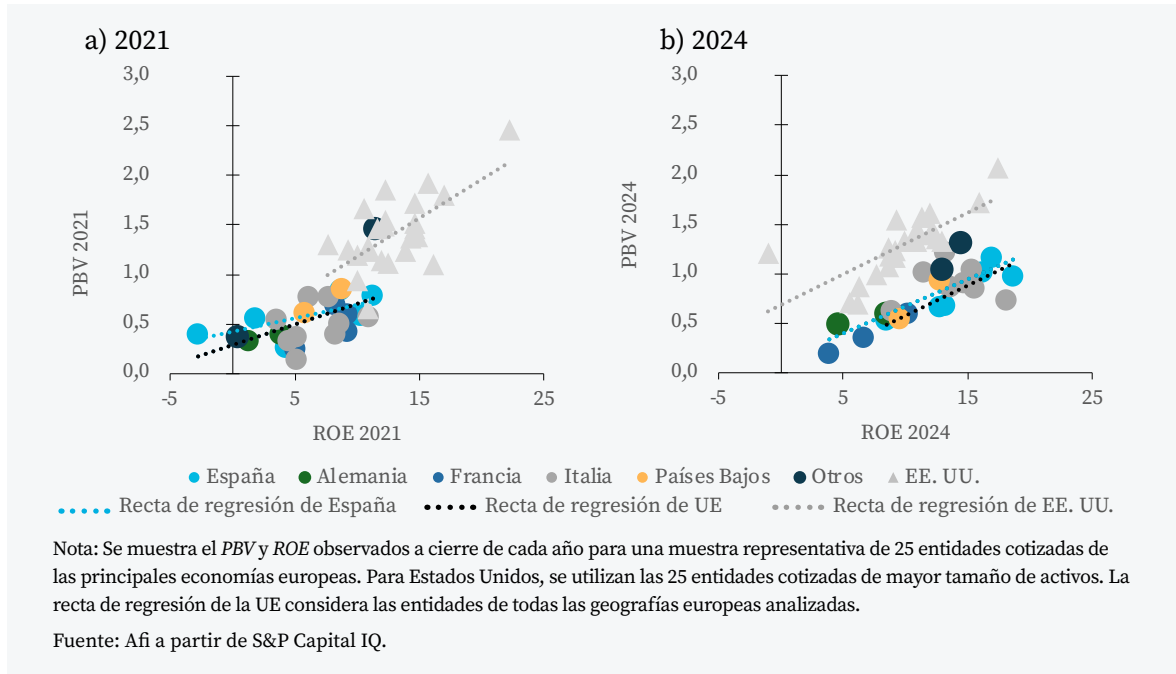
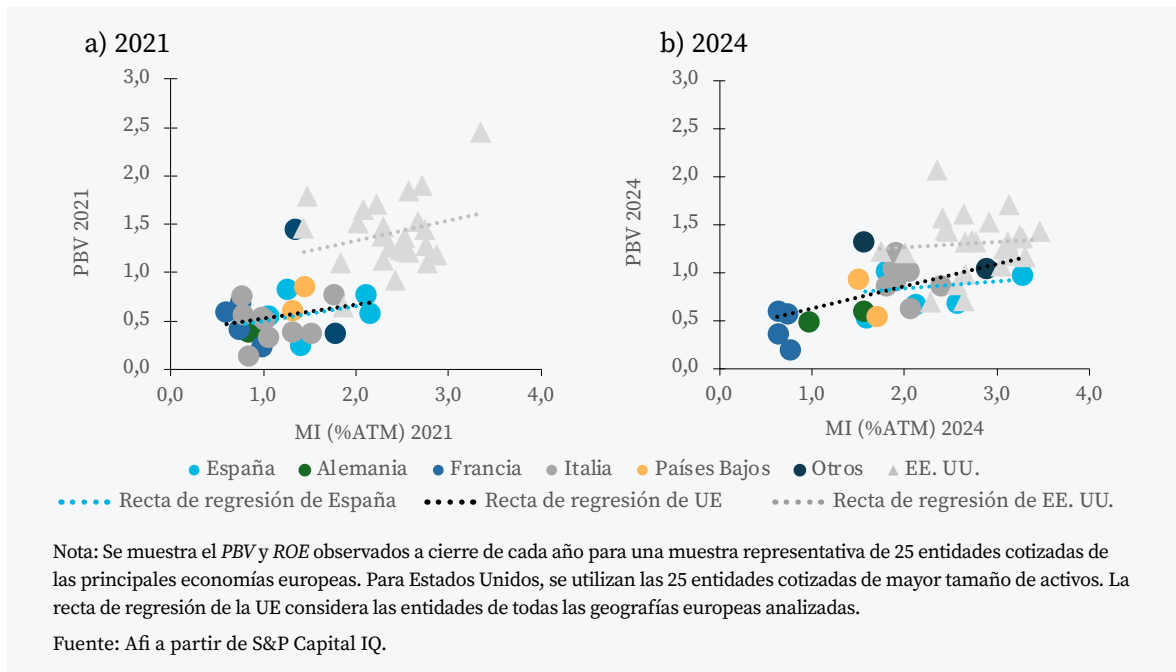


Gráfico 7

## Margen de intereses (% ATM) y PBV, 2021 y 2024



situación que se ha visto agravada por la fuerte competencia en precios.

Esa mejora generalizada en la rentabilidad –impulsada por el margen de intereses– de la banca europea y española, y una expectativa de tipos a finales del primer trimestre del año que hacía esperar una mayor estabilidad en márgenes para el sector, fue capitalizada en términos de valoración, produciéndose un desplazamiento al alza en la ratio  $P/B$ . Esta evolución ha mantenido la coherencia con la relación observada entre el  $P/B$  y variables fundamentales como el  $ROE$  o el margen de intereses, como se evidencia en la pendiente de la recta de regresión.

|  
*En todo caso, cabe señalar que, a pesar de la convergencia reciente en términos de rentabilidad y margen con la banca estadounidense, esta sigue gozando de unas ratios de valoración superiores a la banca europea y española*  
|

En todo caso, cabe señalar que, a pesar de la convergencia reciente en términos de rentabilidad y margen con la banca estadounidense, esta sigue gozando de unas ratios de valoración superiores a la banca europea y española. De hecho, en el caso de la banca estadounidense, la recta de regresión entre  $P/B$  y  $ROE$  o margen de intereses (% ATM), se halla claramente desplazada al alza, sugiriendo que en dichos bancos cada punto de  $ROE$  o de margen continúa siendo más valorado por el mercado.

El mantenimiento de esa brecha de valoración frente a la banca estadounidense, pese al cierre de la brecha de rentabilidad y margen, podría estar relacionada con diferencias estructurales entre ambas economías, pero también con otros elementos, especialmente relevantes en el sector bancario, como es la existencia de exigencias regulatorias más laxas en Estados Unidos y, sobre todo, con expectativas de que las mismas puedan relajarse todavía más con la nueva Administración, que ya había emitido señales en dicha dirección.

## Conclusión

Las bancas europea y española han experimentado una notable recuperación en su valoración bursátil, corrigiendo una anomalía prolongada en la que los niveles de cotización se situaban sistemáticamente por debajo del valor contable, pese a presentar indicadores de rentabilidad superiores al coste de capital estimado. Esta revalorización se ha visto especialmente favorecida entre finales de 2024 y el primer trimestre de 2025, en un contexto marcado por una expectativa de esfuerzo coordinado europeo hacia una mayor autonomía estratégica y mejora de la competitividad, donde el papel del sector bancario resultaría clave.

La convergencia en términos de *ROE* y margen con la banca estadounidense ha reforzado esta tendencia, si bien persiste

una diferencia en su valoración que podría explicarse por diferencias estructurales entre ambas economías, factores regulatorios y expectativas de menor exigencia en EE. UU. bajo la nueva Administración.

No obstante, este nuevo entorno se enfrenta a un escenario de mayor volatilidad e incertidumbre tras fuertes tensiones en los mercados financieros al hilo de las erráticas posturas de la Administración estadounidense sobre políticas arancelarias. En este contexto, el reto para la banca europea será sostener la mejora en sus fundamentales y mantener la confianza del mercado ante una coyuntura global cada vez más impredecible, con potenciales ajustes en la senda de tipos y revisiones a la baja en las tasas de crecimiento que influirán nuevamente en el comportamiento del negocio y los márgenes bancarios.

# 05

**Joaquín Maudos**

Catedrático de Análisis Económico de la Universidad de Valencia,  
director adjunto del Ivie y colaborador del CUNEF



## La exposición de la banca española al riesgo soberano: una comparativa europea

El peso que la deuda pública tiene en el activo de la banca española ha aumentado en los años más recientes hasta situarse en el 15,4 % en 2024, coincidiendo con la subida de los tipos de interés. Es un peso que supera en 2,5 pp al promedio de la UE. Respecto a las características de esa deuda, el 48 % es emitida por las administraciones públicas españolas. Este peso es menor que en la banca europea, en lo que influye la elevada presencia internacional de la banca española. Un hecho positivo a destacar es que en la banca española adquiere cada vez más relevancia la proporción de la deuda pública valorada a coste amortizado (67,2 % vs 58,6 % en la UE), lo que la aísla de las fluctuaciones del mercado. En el negocio doméstico, la deuda pública ha aumentado el peso en el activo del 6,66 % en 2019 al 7,79 % en 2024, y del 76,4 % al 90,7 % en el total de la renta fija, multiplicándose por 2,5 los ingresos cobrados por intereses de esa deuda.

## Introducción

Un tema que suscita interés y debate es la exposición de la banca al riesgo soberano. Como señala el BIS (2017), la inversión que realiza la banca en deuda pública responde a diversos motivos, entre los que se encuentra la gestión de la liquidez (la deuda pública es uno de los activos más líquidos), la mitigación del riesgo de crédito, o ser una opción más de inversión, ya sea como *trading* o como inversión a más largo plazo. El hecho de que un elevado porcentaje de la deuda pública esté en los balances bancarios explica la importancia de la banca en la instrumentación de la política fiscal y también monetaria. Por estos dos últimos motivos, adquiere tanta importancia el tratamiento del riesgo soberano desde el punto de vista regulatorio.

La exposición bancaria al riesgo soberano plantea riesgos de diversos tipos, como los asociados a la variación de los tipos de interés o el propio riesgo de crédito. No hay más que recordar los problemas recientes que han tenido algunos bancos en EE. UU. ante una fuerte subida de tipos de interés que obligó a la venta de deuda con fuertes minusvalías. Cuando los problemas alcanzan cierta dimensión, se puede entrar en un círculo peligroso-vicioso de riesgo bancario-soberano, de tal forma que un problema que tiene su origen en la banca (Estado) se acaba convirtiendo en un problema para el Estado (banca)<sup>1</sup>.

En este contexto, el objetivo de este artículo es analizar el peso que la deuda pública tiene en los balances de la banca europea, poniendo el foco en el sector bancario español. El periodo de análisis cubre los años transcurridos desde el punto de inflexión de un ciclo que cambió por la crisis del COVID-19 hasta el dato más reciente de

finales de 2024. No obstante, como se comprobará a continuación, es el brusco cambio que tuvo lugar en 2021 en los tipos de interés de intervención de los bancos centrales (con una fuerte subida para frenar la inflación) lo que determina un cambio en el peso de la deuda pública en el activo de la banca. Además de analizar la evolución del peso del riesgo soberano, también se analiza la composición geográfica de la deuda, y su estructura por vencimientos y por método de valoración. En el caso español, también ofrecemos información de la importancia que los ingresos de esa deuda (intereses cobrados) tienen en el total de ingresos financieros de la banca en su negocio doméstico, así como su peso en el balance y en el total de la renta fija en la que invierte la banca.

## La exposición de la banca al riesgo soberano

Utilizando la información que aporta la Autoridad Bancaria Europea (EBA) para los grupos bancarios consolidados, el peso que la deuda pública tiene en el activo total de la banca española ha aumentado del 13,2 % en 2019 al 15,4 % en 2024 (cuadro 1), por un importe en este último año de 589,6 mil millones de euros. El aumento ha tenido lugar desde 2021 (2,7 pp de crecimiento), coincidiendo con el cambio en los tipos de intervención de los bancos centrales, que se trasladaron a los tipos interbancarios y también a los de la deuda pública. Así, tomando como referencia el euríbor a 12 meses, el promedio anual se mantuvo en niveles negativos hasta 2021 (-0,49 % en ese año), para dar lugar a un nuevo periodo de tipos positivos y cada vez más elevados, alcanzando la media anual el 3,86 % en 2023. En 2024, el euríbor ha caído ligeramente (3,27 %), una vez que la inflación

1 Véase en Bergés *et al.* (2018) un análisis del caso español desde la perspectiva de la banca.

**Cuadro 1****Peso de la deuda pública en el activo de la banca europea y euríbor a 12 meses**

En porcentaje

	España	Francia	Alemania	Italia	Portugal	UE-27	Euríbor-12M
2019	13,2	12,1	14,0	17,0	21,3	12,7	-0,22
2020	13,1	12,3	13,9	16,8	23,7	12,9	-0,30
2021	12,7	11,6	9,9	17,8	22,4	11,9	-0,49
2022	13,7	11,3	9,1	17,3	20,5	11,6	1,09
2023	14,3	11,5	10,2	18,6	22,7	12,2	3,86
2024	15,4	12,4	10,2	19,5	25,1	12,9	3,27
2024-2021 (pp)	2,7	0,8	0,3	1,7	2,7	1,0	3,8

Fuentes: EBA, BCE y elaboración propia.

se fue conteniendo, lo que permitió bajadas de tipos por parte de los bancos centrales. De 2021 a 2024, el euríbor a 12 meses aumentó 3,8 pp.

|

*Los sectores bancarios que presentan un mayor grado de exposición al riesgo soberano suelen coincidir con aquellos países en los que mayor es el endeudamiento del sector público. Es el caso de España, donde la ratio deuda/PIB supera 22 pp la de la UE, y donde el peso de la deuda pública en el balance de la banca es 2,5 pp superior a la media europea*

|

El aumento del peso de la deuda pública en los balances bancarios también se ha producido, aunque en menor medida, en la banca europea, con un aumento de 1,0 pp desde 2021 a 2024. Ese aumento ha tenido lugar en los principales sectores bancarios europeos, aunque con diversos grados de intensidad: 2,7 pp de aumento en

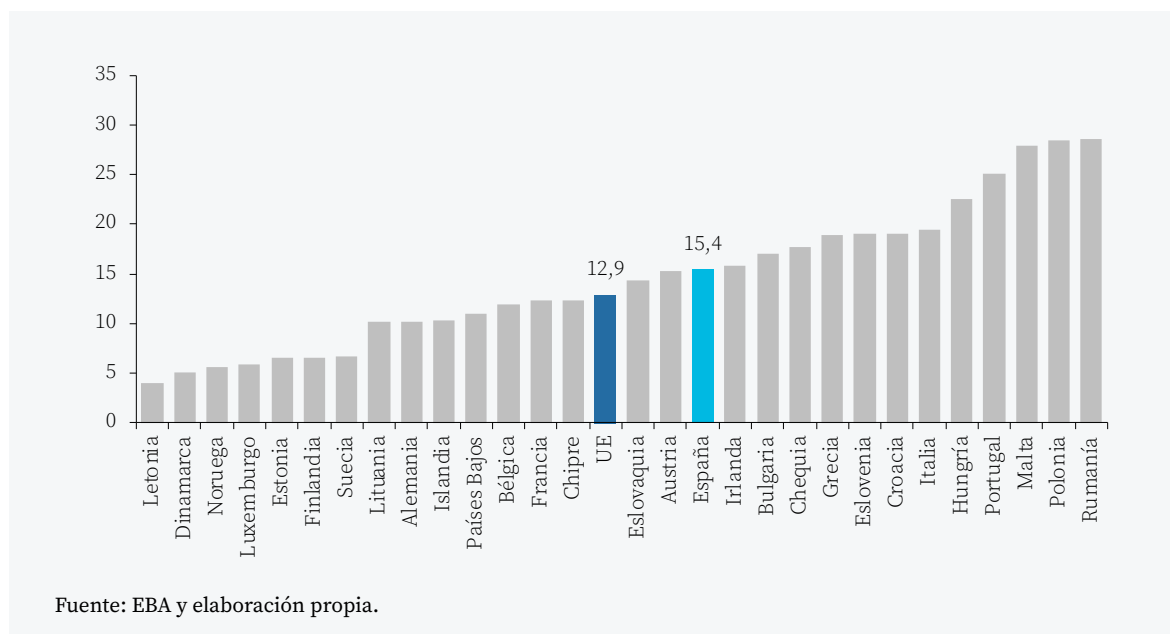
Portugal, 1,7 pp en Italia, 0,8 pp en Francia y 0,3 pp en Alemania.

Si ponemos el foco en la posición más reciente a finales de 2024 (gráfico 1), el peso de la deuda pública en el activo total de la banca española supera en 2,5 pp al promedio de la UE (15,4 % vs 12,9 %), siendo también mayor al de la banca alemana (10,2 %), francesa (12,4 %), pero inferior al de los sectores bancarios de Italia (19,5 %) y Portugal (25,1 %). El rango de variación dentro de la UE es amplio, ya que varía de un valor mínimo del 4,6 % a un máximo del 28,7 %. En general, hay una correlación positiva entre el grado de endeudamiento del sector público (medido por la ratio deuda/PIB) y la exposición de la banca al riesgo soberano. Es el caso, por ejemplo, de España, que con una ratio deuda/PIB que supera en 22 pp la media de la UE, también tiene un peso de la deuda pública en el activo bancario que supera la media de la banca europea. O de Alemania, que con un endeudamiento público de 19 pp inferior al europeo, la ratio deuda/activo

## Gráfico 1

**Peso de la deuda pública en el activo de la banca europea, 2024**

Porcentaje



es 2,7 pp inferior a la media. Lo mismo se aplica a Italia, que tiene un endeudamiento público de 55 pp superior a la media y un peso de la deuda en el activo de la banca 6,6 pp mayor.

### Características de la deuda pública en los balances bancarios

Desde el punto de vista de la composición geográfica de la deuda pública, en el caso de la banca española, con datos de finales de 2024, el 48 % es deuda emitida por las administraciones públicas españolas, siendo este peso ligeramente mayor al 46,6 % de la media de la banca europea. En cambio, es inferior en la banca española el peso de la deuda emitida por otros países de la eurozona (20,3 % vs 28,4 %). En consecuencia, el peso de la deuda emitida por el resto de los países también es mayor en España (31,6 % vs

25 %). A la hora de interpretar estos resultados, es importante tener en cuenta el intenso grado de internacionalización de la banca española, con una elevada presencia en zonas fuera de la eurozona, como el Reino Unido, EE. UU. y América Latina (véase Maudos, 2024).

Mientras que en la banca española la distribución geográfica del riesgo soberano apenas ha cambiado desde 2019, en la banca europea ha aumentado el peso tanto de la deuda del propio país como de otros países de la eurozona.

Respecto a la estructura temporal de la deuda, con datos de 2024, y comparando España con la media de la UE-27, pesa menos la que tiene un vencimiento de menos de 3 meses, con un peso en el total del 8 %, frente al 13,3 % de la UE-27. El 11,3 % es de 3 meses a un año, el 38,7 % de 1 a 5 años, el 27,9 % de 5 a 10 años y el 14,2 % restante



de más de 10 años. El peso de esta deuda de más largo plazo supone 5,9 pp menos que en la banca europea. Respecto a la situación de 2019, en la banca española ha disminuido el peso de la deuda de largo plazo, tanto la de entre 5 a 10 años de vencimiento como de más de 10 años.

|  
*Un rasgo positivo por destacar es que en la banca española cada vez pesa más la deuda pública valorada a coste amortizado (aislada de las fluctuaciones del mercado), situándose en 2024 en el 67,2 %, 8 pp más que en la banca europea*  
|

Finalmente, en el caso de la finalidad de la inversión en deuda pública, la que tiene un objetivo especulativo (*held for trading*), ha aumentado 3,4 pp el peso en el balance de la banca española desde 2019, hasta situarse en 2024 en el 15,8 %. De esta forma, ha convergido al peso que tiene en la UE-27, ya que en 2019 el peso era 6 pp inferior en España. La inversión que se valora a coste amortizado es la más importante en cuantía y su peso ha aumentado con intensidad (18 pp) desde 2019 en la banca española, hasta situarse en el 67,2 %, por encima del 58,6 % de la UE. Es un rasgo positivo por destacar, ya que esta deuda está aislada de las fluctuaciones del mercado. Las diferencias entre países son muy grandes en lo que a la composición del riesgo soberano según la finalidad de la inversión se refiere. Así, en el caso, por ejemplo, de la inversión hasta el vencimiento, oscila de un valor mínimo del 6,4 % a uno máximo del 93 %.

### **La importancia de la deuda pública en el negocio doméstico**

En el caso del negocio doméstico en España, es posible analizar la importancia que la inversión

en deuda pública tiene en el total de los ingresos financieros de la banca. Hay que tener en cuenta que en el periodo analizado que transcurre de 2019 a 2024, la deuda pública ha aumentado el peso en el balance de la banca española, pasando del 6,66 % al 7,79 % (valor máximo del periodo), con un valor en 2024 de 231.308 millones de euros. Si medimos ese mismo peso, pero en la renta fija, ha aumentado 14,4 pp desde 2019, hasta alcanzar un valor en 2024 del 90,7 % (gráfico 2).

En lo que respecta a los ingresos por intereses de esa deuda, el importe se ha multiplicado por 2,5 de 2019 a 2024, hasta un valor de 1.873 millones de euros. No obstante, el peso de esos ingresos en el total de los productos financieros de la banca ha caído del 2,28 % al 1,94 %. Fue en 2023 cuando más aumentaron los ingresos como consecuencia de la subida de los tipos de interés. Así, solo en ese año, los ingresos de la deuda pública se triplicaron y se han mantenido en ese mayor nivel en 2024, aportando, como hemos comentado, 1.873 millones de euros a la cuenta de resultados.

|  
*En el negocio doméstico, la deuda pública ha aumentado el peso en la renta fija en la que invierte la banca española, para situarse en el 90,7 % en 2024. En ese año, ha aportado 1.873 millones de euros de ingresos por intereses*  
|

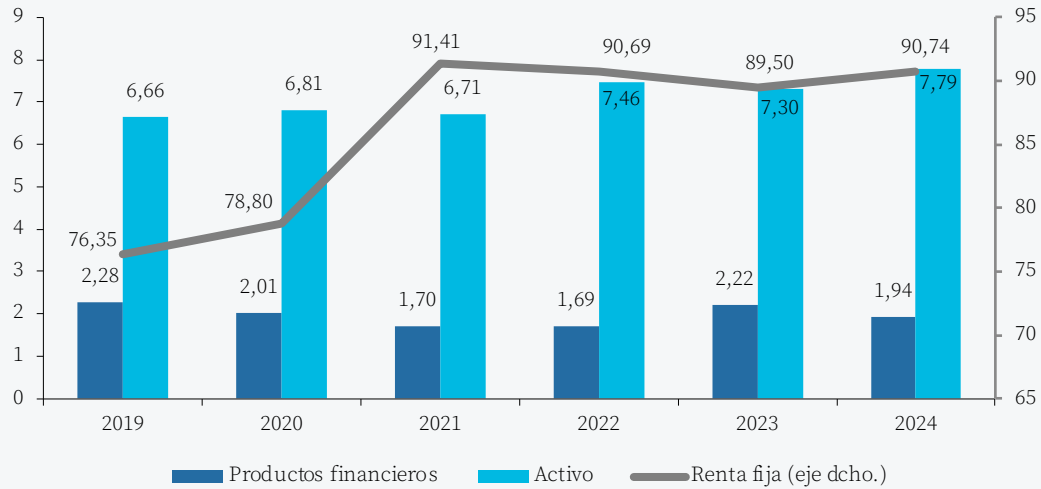
### **Peso de la banca en la financiación de las AA. PP. españolas**

Una última cuestión de interés a analizar es la importancia que la banca tiene a la hora de financiar a las administraciones públicas españolas. El Tesoro de España da información de la distribución de la deuda por tenedores, siendo una de ellas las entidades de crédito. En 2024,

## Gráfico 2

**Peso de la deuda pública en la banca española (negocio doméstico)**

Porcentaje



Fuente: Banco de España y elaboración propia.

el 13,97 % de la deuda pública española está en los balances de las entidades de crédito residentes, peso solo inferior al que corresponde a los no residentes (43,92 %) y al Banco de España (27,16 %). El peso de la banca española ha oscilado en torno al 13,5 % desde 2019, y alcanzó

un máximo del 15,22 % en 2020. De 2023 a 2024 ha aumentado la tenencia de deuda pública por parte de las entidades de crédito un 14,3 %, lo que contrasta con una caída del 6,3 % en el caso del Banco de España y del 17,2 % en los fondos de inversión.

## Conclusiones

La exposición de la banca a la deuda pública es clave en el nexo bancario-soberano. La presencia de deuda pública en los balances de los bancos es importante por varios motivos, entre los que se encuentra la gestión de la liquidez, la diversificación de la cartera o como una alternativa más de inversión rentable.

En el periodo que transcurre desde el pre-covid (2019) hasta finales de 2024, la banca española ha aumentado el peso de la deuda pública en su balance, hasta situarse en el 15,4 %, 2,5 pp más que en el promedio de la banca de la UE, siendo este aumento superior al que ha tenido de media en la banca de la UE. De esa deuda, el 67,2 % se valora a coste amortizado (18 pp más que en 2018 y 8,6 pp más que en la banca europea en 2024), lo que la aísla de las fluctuaciones del

mercado. Como señala el Banco de España (2024) en su informe de estabilidad financiera, el reciente aumento del peso de la deuda pública y su reorientación hacia la cartera a coste amortizado son coherentes con el entorno de subida de los tipos de interés.

Otro rasgo que destacar en la banca española es el mayor sesgo doméstico hacia la inversión en deuda pública emitida por el propio país, con un peso del 48 %, algo superior a la media de la banca europea (46,6 %). Por el contrario, la participación de la deuda emitida por otros países de la eurozona es 8 pp inferior en la banca española (20,3 % vs 28,4 %). No obstante, a la hora de interpretar estos valores hay que tener en cuenta la distribución geográfica del negocio bancario, donde la banca española tiene una elevada presencia en América Latina y también en el Reino Unido y EE. UU.

## Referencias

BANCO DE ESPAÑA. (2024). *Informe de estabilidad financiera. Otoño 2024*.

BERGES, A., PELAYO, A., y ROJAS, F. (2018). Nexo “bancos-deuda soberana” en España (II): la perspectiva bancaria. *Cuadernos de Información Económica*, 266, . 49-57. [chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS\\_CIE/266art06.pdf](https://www.funcas.es/wp-content/uploads/Migracion/Articulos/FUNCAS_CIE/266art06.pdf)

BIS. (2017). *El tratamiento regulador de las exposiciones frente a soberanos*. Documentos de debate.

MAUDOS, J. (2024). Internacionalización de la banca española: cambios recientes. *Cuadernos de Información Económica*, 302 (septiembre-octubre), 38-46. <https://www.funcas.es/articulos/internacionalizacion-de-la-banca-espanola-cambios-recientes/>

# 06

**Pablo Guijarro Segado y Pilar Gómez Estefanía**  
Afi, Analistas Financieros Internacionales, S. A.



## Fusiones y adquisiciones en Defensa: un cambio de paradigma para Europa

Este artículo analiza el papel creciente de las fusiones y adquisiciones (M&A) en el sector de defensa europeo, impulsado por un entorno geopolítico más inestable desde 2024, y la necesidad de autonomía estratégica frente a EE. UU. Ante una inversión empresarial débil en Europa, especialmente en defensa, se propone la consolidación inorgánica como vía más ágil para reforzar capacidades. Iniciativas como el plan *ReArm Europe* o proyectos transnacionales ilustran esta estrategia. A pesar del contexto global de incertidumbre, el sector de defensa muestra resiliencia y atractivo para inversores, destacando su carácter contracíclico. No obstante, persisten retos estructurales como la fragmentación entre países, obstáculos regulatorios y riesgos derivados de cambios políticos y tecnológicos. El artículo concluye que el crecimiento inorgánico, junto con mayor cooperación e integración tecnológica, será clave para una defensa europea más robusta y autónoma, aunque requiere una adaptación constante y una regulación equilibrada que permita consolidar sin comprometer los intereses nacionales.

## Introducción

Uno de los factores diferenciales en el desempeño de las economías de EE. UU. y de la UE en las últimas décadas ha sido el comportamiento de la inversión empresarial. La UE ha mostrado una mayor debilidad, que se ha traducido en unas expectativas de crecimiento más débiles.

Este contexto ha afectado de manera general a todos los sectores de actividad, y en particular, al sector defensa, cuyo protagonismo como capítulo de gasto e inversión de los países europeos se ha situado claramente por debajo del experimentado en EE. UU. El impacto que el nuevo entorno geopolítico, vigente desde la segunda mitad de 2024, tiene sobre la necesidad de inversión en defensa ha alterado este estado de situación y su eventual desarrollo futuro.

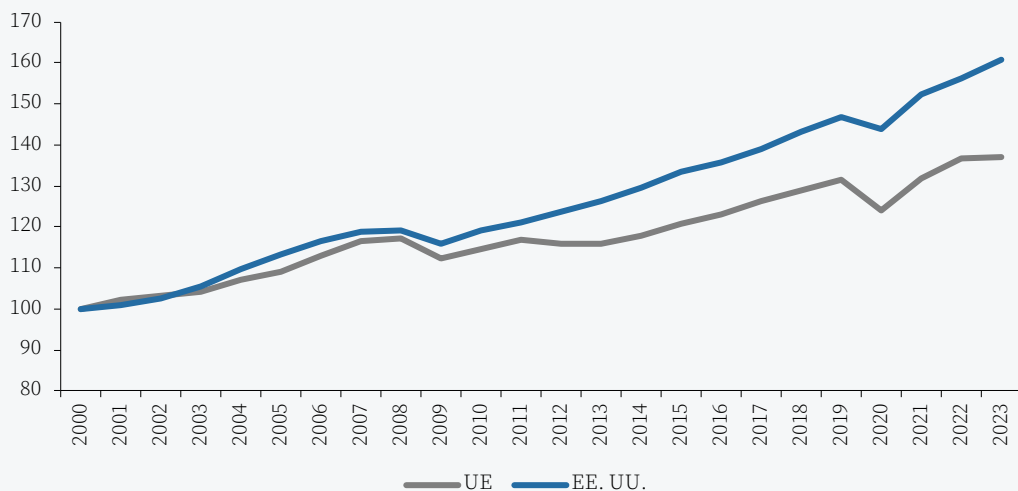
Este cambio, junto con la necesidad de que las empresas europeas ganen tamaño sin comprometer la capacidad de preservación de los intereses nacionales, representa un factor susceptible de influir de modo favorable en la actividad de fusiones y adquisiciones (M&A) en los próximos trimestres. Desde un punto de vista más coyuntural, la reducción de tipos de interés en la mayor parte de las economías, como elemento de impulso a la actividad económica en un entorno de moderación de la inflación, puede suponer un contrarresto efectivo del aumento de la incertidumbre que se ha derivado del contexto global observado durante el primer trimestre.

A continuación, se analiza esta combinación de dinámicas estructurales y coyunturales, y el modo en el que pueden impactar en un cambio

### Gráfico 1

## Crecimiento del PIB

Base 100:2000

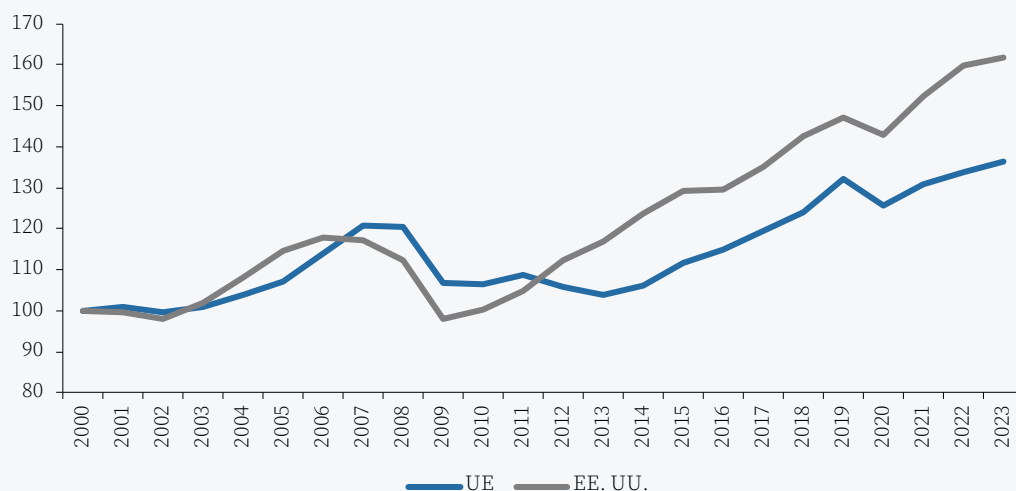


Fuente: Banco Mundial.

## Gráfico 2

**Formación bruta de capital**

Base 100:2000



Fuente: Banco Mundial.

de paradigma para la formación bruta de capital fijo en la Unión Europea.

### Formación bruta de capital fijo: una brecha de 20 años

El período de historia económica que se inicia en la crisis financiera de 2008 marca un claro contraste con los años precedentes en lo que a la dinámica de formación bruta de capital fijo en la UE y EE. UU. se refiere. Esta circunstancia se refleja de manera general en el peso que la inversión tiene sobre el PIB, y ha impactado de manera frontal en la capacidad de crecimiento de ambos bloques, como refleja el diferencial promedio y acumulado a lo largo de los últimos lustros.

El sector defensa no ha sido ajeno a esta disparidad en el comportamiento de los dos bloques económicos. Las estadísticas económicas

*Las estadísticas económicas muestran un diferencial muy significativo en los ritmos de gasto e inversión en defensa por parte de EE. UU. en comparación con Europa*

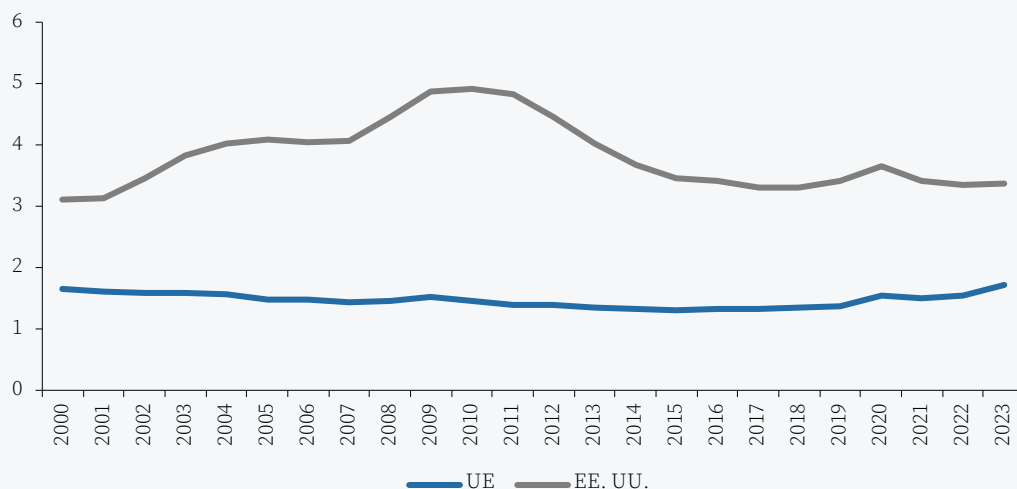
muestran un diferencial muy significativo en los ritmos de gasto e inversión en defensa por parte de EE. UU. en comparación con Europa, una evolución que ha centrado gran parte del discurso de la Administración de EE. UU., concentrada en señalar la necesidad de que los países occidentales incrementen su compromiso en seguridad con el objetivo de reducir la dependencia de socios externos y hacer frente a los retos de la geopolítica actual.

Sin menoscabo de las consideraciones realizadas por EE. UU., es cierto que el Informe Draghi,

## Gráfico 3

**Gasto militar**

Porcentaje del PIB



Fuente: Banco Mundial.

publicado en septiembre de 2024 (Draghi, 2024), enfatizaba la necesidad de adoptar medidas de impulso para el crecimiento económico y la inversión empresarial como claves competitivas de medio plazo, elementos que son difícilmente cuestionables a la luz de los registros macroeco-

|  
*Los caminos a seguir para dar respuesta  
 a los desafíos del entorno pasan bien  
 por un desarrollo interno, bien por la  
 adquisición a terceros de las herramientas  
 y tecnologías necesarias*  
 |

nómicos. En el marco de la estrategia de defensa, el Informe Draghi reconocía la urgente necesidad de reforzar el sector en la UE para lograr la autonomía estratégica, hacer frente a las crecientes amenazas a la seguridad y reducir la

dependencia de soluciones extracomunitarias, en particular de los EE. UU.

En este sentido, y al igual que sucede en otros muchos ámbitos, los retos que afronta el bloque europeo están estrechamente vinculados con: (i) las dificultades para agregar demanda, y (ii) la ausencia de interoperabilidad entre los Estados miembros, factores ambos que potencian la fragmentación y reducen de manera decisiva las posibilidades de competir y de contar con una industria capaz de responder a los retos que plantea el entorno actual en términos de autonomía en la seguridad. La creciente brecha entre las necesidades operativas de los sistemas de defensa y los presupuestos públicos disponibles ha impulsado la búsqueda de soluciones más innovadoras y asequibles. Por otro lado, la tendencia a la combinación de tecnologías comerciales, civiles y militares, tales como inteligencia artificial, análisis de datos



o infraestructura satelital, han abierto numerosas oportunidades para inversores y *startups*.

Llegados a este punto, los caminos a seguir para dar respuesta a los desafíos del entorno pasan bien por un desarrollo interno, bien por la adquisición a terceros de las herramientas y tecnologías necesarias. *A priori*, la solución orgánica tiene una naturaleza más lenta y con períodos de maduración mucho más largos, circunstancias que limitan su capacidad de respuesta a las demandas de la UE en este ámbito.

### **Factores idiosincráticos del mercado de M&A en defensa**

Es por ello que la consolidación inorgánica del sector de defensa mediante transacciones de compra de empresas (M&A) puede permitir dar satisfacción a este desafío con una mayor celeridad. No obstante, la idiosincrasia de este sector y, más concretamente, su categoría de actividad crítica para la seguridad nacional, motivan que sea necesario afrontar el reto no solamente desde un punto de vista económico y financiero, sino también regulatorio. Así, resulta de capital importancia entender las dinámicas del sector de defensa a lo largo de los últimos 80 años, que han estado condicionadas por los grandes ciclos geopolíticos, a los que se incorpora este último capítulo.

Tras la Segunda Guerra Mundial, los países occidentales promovieron la creación de contratistas nacionales fuertes, con escasa consolidación internacional. No fue hasta el fin de la Guerra Fría y la consecuente reducción del gasto militar cuando se produjo una gran ola de fusiones, especialmente en Estados Unidos, que dio lugar a gigantes como Lockheed Martin (fusión de Lockheed y Martin Marietta en 1995), Northrop Grumman en 1994 o la integración de McDonnell Douglas por parte de Boeing en 1997.

En Europa, aunque el proceso fue más limitado, surgieron actores relevantes como BAE Systems (1999) o MBDA (2001), esta última, fruto de la fusión de divisiones de misiles de empresas de Francia, Reino Unido e Italia. A partir de 2001, los conflictos en Irak y Afganistán abrieron paso a adquisiciones centradas en servicios tecnológicos y de ciberseguridad.

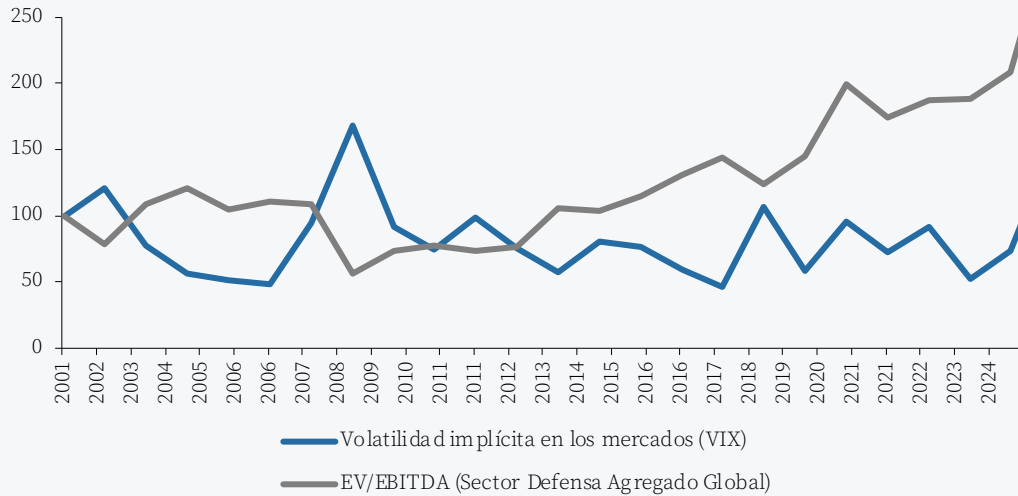
En el último capítulo de la historia mundial asistimos a un salto que trasciende la estrategia nacional para comenzar a pensar en un ámbito de colaboración multilateral, en el que la cooperación y la coordinación resultan factores más determinantes que la pura estancia de tipos de interés o expectativas de crecimiento económico. Y esta dinámica no es exclusivamente europea, si bien es en este ámbito geográfico en el que encontramos manifestaciones más claras. El plan *ReArm Europe* constituye una ambiciosa hoja de ruta que contempla la movilización de hasta 800.000 millones de euros para reforzar las capacidades militares de los Estados miembros. Este programa, que incluye incentivos específicos para las adquisiciones intraeuropeas, tiene como objetivo central consolidar una base industrial de defensa integrada.

Ejemplos concretos de este sesgo transnacional son también las propuestas de fusión de las divisiones satelitales de Airbus, Thales y Leonardo. Esta operación busca crear un actor paneuropeo de referencia capaz de competir con iniciativas como Starlink, y constituye un claro ejemplo del esfuerzo por recuperar soberanía tecnológica en el ámbito espacial.

Además de los grandes movimientos corporativos, también están cobrando fuerza las alianzas industriales. Un caso representativo es la *joint venture* Leonardo Rheinmetall Military Vehicles, creada para codiseñar y fabricar vehículos de combate adaptados a las necesidades de

## Gráfico 4

## Valoración y volatilidad en los mercados financieros



Fuentes: Factset y Bloomberg.

programas nacionales e internacionales. Este tipo de colaboraciones refuerza la cooperación industrial en sectores de alto valor añadido, y al mismo tiempo permite acceder a economías de escala, compartir riesgos tecnológicos y responder de forma más ágil a los requerimientos operativos de los ejércitos europeos.

Finalmente, la OTAN ha intensificado sus esfuerzos para mejorar la coordinación en materia de adquisiciones a través del *NATO Defense Planning Process*, (NATO, 2025) una herramienta orientada a armonizar los requerimientos operativos, fomentar compras conjuntas y reforzar la interoperabilidad entre aliados.

La conjunción de todos estos factores dibuja un panorama que es favorable desde diferentes vertientes, circunstancia que refuerza las oportunidades que para el crecimiento inorgánico se pueden presentar en los próximos trimestres,

pero antes conviene detenerse en el comportamiento registrado por las empresas en bolsa a lo largo de los últimos años, con el fin de identificar si existe, en la actualidad, un cambio de percepción de los inversores.

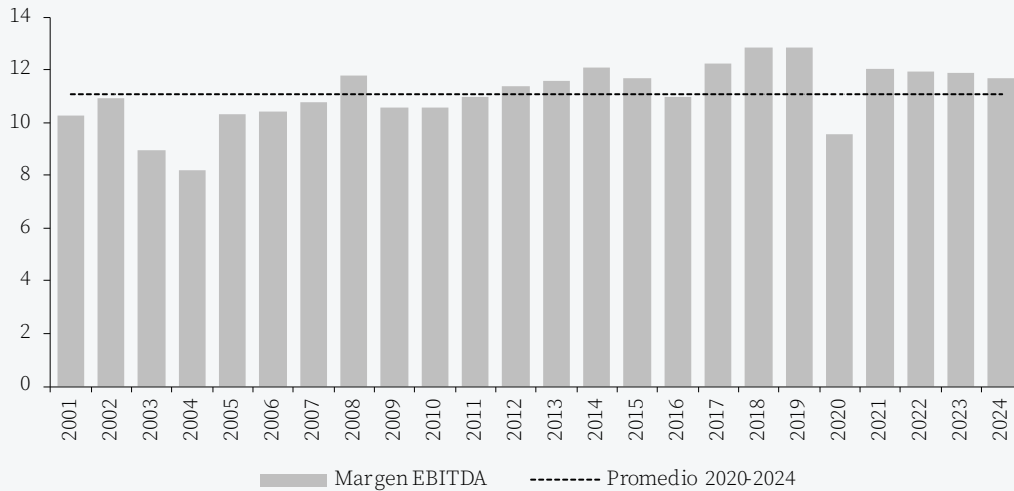
### Un sector atractivo para el inversor

Y es que todos los factores estructurales mencionados podrían conducir a la reflexión de que hasta la fecha el sector no había sido objeto de atención por parte del mercado. Sin embargo, la dinámica observada en los últimos años pone de manifiesto que este contexto general, en todo caso, contribuirá a consolidar una tendencia favorable en la valoración del sector a nivel global. Así se pone de manifiesto el comportamiento de los múltiplos de valoración que relacionan el valor de mercado de los negocios con el EBITDA de las compañías.

## Gráfico 5

**Margen EBITDA**

Porcentaje sobre ingresos



Fuente: Factset.

Los múltiplos se han expandido de manera sostenida desde 2008, sobreviviendo a episodios de incrementos más o menos sustanciales de la incertidumbre en los mercados financieros y en la economía internacional. Desde un punto de vista coyuntural, es reseñable que el comportamiento del sector manifiesta una gran capacidad de resistencia a eventos negativos de mercado, circunstancia que ilustra un soporte estructural claramente diferenciado de episodios de crisis, como la financiera en 2008.

Tanto la crisis desatada por el COVID-19, como el entorno actual, reflejan la resiliencia del sector y muestran un comportamiento favorable de la valoración de las inversiones en contextos desafiantes para el inversor. La apuesta por seguridad y defensa ha sido, pues, una constante en los inversores desde 2008, que además refuerza el carácter contra cíclico de este tipo de inversiones,

que en nuestra opinión se va a incrementar a partir de las diferentes iniciativas.

Quizá lo más relevante es que esta expansión de múltiplos se ha producido en un contexto en el que, además, los márgenes han mantenido una tónica de crecimiento sostenido. Y es este comportamiento propio del sector, en combinación con los factores estructurales y coyunturales anteriormente reseñados, los que motivan que la dinámica transaccional pueda registrar un comportamiento muy positivo en el corto y medio plazo.

|  
*La apuesta por seguridad y defensa  
 ha sido, pues, una constante en los  
 inversores desde 2008, que además refuerza  
 el carácter contra cíclico de este tipo  
 de inversiones*  
 |

Y no es menos cierto que el sector ha sido relativamente inmune a las condiciones de financiación de la economía, puesto que la dinámica de valoración ha sido inequívocamente favorable en múltiples entornos de tipos de interés, hecho que resulta crítico en nuestra opinión para configurar su carácter de *target* en un entorno como el actual, en el que la visibilidad de los resultados de las empresas del sector se puede reforzar gracias a las diferentes iniciativas institucionales puestas en marcha.

### Evolución reciente y perspectivas para el M&A en el sector de defensa

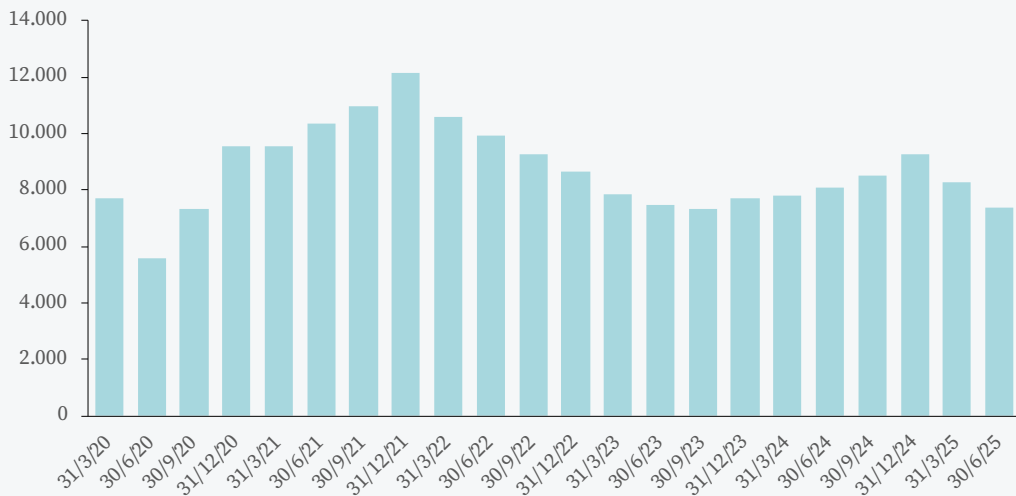
Con el objetivo de sustanciar estos factores estructurales y coyunturales en la dinámica de operaciones corporativas, hacemos una última parada en los registros de M&A de los últimos tres años a nivel global, y en particular en el ámbito de defensa.

En primer lugar, el mercado global de transacciones corporativas ha mostrado cierta atonía en la última década, en un contexto en el que la incertidumbre en cuanto a la capacidad de crecimiento de las economías, la inflación y las condiciones financieras generales han jugado una suerte de carrera de relevos en diferentes períodos como factor determinante de la debilidad de la actividad transaccional. Lo cierto es que desde 2020, factores como los conflictos bélicos, la crisis de precios de la energía, las restricciones en las cadenas de suministros globales y el aumento de la inflación han supuesto frenos determinantes en el apetito inversor, ralentizando el cierre de operaciones.

El significativo aumento de la incertidumbre y la desconfianza que se ha producido en los últimos meses ha provocado una interrupción del ritmo de recuperación de las transacciones corporativas, que en 2024 concluyó en el máximo nivel del último lustro (excluyendo 2021, año en el que los registros de bases de datos especializadas

#### Gráfico 6

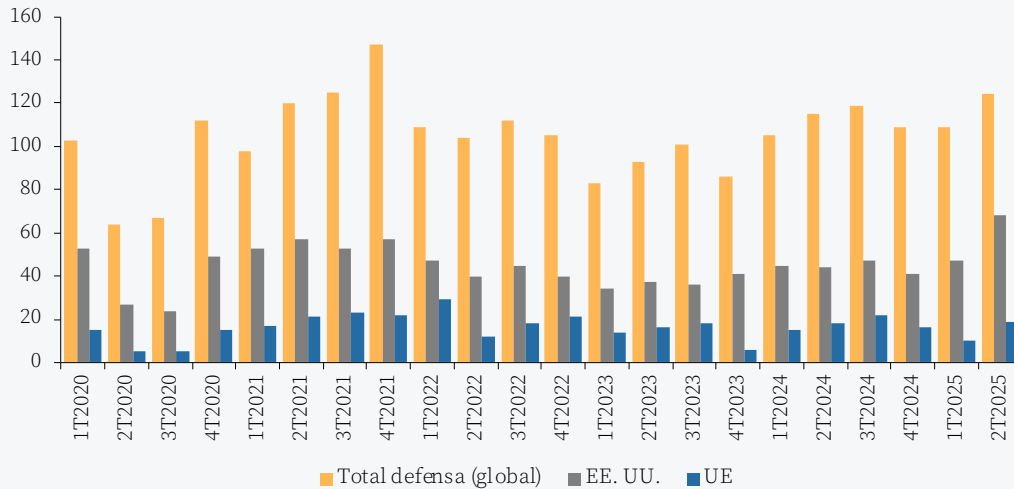
### Número de transacciones en el mercado global



Fuente: Bloomberg.

## Gráfico 7

## Número de transacciones en el sector defensa



Fuente: Bloomberg.

apuntan a los máximos del período). Y la tendencia a la desaceleración es sostenida tanto en el primer como en el segundo trimestre, que ya se situaría por debajo de los niveles observados en los mismos períodos de 2023 y 2024.

Y esta dinámica no es compartida por el sector de defensa, que comienza a incorporar de manera parcial los factores favorables estructurales enunciados en las secciones precedentes. El análisis de las transacciones corporativas del sector de defensa pone de manifiesto que, junto con la estabilidad de los fundamentos económico-financieros del sector y del impulso regulatorio, el entorno de mayor incertidumbre geopolítica ya está trasladándose a los procesos de consolidación inorgánica del sector, en todos los países. En el caso de la UE, que históricamente ha registrado un volumen de transacciones inferior

al observado en EE. UU., también se observa una reactivación de la actividad, que situaría el número de transacciones en el segundo trimestre de 2025 en máximos de los últimos cuatro años.

En cualquier caso, es pronto para extraer conclusiones al respecto del comportamiento que este mercado puede registrar en los próximos trimestres, pero consideramos que en los próximos meses asistiremos a un mayor dinamismo en el sector, reforzada esta expectativa por la elevada visibilidad de márgenes y rentabilidad. Claro que, en un contexto como el actual, resulta crítica la discriminación entre tecnologías y, en este punto, la referencia de proyectos como SpaceX o Palantir<sup>1</sup> han intensificado la percepción de que gran parte del futuro del sector y de su potencial de crecimiento pasa por la integración de la innovación comercial con aplicación militar. Y

1 *Financial Times*. (2025, April 14). NATO acquires AI military system from Palantir.  
*Space News*. (2024, June). *Pentagon embracing SpaceX's Starshield for future military satcom*.

así, cabe esperar que aquellas compañías dedicadas a los sistemas satelitales, la microelectrónica avanzada, las comunicaciones seguras, los sistemas autónomos y las tecnologías antidrones sean los potenciales objetivos del interés inversor, así como aquellas que sean susceptibles de tener aplicaciones duales (militares y comerciales) y con exposición directa a proyectos espaciales (Bain & Company, 2025; Kroll, 2025).

Y en esta tendencia futura no es posible la consideración aislada de los impactos que la regulación puede tener sobre el dinamismo del mercado de transacciones corporativas. Uno de ellos es la relajación de los controles a la actividad del *M&A*, que constituye una de las principales iniciativas en estudio por parte de la Comisión Europea.

Como hemos señalado, los retos estructurales pueden ser difíciles de alcanzar solo a partir de dinámicas orgánicas, esto es, a partir del desarrollo de tecnologías, productos y servicios de manera interna por parte de las compañías. La respuesta puede exigir procesos de consolidación en los que el crecimiento inorgánico ya está siendo protagonista, pero cuyo incentivo plantea dudas a las autoridades nacionales, sobre todo en ámbitos considerados estratégicos. Y no es

necesario referirse a la industria de defensa en exclusiva en este ámbito, pero sí es cierto que la creciente interrelación de la actividad con sectores como las telecomunicaciones motivan que cualquier iniciativa tendente a aliviar los procesos de crecimiento inorgánico pueda encontrar cierta contestación por parte de los países miembros de la UE, especialmente si supone un impacto sobre las estructuras de mercado y de competencia<sup>2</sup>.

Nuestra opinión al respecto es que, en un mercado donde la escala, la agilidad y la integración tecnológica marcan la diferencia, las operaciones corporativas no son solo una herramienta financiera, sino un componente central de la arquitectura de seguridad de las naciones. Sin embargo, este escenario de oportunidades también conlleva riesgos que no se deberían subestimar. Los cambios en las políticas gubernamentales, las nuevas exigencias regulatorias –especialmente en materia de control de inversiones extranjeras– y la evolución de las prioridades estratégicas nacionales pueden redefinir abruptamente las reglas del juego. Asimismo, el rápido avance tecnológico, si bien es una fuente de ventaja competitiva, exige una capacidad constante de adaptación y actualización por parte de las empresas.

2 *Expansión*. (22 de abril de 2025). Seis países de la UE se rebelan contra el plan de Bruselas para facilitar grandes fusiones en Europa. <https://www.expansion.com/empresas/2025/04/22/6807a1afe5fdea48778b45b9.html>

## Conclusiones

El sector de defensa en Europa enfrenta una oportunidad única para consolidar su posición y reducir la dependencia de soluciones extracomunitarias. La combinación de un entorno geopolítico cambiante y la necesidad de reforzar la autonomía estratégica impulsa la inversión en defensa. Las fusiones y adquisiciones, junto con la colaboración multilateral, pueden acelerar este proceso, permitiendo a Europa desarrollar una base industrial de defensa integrada y competitiva.

A pesar de las oportunidades, el sector de defensa también enfrenta riesgos significativos. Los cambios en las políticas gubernamentales y las nuevas exigencias regulatorias pueden alterar abruptamente

las condiciones del mercado. Además, la rápida evolución tecnológica exige una capacidad constante de adaptación por parte de las empresas. La fragmentación y la falta de interoperabilidad entre los Estados miembros siguen siendo obstáculos importantes para la consolidación del sector.

En resumen, el sector de defensa en Europa tiene el potencial de beneficiarse de un entorno favorable para la inversión y la consolidación. Sin embargo, para aprovechar plenamente estas oportunidades, es crucial abordar los desafíos estructurales y regulatorios. La cooperación industrial y la integración tecnológica serán claves para fortalecer la capacidad de respuesta del sector frente a las amenazas actuales y futuras, asegurando así una defensa robusta y autónoma para Europa.

## Referencias

- BAIN & COMPANY. (2025). *Global M&A Report 2025: How leaders are adapting to meet the moment*.
- DRAGHI, M. (2024, September 9). *The Future of European Competitiveness*.
- KROLL. (2025). *Aerospace defense government services*.
- NATO. (2025, April). *NATO Defence Planning Process*.

# 07

**Santiago Lago Peñas**

Catedrático de economía aplicada de la Universidade de Santiago de Compostela y economista sénior de Funcas





## Una dinámica presupuestaria prorrogada

Este artículo analiza la evolución presupuestaria española en 2024 y sus perspectivas para 2025. A pesar de operar con presupuestos prorrogados, el déficit público se ha reducido al 2,8 % del PIB gracias al fuerte crecimiento económico (+3,2 %) y al aumento de ingresos, especialmente por la liquidación del sistema de financiación autonómica. Sin embargo, se incumplió la regla de gasto, con un alza del 6,2 % en el gasto no financiero. La AIREF estima que más de la mitad de la mejora del déficit se debe a factores cíclicos. Para 2025, el Gobierno prevé un déficit del 2,5 %, pero la incertidumbre por la falta de nuevos presupuestos y los riesgos geopolíticos (como la vuelta de Trump) complican las previsiones. A medio plazo, se requiere una consolidación fiscal compatible con el nuevo marco europeo, mientras que a largo plazo se destacan desafíos como el envejecimiento, el cambio climático y el aumento del gasto en defensa y respuesta ante eventos extremos.

## Introducción

El análisis de la dinámica presupuestaria española en 2024 proyecta luces y sombras. La evolución del déficit computable a efectos de la aplicación de las reglas fiscales es claramente positiva. Expresado como porcentaje del PIB, ha caído más de siete décimas respecto a 2023 (Ministerio de Hacienda, 2025). En el pasivo del balance se sitúa el incumplimiento de la regla de gasto. Frente a un objetivo de crecimiento para 2024 de 2,6 %, AIREF (2004) estima un aumento global del 4,1 %.

La contextualización de los números anteriores ayuda a entender ambos resultados. En primer lugar, la coyuntura económica ha sido extraordinariamente favorable, sobre todo si se compara con lo ocurrido en el conjunto de la UE-27. La expansión del PIB ha sido intensa (+3,2 %), lo que ha empujado con fuerza la recaudación de tributos y cotizaciones sociales. Si el PIB nominal creció al 6,2 %, los impuestos lo han hecho al 7,7 % y las cotizaciones al 6,7 %. En segundo lugar, a pesar de que 2024 ha sido un año gobernado con Presupuestos Generales del Estado (PGE) prorrogados, la dinámica del gasto ha sido también expansiva. La inercia de los compromisos y los decretos-ley han hecho que el gasto no financiero se incremente un 6,2 %.

Hasta hace poco, el escenario para 2025 se percibía similar. La probabilidad de que los PGE-2023 sigan prorrogados aumenta conforme transcurren las semanas y la economía se ha mantenido vigorosa en el primer trimestre del año. No obstante, la vuelta de Donald Trump a la presidencia de los Estados Unidos ha supuesto un choque sistémico que puede alterar lo anterior en grado todavía indeterminado. Sus anuncios y decisiones sobre aranceles han deteriorado

las expectativas y van a frenar el crecimiento de la economía española en el segundo semestre. Adicionalmente, su reclamación de que los países de la OTAN aumenten sustancialmente y en plazo breve su gasto en defensa genera presiones añadidas sobre la hacienda pública.

Si el foco se pone en el medio plazo, las proyecciones vienen determinadas por el nuevo marco europeo de reglas fiscales, las necesidades de inversión en transición energética y lucha contra el cambio climático, los requerimientos presupuestarios de la “Brújula para la competitividad” que acaben recayendo en los Estados, y el final de los Fondos NGEU en 2026. Todo ello dibuja un horizonte exigente y difícil de combinar con un enfoque de inercia presupuestaria.

## El cierre del ejercicio 2024

El ejercicio fiscal de 2024 cerró con un déficit consolidado del 2,8 % del PIB, una vez descontado el impacto *one-off* de la DANA (acrónimo de “Depresión Aislada en Niveles Altos”) que afectó a la Comunidad Valenciana en noviembre pasado. Un choque cifrado en 5.590 millones de euros, equivalente al 0,35 % del PIB (gráfico 1). Si dejamos al margen ese desembolso, entre 2023 y 2024 la ratio de gasto sobre el PIB ha descendido del 45,45 % a 45,06 % (-0,39 %) y los ingresos no financieros han pasado de 41,93 % al 42,26 % (+0,33 %), con una presión fiscal que ha aumentado cinco décimas: del 37,2 % a 37,5 %. Eurostat ha confirmado ya estas cifras<sup>1</sup>.

El recorte del déficit en 0,72 puntos porcentuales del PIB es resultado directo de los avances en las haciendas subcentrales, con una Seguridad Social con un déficit estancado y una Administración central que empeora más

1 Véase <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-euro-indicators/w/2-22042025-ap>

de medio punto (0.56 %). La abultada liquidación del sistema de financiación autonómica correspondiente al año 2022 y percibida en 2024 explica esta mejora de las comunidades autónomas (CC. AA.) y el empeoramiento de la central. La liquidación aumentó en 13.523 millones respecto a 2021, alrededor de nueve décimas de PIB (Ministerio de Hacienda, 2025). La vuelta al superávit de las corporaciones locales (CC. LL.) también tiene que ver con los mayores recursos transferidos por la Administración central.

*Los cambios en la composición  
interna del saldo presupuestario  
se deben fundamentalmente a las  
transferencias intergubernamentales  
y no a dinámicas de gasto  
muy diferentes*

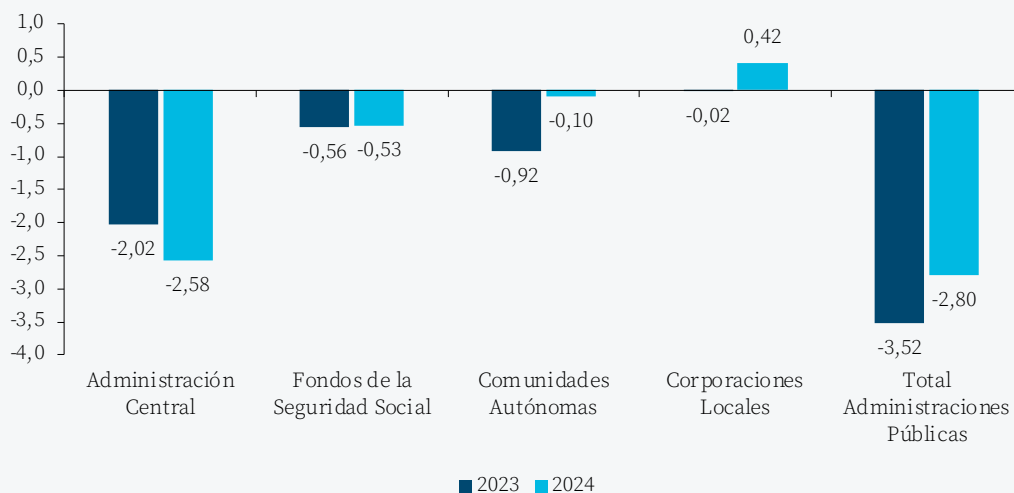
En definitiva, los cambios en la composición interna del saldo presupuestario se deben fundamentalmente a las transferencias intergubernamentales y no a las dinámicas de gasto. Según el avance publicado por de la AIREF (2024), el gasto primario neto de medidas de ingresos en 2024 habría caído en la Administración central (-2,9 %), frente a un aumento del 7,0 % en el caso de las CC. AA.

El diagnóstico gana en riqueza y profundidad cuando la atención se desplaza a la estimación de la componente estructural del desequilibrio fiscal. De acuerdo con los cálculos del Gobierno incluidos en el Plan Fiscal y Estructural de medio plazo 2025-2028 (PFyE) enviado a la Comisión Europea en octubre del año pasado (Gobierno de España, 2024), el déficit estructural habría caído solo dos décimas entre 2023 y 2024, desde -3,3 % a -3,1 %. Por tanto, incluso teniendo en cuenta

#### Gráfico 1

### Saldos presupuestarios en 2023 y 2024 por subsectores

En porcentaje



Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda (2025).

que el déficit total ha sido finalmente del -2,8 % y no del -3,0 %, como el propio Gobierno estimaba en el PFyE, más de la mitad de la mejora se debería a la componente cíclica del déficit, a la favorable coyuntura económica.

### Las previsiones para 2025

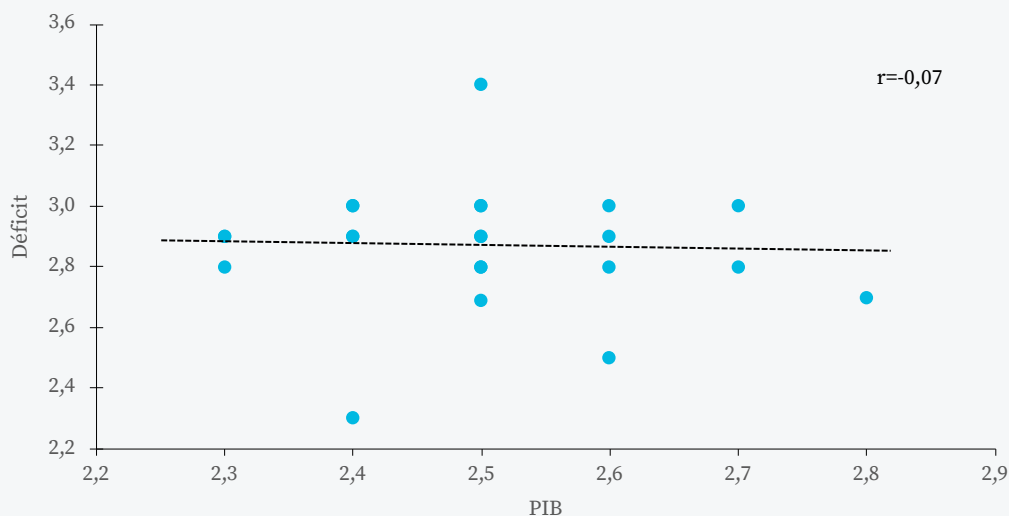
Los objetivos del Gobierno para 2025 son alcanzar un déficit del 2,5 %, y respetar el tope del 3,2 % para el crecimiento del gasto público computable. La previsión de la AIREF (2024) a políticas constantes para el déficit es del 2,7 %; y de 3,7 % para la variación del gasto. En ambos casos, la autoridad fiscal prevé una desviación al alza, pero leve; y la realidad es que el mantenimiento de la situación de prórroga genera incertidumbre

sobre lo que finalmente puede ocurrir y dificulta sobremanera la labor de hacer previsiones.

El consenso de Funcas de mayo de 2025 refleja esta idea con nitidez. El gráfico 2 recoge las previsiones combinadas para el déficit y el crecimiento del PIB que ofrecen 23 instituciones públicas y privadas, así como la recta de regresión y el coeficiente de correlación lineal correspondientes<sup>2</sup>. El recorrido de las previsiones de déficit supera en dimensión al correspondiente al PIB. Las estimaciones para el primero van del 2,3 % a 3,4 % y para el segundo del 2,3 % a 2,8 %; con medias de 2,9 % y 2,5 %, respectivamente. Más reseñable es la ausencia de correlación entre las previsiones de crecimiento de la economía y el déficit: las instituciones que esperan que la economía crezca más no confían en una

Gráfico 2

### Relación entre las previsiones de déficit expresado como porcentaje del PIB y de crecimiento del PIB real en 2025



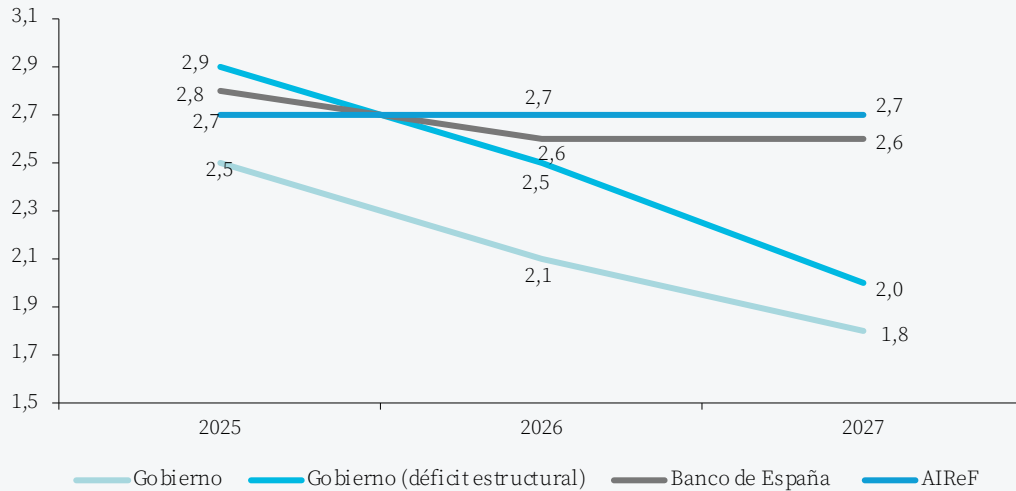
Fuente: Elaboración a partir de los datos recopilados por Funcas (2025).

<sup>2</sup> El par de previsiones es coincidente en seis casos, por eso solo se observan 17 puntos en el gráfico de dispersión.

## Gráfico 3

## Proyecciones del déficit público 2025-2027

Puntos porcentuales del PIB



Fuentes: Elaboración propia a partir de Gobierno de España (2024), AIREF (2024) y Banco de España (2025).

mayor reducción del déficit. La realidad es que los cálculos adelantados se hacen más difíciles que nunca y el seguimiento mensual una tarea especialmente necesaria.

|  
*Reseñable es la ausencia total de correlación entre las previsiones de crecimiento de la economía y el déficit: las instituciones que esperan que la economía crezca más no confían en una mayor reducción del déficit*  
 |

## El horizonte de medio plazo

En el gráfico 3 se recoge la senda de consolidación fiscal prevista para el periodo 2025-2027 por el Gobierno, el Banco de España y la AIREF. Se añade también la dinámica de la componente

estructural del déficit prevista por el Gobierno; esto es, el déficit neto del impacto de la coyuntura económica.

Para el año 2025, el Gobierno considera que la reducción del déficit será superior. No obstante, es verdad que, si se tiene en cuenta que el cierre de 2024 fue alrededor de dos décimas mejor que el esperado por el propio Gobierno y ambas instituciones, las tres previsiones de consolidación fiscal en 2025 son esencialmente compatibles. En cambio, la diferencia es creciente y significativa en los dos años siguientes. El Gobierno plantea una reducción sustancial y sostenida del déficit total, que se explicaría por la mejora de la componente estructural y de la cíclica a partes iguales. En contraste, el Banco de España y la AIREF consideran que, a políticas constantes, la consolidación se estancará, con un déficit que se cronifica más cerca del 3 % que del 2,5 %.

El cumplimiento con las reglas fiscales comunitarias obligaría a un mayor control del crecimiento del gasto computable neto de medidas discrecionales de ingresos y, de ahí, una reducción del déficit estructural al ritmo que proyecta el Gobierno, cercana al medio punto anual. Esa senda de reducción permitiría acelerar el ritmo de reducción de la ratio de deuda pública sobre el PIB y recuperar margen de maniobra fiscal para reaccionar ante choques inesperados. En definitiva, los objetivos son razonables y alineados con lo que la UE-27 espera de España. Lo único que nos falta es concretar la forma de conseguirlo y pasar de un escenario a políticas constantes a otro que incluya el detalle de una política proactiva.

### ¿Qué está pasando con las haciendas subcentrales?

La liquidación presupuestaria para 2024 (Ministerio de Hacienda, 2025) refleja un escenario financiero para las haciendas subcentrales claramente asimétrico en el nivel regional frente al local (gráfico 4).

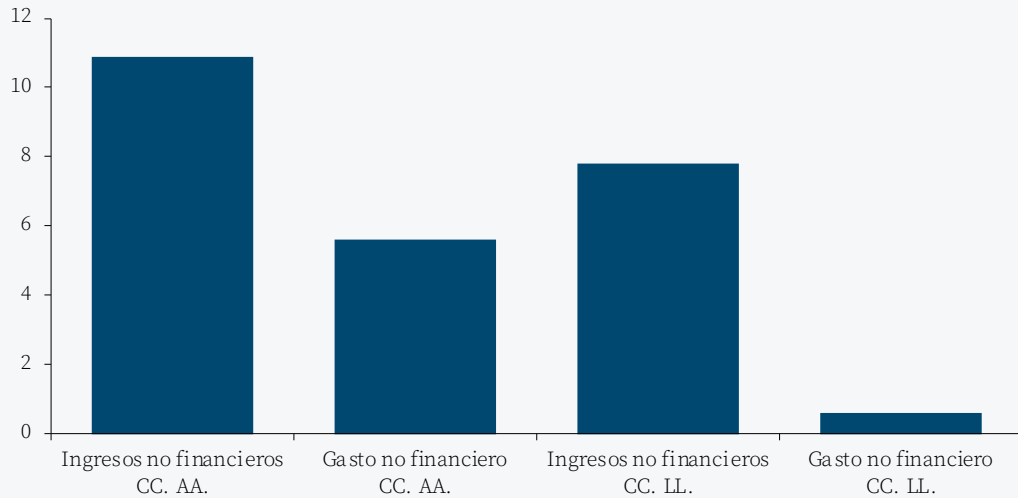
Comenzando por las CC. AA., los ingresos no financieros crecen el 10,9 %, casi cuatro puntos por encima del conjunto de las AA. PP. La explicación inmediata se encuentra en el funcionamiento del sistema de financiación de las CC. AA. de régimen común. Las cifras se liquidan con dos años de retraso, lo que acaba generando efectos financieros imprevistos y, en no pocos casos, desestabilizadores. Este crecimiento de los ingresos permite que las CC. AA. cierren el ejercicio reduciendo su déficit ocho décimas del PIB para acabar con un saldo prácticamente equilibrado (-0,12 % del PIB) y, al mismo tiempo, que su gasto aumente sustancialmente: el 5,6 %. Los cálculos de la AIREF apuntan a un crecimiento del gasto no primario computable a efectos de

la regla de gasto incluso superior, lo que supone más que duplicar la tasa de referencia.

De lo ocurrido en 2024 se infieren varios argumentos. El primero es que, en su conjunto, las CC. AA. no padecen hoy un problema de insuficiencia de recursos, gracias al fuerte crecimiento de la recaudación tributaria en el último trienio y la estrategia de amparo desplegada en los años de la pandemia. La reforma de la financiación autonómica sigue siendo urgente y necesaria, pero por otros motivos (Cadaval *et al.*, 2024). El segundo es que en el nuevo marco de reglas fiscales y, por tanto, en el debate público hay que darle más relevancia a la regla de gasto. Reducir el déficit es un resultado insuficiente si es consecuencia de aumentos extraordinarios y automáticos de los ingresos. Finalmente, urge la readaptación del marco de estabilidad fiscal en las haciendas subcentrales. En particular, en situaciones como la de 2024, el cumplimiento de la regla de gasto debería haber generado un superávit presupuestario que permitiría amortizar deuda o financiar fondos de reserva (*rainy day funds*) para suavizar la dinámica del gasto. La mayor parte del gasto autonómico corresponde a servicios fundamentales (sanidad, educación, servicios sociales) difíciles de ajustar a la baja en coyunturas económicas adversas. Fijada la expansión media del gasto a medio plazo, la lógica del fondo permitiría suavizar las variaciones respecto a esa media.

En lo que atañe a las corporaciones locales, la realidad es diferente. Sus ingresos no financieros han crecido solo ligeramente por encima de la media de las AA. PP. (+7,8 %), pero los gastos aparecen estancados (+0,6 %), lo que ha permitido pasar de equilibrio presupuestario a un superávit de cuatro décimas. Las CC. LL. en su conjunto siguen siendo un elemento compensador de las cifras correspondiente al resto de los subsectores.

Gráfico 4

**Aumentos de ingresos y gastos no financieros de CC. AA. y CC. LL.**

Fuente: Elaboración propia a partir de Ministerio de Hacienda (2025).

**Algunas reflexiones sobre el largo plazo y los riesgos fiscales**

Es inevitable que la coyuntura acapare nuestra atención, pero no podemos perder de vista que la presupuestación está también condicionada por las tendencias de largo plazo, por la aparición de nuevas demandas de intervención y por la constatación de que la frecuencia y la intensidad de los eventos extremos con incidencia fiscal negativa tienden a aumentar.

Sobre las tendencias a largo plazo, el cambio climático y el envejecimiento poblacional son factores que empujan al alza, con la digitalización como una ventana de oportunidad para ganar eficiencia en el uso de los recursos<sup>3</sup>. Tenemos un buen conocimiento del impacto de la demografía

por el lado del gasto; aunque sabemos menos sobre cómo afectará a los ingresos fiscales. En lo que concierne al cambio climático, es un área en pleno desarrollo con estimaciones todavía imprecisas. Además, existe incertidumbre sobre el protagonismo que tendrá en el futuro la Unión Europea en la financiación de las inversiones necesarias para anticiparse a los efectos del cambio o para acelerar la transición energética.

Finalmente, los eventos extremos incluyen crisis financieras, pandemias, eventos meteorológicos o incendios. El reciente informe de la AIREF (2025b) sobre riesgos fiscales es una buena referencia a este respecto. La implicación fundamental de esos eventos para la práctica presupuestaria es que tenemos que reforzar los mecanismos de respuesta. Deberíamos circunscribir el Fondo

3 Véase al respecto el reciente número de *Papeles de Economía Española* sobre “Retos pendientes del sector público español”, 182, 2024.

de contingencia a financiar compromisos de gasto realmente imprevistos no discrecionales y adaptar la dotación global al valor esperado de esos riesgos fiscales. No obstante, los últimos quince años nos demuestran que el tamaño de algunos choques obligaría a contar con fondos de contingencia excesivamente grandes e innecesarios en la mayoría de los años.

Sin duda, la Reserva para Solidaridad y Ayudas de Emergencia (SEAR) creada en 2021 mediante la fusión de dos instrumentos anteriores (el Fondo de Solidaridad de la Unión Europea y la Reserva Europea de Ayuda de Emergencia) es un mecanismo de aseguramiento colectivo útil e inteligente para el caso de catástrofes naturales o emergencias de salud pública; aunque seguramente haya que plantearse aumentar sustancialmente su dotación hacia el futuro. Pero

|  
*En el frente de las nuevas demandas,  
destaca el gasto en defensa. España  
dedicaba muy pocos recursos en perspectiva  
internacional y el nuevo contexto va a  
obligarle a hacer un esfuerzo mayor que a  
otros países en lo que resta de década*  
|

hay que ir más allá, lo que nos proporciona otro motivo que justifica la prudencia y la estabilidad fiscal. Toca hacer pedagogía a partir de una idea muy simple: la capacidad de respuesta fiscal de un Estado ante un evento extremo es muy superior si la ratio de deuda pública es del 60 % que si es del 100 %. Por eso, en las coyunturas favorables sin eventos extremos, deberíamos conseguir que se produjesen caídas rápidas de la ratio.

## Referencias

- AIREF. (2024). *Informe sobre el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo 2025-2028*. 5-11-2024. [www.airef.es](http://www.airef.es)
- AIREF. (2025). *Opinión sobre riesgos fiscales*. 13-3-2025. [www.airef.es](http://www.airef.es)
- BANCO DE ESPAÑA. (2025). *Proyecciones macroeconómicas e Informe trimestral de la economía española (2023-2026)*. 1-3-2025. [www.bde.es](http://www.bde.es)
- CADAVAL, M., Fernández Leiceaga, X., Lago Peñas, S., y Martínez-Vázquez, J. (2024). *Propuestas para España. La reforma de la financiación autonómica*. Foro Económico de Galicia. <https://foroeconomicodegalicia.es>
- FUNCAS. (2025). *Panel de previsiones de la economía española, mayo 2025*. [www.funcas.es](http://www.funcas.es)
- GOBIERNO DE ESPAÑA. (2024). *Plan Fiscal y Presupuestario de Medio Plazo 2025-2028*. Reino de España. 15-10-2024. [https://portal.mineco.gob.es/es-es/economiaayempresa/EconomiaInformesMacro/Documents/Informes %20 de %20previsi %C3 %B3n %20y %20programaci %C3 %B3n/Plan\\_fiscal\\_y\\_estructural\\_de\\_medio\\_plazo\\_2025\\_2028.pdf](https://portal.mineco.gob.es/es-es/economiaayempresa/EconomiaInformesMacro/Documents/Informes%20de%20previsi%C3%B3n%20y%20programaci%C3%B3n/Plan_fiscal_y_estructural_de_medio_plazo_2025_2028.pdf)
- MINISTERIO DE HACIENDA. (2025). *Ejecución presupuestaria de las Administraciones Públicas en 2024*. [www.hacienda.gob.es](http://www.hacienda.gob.es)





# 08

**Desiderio Romero-Jordán**

Universidad Rey Juan Carlos y Funcas



## Aumento de la presión fiscal en los principales impuestos: IRPF en el punto de mira

El grueso de los ingresos tributarios corresponde, por este orden, al impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), impuesto sobre el valor añadido (IVA), impuesto de sociedades (IS) e impuestos especiales (IE). La recaudación por esos cuatro impuestos aumentó un 8,1 % en 2024, equivalente a 21.167 millones de euros. Como resultado, su peso en el PIB pasó del 17,4 % al 17,7 %. Alrededor de 4 de cada 10 euros de ese aumento corresponde al IRPF, 3 al IVA, 1,8 al IS y 0,6 a los impuestos especiales. Como en años anteriores, el IRPF ha sido el actor principal del incremento recaudatorio. En 2024, el índice de la carga media real de IRPF soportada por los hogares superó el valor 100 de 2008, al situarse en 114,4. Contrariamente, el índice de la renta neta media real de 2024 se situó en el 95,7. Es decir, los hogares tienen en 2024 una renta neta real inferior a la que tenían en 2008. Sin embargo, en términos reales, pagan más IRPF que en 2008. La falta de indexación a la inflación del periodo pospandemia ayuda a explicar una parte sustancial de la diferencia entre los índices de renta neta e IRPF de 2024.

## Evolución de ingresos y mejora del déficit en 2024

Excluyendo el impacto de la DANA<sup>1</sup>, el déficit público de 2024 finalizó en el 2,8 %, dos décimas por debajo del objetivo del Gobierno. Se repite la situación de 2023, al alcanzarse un déficit público inferior a la previsión del Gobierno. Este buen resultado se explica por la interacción de dos factores. Primero, el fuerte crecimiento de la recaudación de los cuatro pilares del sistema impositivo (IRPF, IVA, IS e IE) que alcanzó el 8,1 %. Segundo, la favorable evolución del total de empleos de las administraciones públicas que crecieron casi un punto menos que el conjunto de los recursos no financieros: 6,2 % frente al 7,1 %. Como resultado, el total de ingresos en porcentaje del PIB ha crecido 0,3 puntos, situándose en el 42,3 %, mientras que los empleos han permanecido en el 45,4 % (IGAE, 2025).

La recaudación de esos cuatro impuestos fue en 2024 de 281.174 millones de euros, con un incremento respecto a 2023 de 21.167 millones, en línea con el resto de los años pospandemia (AEAT, 2025a). Estas cifras refuerzan la excepcionalidad recaudatoria del periodo pospandemia, con un promedio anual de incremento de 23.800 millones de euros. En la serie histórica de recaudación, ese aumento solo es comparable con los últimos años del *boom* inmobiliario, con un promedio en los años 2005 a 2007 de 19.100 millones de euros anuales.

El 40,0 % del aumento recaudatorio de 2024 correspondió al IRPF (9.128 millones de euros),

seguido del 29,1 % de IVA (6.632 millones), el 17,7 % del impuesto de sociedades (4.037 millones) y el 6,6 % de los impuestos especiales (1.371 millones). Por figuras impositivas, el IRPF creció un 7,6 %, un 7,9 % el IVA, el 11,5 % el IS, y un 6,6 % los IE<sup>2</sup>. El fuerte crecimiento del IRPF ha venido impulsado por la mejora del empleo y por la falta de corrección del impuesto a la inflación. La recaudación ha pasado de 94.546 millones de euros de 2021 a 129.408 en 2024. Es decir, en tan solo cuatro años la recaudación ha aumentado un 36,9 % equivalente a 34.862 millones de euros. En el caso del IVA, el aumento recaudatorio de 2024 se explica fundamentalmente por la retirada de las rebajas fiscales y por el efecto de la inflación. El coste de las rebajas fiscales se redujo de 4.500 millones en 2023 a 2.935 millones en 2024 (AIREF, 2023, 2024). El incremento de la recaudación del IS ha venido impulsado por la mejora de los márgenes comerciales<sup>3</sup>.

*El 40,0 % del aumento recaudatorio de 2024 correspondió al IRPF (9.128 millones de euros), seguido del 29,1 % de IVA (6.632 millones), el 17,7 % de impuesto de sociedades (4.037 millones)*

El intenso crecimiento de los ingresos ha contribuido a reducir el déficit público desde el 3,5 % de 2023 al 2,8 % en 2024. La consecución en 2025 de un déficit del 2,5 % exigirá un ajuste fiscal adicional próximo a los 2.800 millones de euros. El Gobierno se enfrenta a dos fuentes de incertidumbre para cumplir con ese objetivo:

- 1 Depresión aislada en niveles altos de la atmósfera. Este fenómeno climático extremo tuvo lugar el 29 de octubre de 2024 causando 228 fallecidos, la mayoría de ellos en la Comunidad Valenciana. El coste económico ha sido estimado en 7 décimas del PIB, 4 de las cuales corresponden a 2024 y 3 a 2025 (AIREF, 2025).
- 2 Junto a las cotizaciones sociales, esos cuatro impuestos constituyen la columna vertebral de los ingresos no financieros del Estado con un peso del 90 % (IGAE, 2024).
- 3 Las cotizaciones sociales también se expandieron al ritmo del 6 %, mientras que los ingresos no tributarios disminuyeron un 2,9 %.

internas, propias de un gobierno en minoría, y las de geoestrategia internacional debido al cambio de rumbo de la nueva Administración Trump en política arancelaria. A nivel interno, deben destacarse las dificultades del Gobierno para conseguir el apoyo de sus socios en algunas cuestiones clave. Una de las más importantes ha sido la imposibilidad de sacar adelante nuevos presupuestos, obligando en 2025 a una segunda prórroga consecutiva del presupuesto de 2023. También las dificultades para aprobar medidas tributarias, incluso de parcheo fiscal, para asegurar las necesidades de ingresos por el envejecimiento.

En cuanto a las incertidumbres de origen internacional, el endurecimiento de aranceles a China o a la UE, así como los llamados aranceles recíprocos, han introducido importantes dosis de inestabilidad. Este proceso de guerra comercial, todavía en curso, está ya teniendo efectos sobre el crecimiento del PIB, que en el caso de la eurozona se reducirá en dos décimas, situándose en el 0,8 % en 2024 (FMI, 2025). La economía española se verá directamente afectada por la caída de las exportaciones, tanto a Estados Unidos como hacia otros países europeos, especialmente a Francia y Alemania como principales destinos de las exportaciones españolas. Especialmente, si tenemos en cuenta que el Fondo Monetario Internacional ha reducido el crecimiento del PIB en 2025 para esos dos países, situándolos en el 0,6 % y el 0,0 %, respectivamente (FMI, 2025).

Dicho informe apunta a que el crecimiento de la economía española será el más robusto de las economías más avanzadas, con un crecimiento del 2,5 %. No obstante, el incierto clima económico apunta a una ralentización de la economía a lo largo del año. Como apunta Raymond Torres (2025), "sería temerario pensar que nos podemos desacoplar de los desvaríos del resto del mundo,

de modo que una desaceleración es previsible a partir de la segunda mitad del año". De momento, en su última actualización, Funcas (2025) ha recortado en una décima su previsión de crecimiento de 2025, situándola en el 2,3 %. En definitiva, el nuevo entorno económico internacional introducirá dificultades en la consecución del déficit de 2025, aunque es todavía pronto para estimar con mayor precisión el alcance de sus efectos presupuestarios. De hecho, los datos de recaudación disponibles hasta marzo de 2025 ofrecen crecimientos robustos en IRPF (9,9 %), IVA (8,9 %) e IE (7,3 %) (AEAT, 2025b).

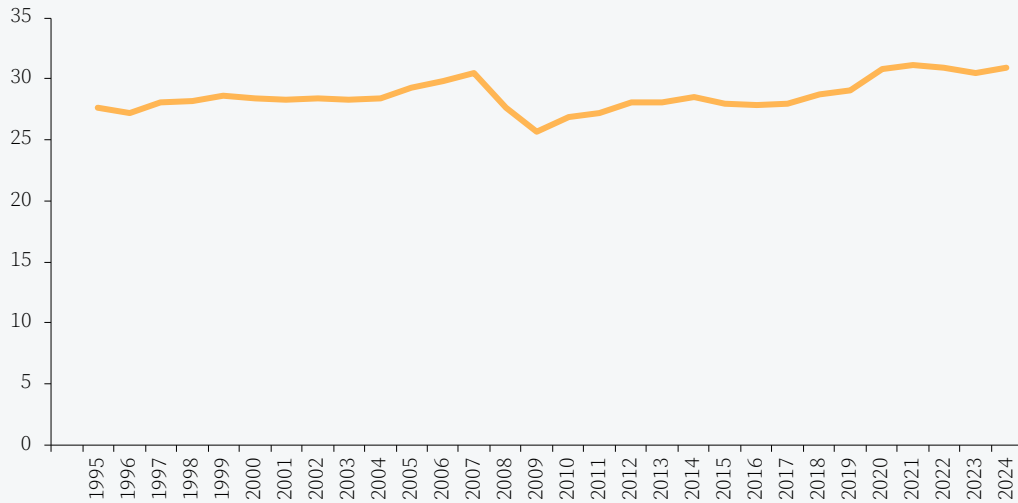
### **Presión fiscal de los principales impuestos en 2024**

La presión fiscal de los cuatro principales impuestos (en adelante PF4) se situó en 2024 en el 17,4 % del PIB. Si incluimos las cotizaciones sociales, la presión fiscal de esas cinco fuentes de ingresos no financieros (en adelante PFCS) se elevó hasta el 30,9 %, con un montante de 491.914 millones de euros. Como muestra el gráfico 1, PFCS se mantuvo estable entre 1997 y 2004 en un promedio próximo al 28,3 %. Sin embargo, en los últimos años del *boom* inmobiliario aumentó su nivel hasta alcanzar un pico del 30,5 % en 2007. La situación existente desde la pandemia se ha caracterizado por un salto en el nivel de PFCS, situándose en un nuevo escalón superior al 30 %. Tras una ligera caída en 2023, PFCS se situó en 2024 en el 30,9 %.

Como muestra el gráfico 2, la mayor presión fiscal en 2024 corresponde al IRPF (8,1 %), seguido de IVA (5,7 %), impuesto de sociedades (2,5 %) e impuestos especiales (1,4 %). Desde la crisis financiera, la presión fiscal por IRPF ha mostrado un crecimiento escalonado: se mantuvo en el rango 6-7 % hasta 2019, aumentó hasta el nivel 7-8 % entre 2020 y 2022 y, desde 2023,

**Gráfico 1****Presión fiscal en los principales impuestos y cotizaciones sociales (PFCS)**

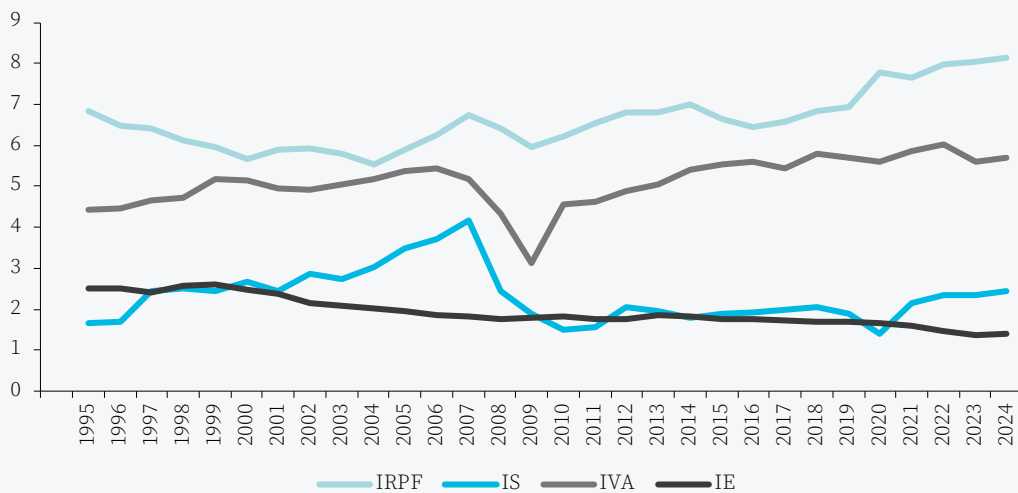
Porcentaje del PIB



Fuentes: AEAT (2025a) e IGAE (2025).

**Gráfico 2****Presión fiscal de los diferentes impuestos (PF4)**

Porcentaje del PIB



Fuente: AEAT (2025a).

se encuentra por encima del 8 %. De hecho, su pico más alto de la serie histórica se alcanzó en 2024 con un 8,1 %. Como muestra el gráfico 3, este incremento de la presión fiscal tiene su reflejo en el aumento del tipo medio de IRPF. Concretamente, se situó en el 12,7 % en 2019, escalando 1,7 puntos hasta situarse en el 14,4 % en 2024.

Hay varios factores que ayudan a explicar el fuerte crecimiento de la recaudación en el periodo pospandemia, entre los que destacamos los tres siguientes. Primero, el fuerte impulso del número de ocupados que entre 2019 y 2024 creció en 1,8 millones, aumentando el número de asalariados desde 19,8 a 21,7 millones (INE, 2025). En este sentido, la tasa de desempleo de 2024 se redujo hasta el 11,3 %, situándose en niveles similares a los de 2008. Segundo, el alza de los salarios monetarios que, según los datos disponibles de revisión de convenios colectivos, aumentaron un 15,9 % entre 2019 y 2024 (Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, 2025). Por debajo, no obstante, del aumento acumulado de la inflación durante dicho periodo, que fue del 18,2 %. Por último, el impulso de la inflación sobre la recaudación de IRPF se debió a la progresividad en frío. La falta de indexación de los elementos del IRPF expresados en euros –incluyendo todo tipo de mínimos, deducciones, exenciones, así como los tramos de la tarifa– elevan la carga impositiva de los contribuyentes. Esta falta de corrección ha supuesto un extra de recaudación de 16.800 millones de euros entre 2021 y 2024 equivalente, aproximadamente, a la mitad de recaudación de esos cuatro años (Romero-Jordán, 2025a). La hoja de ruta del plan fiscal 2025-2031, el crecimiento del gasto debido al envejecimiento o el recién anunciado incremento del gasto en defensa en 2025 por 10.400 millones suponen un fuerte incentivo para la renuncia, por parte del gobierno, a los ingresos extra que proporciona la inflación.

Especialmente, porque no requieren de trámite parlamentario para su aprobación.

El beneficio de las sociedades tiene un elevado componente cíclico. La recaudación del IS viene determinada por el citado efecto ciclo, interactuando con el tamaño y diseño de la base sometida a gravamen. Por ejemplo, las deducciones por compensación de pérdidas lastran la recaudación de IS incluso en periodos de coyuntura económica muy favorables, al arrastrarse derechos reconocidos en ciclos recesivos previos. El promedio de presión fiscal por IS se situó durante el periodo 2009 a 2019 en el 1,9 %. Desde 2020 se observa una nueva fase creciente en la presión fiscal del IS alcanzándose un pico del 2,5 % en 2024. Esta senda alcista ha sido impulsada por la recuperación de los márgenes empresariales a los niveles prepandemia (OME, 2024). Es decir, la presión fiscal de 2024 está muy próxima al promedio del 2,6 % del periodo 1997 a 2003.

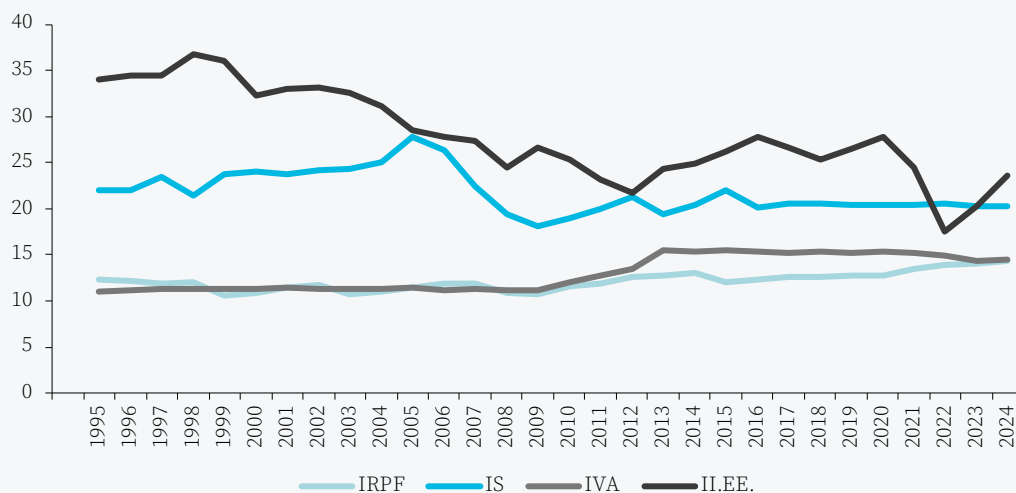
La presión fiscal por IS puede descomponerse como producto del tipo medio y del peso de la base consolidada en el PIB. Concretamente,  $PF_{IS} = (R/B) \times (B/PIB)$ , donde  $R$  es la recaudación del impuesto y  $B$  la base consolidada sometida a tributación. El primer término  $(R/B)$  se corresponde con el tipo medio del IS mientras que el segundo  $(B/PIB)$  es un *proxy* del tamaño de la base sometida a gravamen. Como muestra el gráfico 3, el tipo medio de IS se mantuvo estable durante el periodo pospandemia, incluso por debajo de 2019 (20,2 % frente al 20,4 %). Sin embargo, el tamaño de la base creció desde el 8,1 % de 2019 a un promedio del 10,7 % del periodo 2020 a 2024, alcanzando su máximo del 11,4 % en 2024. Por tanto, el aumento de la presión fiscal por IS del periodo pospandemia es consecuencia directa de un mayor tamaño de las bases sometidas a gravamen. En la última década, se han introducido reformas que apuntan en esta dirección como la limitación de la deducción de gastos



## Gráfico 3

## Tipos medios

## Porcentaje



Fuente: AEAT (2025a).

financieros al 30 % del beneficio operativo en 2015, el establecimiento en 2016 de un límite del 60 % a la compensación de pérdidas –reducido al 25 % en 2017– o la limitación entre 2015 y 2018 de las deducciones por I+D+i no tecnológico, sometidas a mayores exigencias de vinculación efectiva con actividades de innovación reales.

*Es previsible que la presión fiscal por IVA continúe en los próximos años con la línea ascendente observada desde 2013*

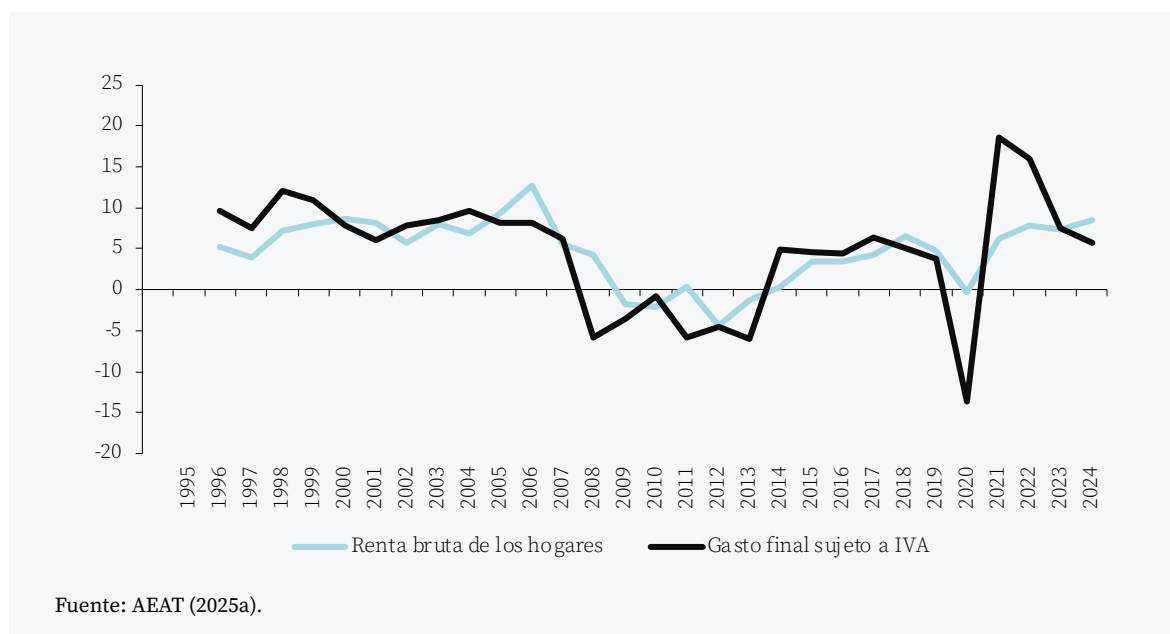
La presión fiscal por IVA se situó en 2024 en el 5,7 %, en un nivel similar tanto del promedio del periodo pospandemia (5,8 %) como del año 2019 (5,7 %). Entre 2021 y 2024 se implementaron

rebajas de IVA como parte del escudo fiscal. Concretamente, se rebajó el tipo de IVA de la electricidad (entre 2021 y 2024), del gas (entre 2022 y 2024) y de alimentos en 2023 y 2024<sup>4</sup>. Estas rebajas fueron compensadas, al menos parcialmente, por el aumento de recaudación inducido por la inflación. Romero-Jordán (2025b) ha estimado que, por efecto de las altas tasas de inflación, la factura fiscal de IVA aumentó, en promedio, en 75,7 euros por hogar en 2021, 195,2 euros en 2022, 98,6 euros en 2023 y 69,2 euros en 2024. La retirada de esas rebajas fiscales ha relanzado la recaudación de 2024 hasta los 6.632 millones de euros. Por este motivo, es previsible que la presión fiscal por IVA continúe en los próximos años con la línea ascendente observada desde 2013. Especialmente, si se mantiene el elevado peso del gasto sujeto a IVA sobre el PIB

4 No obstante, el aceite de oliva tributa en 2025 al 4 % en lugar de al 10 % como sucedía antes de 2023.



Gráfico 4

**Bases imponibles sujetas a IRPF e IVA**

del periodo pospandemia, cuyo promedio desde 2021 es del 41,2 % (ver gráfico 4).

La presión fiscal para el conjunto de los impuestos especiales –alcohol, cerveza, hidrocarburos y tabaco– mostrada en el gráfico 2 muestra una tendencia descendente desde finales de los años noventa. Esta evolución, contraria a la seguida por IRPF, IVA e IS, se explica parcialmente por la falta de actualización de los tipos de gravamen (expresados en euros) a la evolución de los precios de los bienes sometidos a gravamen. Esta falta de indexación ha provocado una fuerte erosión en los tipos de gravamen y, por tanto, en el nivel de recaudación. Concretamente, el impuesto sobre la cerveza fue actualizado por última vez en 2005, los hidrocarburos en 2009, las labores del tabaco en 2013 y el alcohol en 2016. La ausencia de indexación de los tipos de gravamen tiene efectos negativos sobre la recaudación, aunque positivos sobre el consumo de los hogares. Sin

embargo, la función económica de los impuestos especiales es la internalización de los costes externos que generan, especialmente sobre el sistema sanitario público.

*La ausencia de indexación de los tipos de gravamen tiene efectos negativos sobre la recaudación, aunque positivos sobre el consumo de los hogares*

### **El IRPF frena el crecimiento de la renta disponible real de los hogares**

La economía española ha destacado en los últimos años por su dinamismo, con tasas de crecimiento superiores a la media de la UE-28. Concretamente, durante el periodo 2022 a 2024, el crecimiento fue del 6,2 %, del 2,7 % y de un 3,2 % frente al 4,7 %, el 1,5 % y el 2,4 %. Sin embargo, la

percepción subjetiva que los hogares tienen sobre su situación económica es menos favorable que lo reflejado en los agregados macroeconómicos. Para el 80 % de los hogares, la percepción económica del año 2024 osciló entre regular y mala (Funcas, 2025). La crisis económica, la vivienda y la calidad del empleo ocupan los primeros puestos en las preocupaciones de naturaleza económica de los hogares (CIS, 2022; 2025). La subida de impuestos, pese al importante incremento de la presión fiscal, no ocupa las primeras posiciones en los barómetros del CIS. Probablemente, porque la presión fiscal es un concepto complejo, cuya dimensión no es directamente observable por los contribuyentes. Incluso en los impuestos, como el IRPF, con los que los contribuyentes se encuentran más familiarizados. Pese a ello, los resultados que se muestran a continuación revelan que, en los últimos años, el IRPF ha frenado

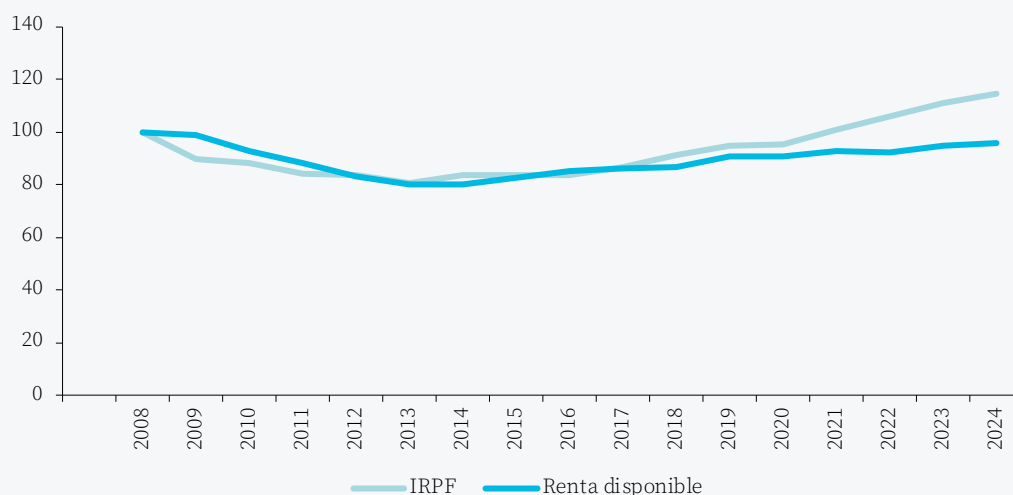
el crecimiento de la renta real neta media de los hogares.

Para el periodo 2008 a 2024, el gráfico 5 muestra el índice de la renta neta media de los hogares medida en términos reales. Se toma 2008 año base (100), coincidente con el pico máximo del *boom* inmobiliario. La renta disponible o neta ha sido computada como diferencia entre los ingresos brutos de los hogares y las cuotas tanto de IRPF como de cotizaciones sociales. Asimismo, el gráfico muestra el índice de la cuota media real de IRPF soportada por los hogares. Ambos índices muestran perfiles similares: son decrecientes hasta 2013, como resultado de la crisis financiera, y crecientes en adelante. Sin embargo, el índice de IRPF crece con mucha mayor intensidad en el periodo pospandemia. Como resultado, el índice de la renta se situó en el nivel

Gráfico 5

## Renta disponible e IRPF por hogar en términos reales

Índice, 2008=100



Fuentes: AEAT (2025a), INE (2025) y elaboración propia.

95,7 en 2024 mientras que el de la cuota de IRPF fue del 114,4.

|  
*Más de una década y media después de la crisis financiera, los hogares españoles no han recuperado, en media, su capacidad económica real*  
|

Dos son las conclusiones que pueden extraerse del gráfico, 5. Primero, la renta neta media por hogar de 2024 equivale al 95,7 % de su valor en 2008. En otras palabras, más de una década y media después de la crisis financiera, los hogares españoles no han recuperado, en media, su

capacidad económica real. Más aún, al actual ritmo de crecimiento de la renta real, se tardarán varios años en conseguir la convergencia con el nivel de 2008. Segundo, la cuota media de IRPF de 2024 es claramente superior a la de 2008. Dado que las cuotas de IRPF forman parte de la renta disponible, puede afirmarse que la ausencia de indexación en el periodo pospandemia ha ralentizado el crecimiento de la renta real de los hogares. Debe advertirse que el efecto de la progresividad en frío es de naturaleza acumulativa, por lo que la erosión en la renta real seguirá creciendo en ausencia de medidas de ajuste específicas. En todo caso, las ganancias en renta real del factor trabajo exigirán mejoras de productividad.

## Referencias

- AEAT. (2025a). Series históricas de bases, tipos e impuestos devengados. [https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe\\_mensual\\_de\\_Recaudacion\\_Tributaria.shtml](https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml)
- AEAT. (2025b). *Informe mensual de recaudación tributaria, marzo de 2025*. [https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe\\_mensual\\_de\\_Recaudacion\\_Tributaria.shtml](https://sede.agenciatributaria.gob.es/Sede/datosabiertos/catalogo/hacienda/Informe_mensual_de_Recaudacion_Tributaria.shtml)
- AIREF. (2023). *Informe sobre las líneas fundamentales de los presupuestos de las administraciones públicas 2024*. Informe 49/23. <https://www.airef.es/es/centro-documental/informes/informe-sobre-los-proyectos-y-lineas-fundamentales-de-los-presupuestos-para-2024/>
- AIREF. (2024). *Informe sobre el plan fiscal y estructural de medio plazo 2025-2028*. Informe 51/24. <https://www.airef.es/es/centro-documental/informes/informe-sobre-el-plan-fiscal-y-estructural-a-medio-plazo-2025-2028/>
- AIREF. (2025). *Informe sobre los presupuestos iniciales de las Administraciones Públicas 2025*. Informe 3/25. [https://www.airef.es/wp-content/uploads/2025/04/Informes\\_presupuestos\\_iniciales/Informe-Presupuestos-Iniciales-2025.pdf](https://www.airef.es/wp-content/uploads/2025/04/Informes_presupuestos_iniciales/Informe-Presupuestos-Iniciales-2025.pdf)
- CIS. (2022). *Barómetro fiscal, marzo de 2022*. <https://www.cis.es/en/catalogo-estudios/resultados-definidos/barometros>
- CIS. (2025). *Barómetro fiscal, marzo de 2025*. <https://www.cis.es/en/catalogo-estudios/resultados-definidos/barometros>
- FMI. (2025). *World Economic Outlook, April 2025: A Turning Point Amid Shifting Policies*. Washington, D.C.: IMF. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/04/15/world-economic-outlook-april-2025>
- FUNCAS. (2024). *III Encuesta Funcas de Navidad*. [https://www.funcas.es/prensa/solo-uno-de-cada-cinco-espanoles-cree-que-2024-ha-sido-un-buen-ano-para-espana-en-el-terreno-economico/?utm\\_source=chatgpt.com](https://www.funcas.es/prensa/solo-uno-de-cada-cinco-espanoles-cree-que-2024-ha-sido-un-buen-ano-para-espana-en-el-terreno-economico/?utm_source=chatgpt.com)
- FUNCAS. (2025). Los 100 principales indicadores de la economía española. <https://www.funcas.es/coyuntura-economica/espana/>
- IGAE. (2025). *Cuentas de las Administraciones Públicas. Información Anual*. <https://www.igae.pap.hacienda.gob.es/sitios/igae/es-ES/Contabilidad/ContabilidadNacional/Publicaciones/Paginas/iacuentasAAPP.aspx>
- INE. (2025). *Encuesta de Condiciones de Vida*. [https://ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica\\_C&c\\_id=1254736176807&menu=ultiDatos&idp=1254735976608](https://ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm?c=Estadistica_C&c_id=1254736176807&menu=ultiDatos&idp=1254735976608)
- OBSERVATORIO DE MÁRGENES EMPRESARIALES. (2024). *Informe semestral 2023/S2: Evolución reciente de los márgenes empresariales en España*. Banco de España, Agencia Tributaria, INE y Central de Balances.
- MINISTERIO DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL. (2025). *Estadística de convenios colectivos de trabajo*. <https://expinterweb.mites.gob.es/series/>
- ROMERO-JORDÁN, D. (2025a). Estimación de la progresividad en frío del IRPF por niveles de renta en el periodo 2021-2024. *Cuadernos de Información Económica*, 305, 47-52. <https://www.funcas.es/revista/politicas-economicas-en-un-mundo-fragmentado/>
- ROMERO-JORDÁN, D. (2025b). *Impacto de la inflación sobre la factura de IVA de los hogares españoles en el periodo 2021-2024*. Investigaciones, febrero de 2025. [https://www.funcas.es/documentos\\_trabajo/impacto-de-la-inflacion-sobre-la-factura-de-iva-de-los-hogares-espanoles-en-el-periodo-2021-2024/](https://www.funcas.es/documentos_trabajo/impacto-de-la-inflacion-sobre-la-factura-de-iva-de-los-hogares-espanoles-en-el-periodo-2021-2024/)
- TORRES, R. (2025). El núcleo duro del crecimiento español. Publicado en el *El País*, 4 de mayo de 2025.





# Indicadores económicos, financieros y sociales

## Indicadores económicos

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

Actualización: Semanal

Disponibles en:

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

---



## 50 Indicadores financieros

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

Actualización: Quincenal

Disponibles en:

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

---



## Indicadores sociales

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

Actualización: Bimestral

Disponibles en:

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







# Publicaciones de Funcas

## Últimos números publicados:

### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

N.º 183. Función empresarial y desarrollo regional: hacia una estrategia de cualificación del tejido empresarial

### PANORAMA SOCIAL

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

### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

N.º 305. Políticas económicas en un mundo fragmentado

### SPANISH ECONOMIC AND FINANCIAL OUTLOOK

Vol. 14, N.º 2 (2025). The outlook for EU recovery: Navigating monetary decoupling and policy challenges

### PAPELES DE ENERGÍA

N.º 27. Septiembre (2024)

### ESTUDIOS DE LA FUNDACIÓN

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

### LIBROS

Manual de regulación bancaria en España, 4ª edición. Juan Ayora Aleixandre, Mario Deprés Polo, y Rocío Villegas Martos

## Precio de las publicaciones. Año 2025

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

Los precios incluyen el IVA.

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





# cecabank



[www.cecabank.es](http://www.cecabank.es)





**Funcas**

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

**[publica@funcas.es](mailto:publica@funcas.es)**

Versión electrónica íntegra  
en: **[www.funcas.es/Publicaciones](http://www.funcas.es/Publicaciones)**

ISSN: 2254-3422



97722543427